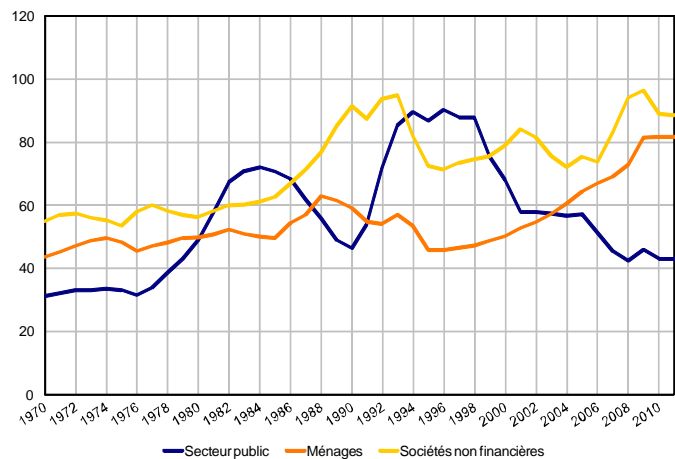


Quelles leçons tirer aujourd'hui de la crise des années 1990 en Suède ?

- La Suède a connu au début des années 1990 une grave crise avec faillites bancaires, recul important du PIB, envolée de la dette publique, perte du AAA et chômage en hausse inédite depuis les années 1930.
- Cette crise s'est inscrite dans un contexte de dérapage prix-salaires tout au long des années 1970 et 1980, corrigé par des dévaluations régulières. La dérégulation du crédit au cours des années 1980, mal maîtrisée, a conduit à un emballement du crédit et à une surchauffe. Déclenchée par le relèvement des taux d'intérêt au tournant des années 1990, la crise a d'abord été immobilière et bancaire, puis économique et monétaire.
- Face à cette crise, les autorités suédoises ont agi sur deux fronts. Outre un traitement immédiat de la crise bancaire et un pilotage macroéconomique destiné à restaurer les grands équilibres, la Suède a engagé un vaste ensemble de réformes structurelles couvrant la gouvernance des finances publiques, la libéralisation de l'économie, la réforme de l'État-providence (retraites, en particulier), mais aussi la réorientation du pays vers un modèle de croissance davantage assis sur les exportations.
- La Suède, qui a laissé le déficit se dégrader au plus fort de la crise, commence rapidement ses efforts de consolidation budgétaire, dès fin 1992, avant d'amplifier la réduction des déficits une fois la reprise engagée. Le choix de réformer d'un même élan un vaste ensemble de domaines a permis d'assurer la durabilité des effets positifs initiaux de la dépréciation du change et de l'essor du commerce mondial. Enfin, le mode d'élaboration et d'adoption des réformes a assuré leur appropriation par un ensemble large d'acteurs, facilitant leur caractère durable.
- Vingt ans après cette crise, la Suède présente des performances remarquables. S'il paraît difficile d'en faire un modèle, tant ont joué des facteurs non reproductibles comme la dépréciation initiale de la couronne (-23 % par rapport à l'ECU) ou l'essor du commerce mondial au même moment, l'expérience suédoise peut à tout le moins servir d'inspiration, notamment sur la méthode.

Ce document a été élaboré sous la responsabilité de la direction générale du Trésor et ne reflète pas nécessairement la position du ministère de l'Économie et des Finances et du Ministère du Commerce Extérieur.

Évolution des dettes publiques et privées en Suède, en % PIB



Source : Office suédois de la statistique.

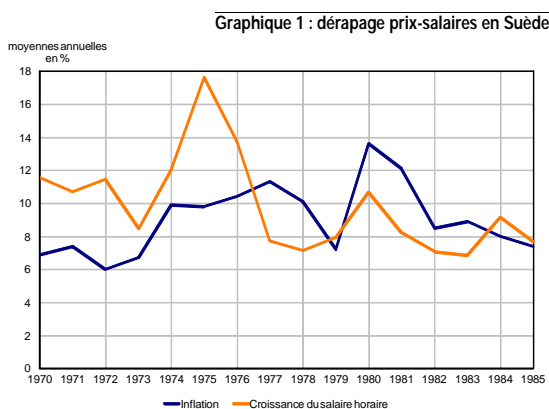
Loin de son image actuelle de pays prospère et vertueux, la Suède a connu au début des années 1990 une grave crise, avec faillites bancaires, recul impor-

tant du PIB, envolée de la dette publique, perte du AAA et chômage en hausse inédite depuis les années 1930.

1. La montée vers la crise du début des années 1990

1.1 Un dérapage prix-salaires corrigé par des dévaluations régulières

C'est en réalité dès les années 1970 que la Suède a commencé à accumuler les déséquilibres. Inflation proche et parfois supérieure à 10 %, boucle prix-salaires qui dérape (cf. graphique 1), progression des salaires horaires réels nettement plus rapide que les gains de productivité, dégradation tendancielle de la compétitivité, et recours à des dévaluations régulières pour compenser. La couronne suédoise sera dévaluée à six reprises dans les années 1970 et 1980, avec une dépréciation totale d'environ 60 % contre l'ECU en 16 ans, soit en moyenne -3 % par an.



1.2 Une dérégulation mal maîtrisée du crédit, alimentant la surchauffe

Le facteur principal de la surchauffe puis de la crise a toutefois été l'emballement du crédit.

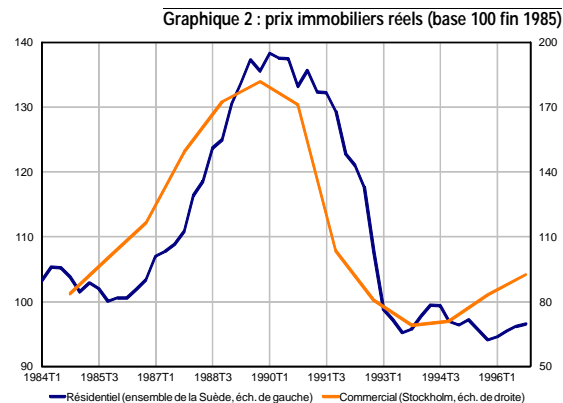
Dès les années 1970, un déséquilibre s'était installé, avec un coût de financement particulièrement faible. Certes, les taux d'intérêt nominaux étaient élevés, plus hauts même que dans la plupart des pays de l'OCDE. Mais le taux d'intérêt réel après impôts s'avérait négatif, d'une part à cause de l'importance de l'inflation, d'autre part et surtout parce que la moitié des intérêts d'emprunt était déductible de l'impôt sur le

revenu, créant une incitation fiscale considérable à l'endettement.

Pour autant, l'endettement des ménages était resté limité dans les années 1970, en raison du rationnement du crédit. Celui-ci était extrêmement régulé, avec un plafond de prêts, un encadrement des taux d'intérêt et des exigences en liquidités considérables pour les banques. Ainsi, le taux d'intérêt réel (négatif) n'était pas un prix de marché puisque l'offre et le prix étaient contraints.

La dérégulation très rapide du crédit au début des années 1980 vient changer brutalement la donne. Le plafond de taux d'intérêt sur les crédits est levé en mars 1985, le plafond de prêts en novembre 1985 et les limites de risque de change sont supprimées dès fin 1986. Cette libéralisation très rapide du cadre d'octroi des crédits engendre, dans un contexte où le coût pour l'emprunteur (taux d'intérêt réel après impôt) reste toujours négatif, un essor gigantesque du crédit. Entre 1986 et 1990, l'encours de crédit augmente de +136 % en Suède (+20 % par an).

Conséquence attendue de l'envolée du crédit, les actifs connaissent une inflation importante, qu'il s'agisse des cours boursiers, des biens immobiliers résidentiels, et surtout de l'immobilier commercial (cf. graphique 2).



2. La crise de 1991-1993

2.1 Une crise d'abord immobilière et bancaire, déclenchée par le relèvement des taux d'intérêt

Avec la chute du Mur de Berlin en octobre 1989 et la décision du gouvernement allemand d'assurer la parité Ostmark/D-Mark, qui amène la Bundesbank à resserrer sa politique monétaire, toutes les banques centrales européennes relèvent leurs propres taux afin de préserver la parité de leur monnaie. La Banque centrale suédoise (*Riksbanken*) ne fait pas excep-

tion. Alors qu'elle n'avait pas défendu le *peg*¹ dans les années 1970 et 1980 (cf. ci-dessus), et était même sortie du serpent monétaire européen en 1977, elle fait le choix, à partir de mai 1991, de rester ancrée à l'ECU à tout prix. Face à la multiplication des attaques spéculatives, la *Riksbank* ira même jusqu'à porter en septembre 1992 son taux directeur à 500 % durant quelques jours.

(1) L'arrimage à une autre devise (ou un ensemble de devises) par un taux fixe ou évolutif.

Dans le même temps, l'inflation baisse fortement, ce à quoi s'ajoute l'effet de la réforme fiscale « du siècle » (1990-1991), qui vient réduire la déductibilité des intérêts d'emprunts de 50 % à 30 % et rend l'épargne plus attractive. Au total, les taux d'intérêt réels après impôts augmentent fortement, passant d'environ -2 % à +4 %. Avec ce relèvement des taux d'intérêt, la bulle de valorisation des actifs financiers et immobiliers éclate, entraînant une crise bancaire. La qualité des portefeuilles de prêts des banques se dégrade rapidement et, même si le taux de prêts hypothécaires non performants restera limité tout au long de la crise, les faillites et difficultés des entreprises du secteur de la construction entraînent des pertes importantes pour les banques (estimées au total à près de 17 % des prêts, en cumulé sur 1990-1993), notamment sur le non-résidentiel.

2.2 De la crise immobilière et bancaire à la crise économique

Le premier impact de l'effondrement de la bulle immobilière (résidentielle comme commerciale) se ressent dans le secteur de la construction avec, au total, 100 000 destructions nettes d'emplois. L'ajustement se fait d'abord par le volume d'activité et l'augmentation du stock d'inventus, puis par les prix. Dans le résidentiel, la totalité de l'appréciation réelle des prix liée à la surchauffe (1986-1989) est effacée en deux ans (1991-1992).

Cet effondrement des prix immobiliers génère par ailleurs un effet richesse négatif sur la consommation des ménages, particulièrement marqué compte tenu du fait que, dans les pays nordiques, le crédit à la consommation est couramment adossé à la « valeur libre » (écart entre la valeur hypothécaire et la valeur de marché) du logement. On assiste, au final, à un déstockage des entreprises face aux perspectives très dégradées de demande. L'éclatement de la bulle entraîne ainsi une crise économique sans précédent

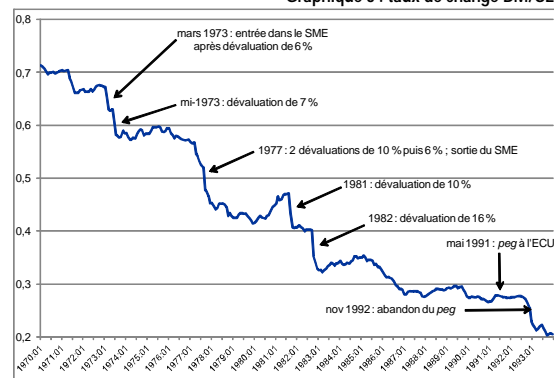
depuis les années 1930, *via* l'investissement immobilier et les stocks, puis la consommation et enfin l'investissement des entreprises.

La croissance du PIB passe de +3 % par an en moyenne avant la crise à -1,5 % durant 3 ans. Au total, le PIB recule de seulement -5 % en volume, mais les licenciements et faillites, d'abord dans la construction puis dans le commerce, entraînent une hausse spectaculaire du chômage (de 2 % en 1991 à 10 % en 1993). Au-delà de cette augmentation conjoncturelle considérable, on peut dire *a posteriori* que le taux de chômage structurel a augmenté durant cette période d'environ 3 points.

2.3 Une crise de change

Le 19 novembre 1992, soit dix ans après la dernière dévaluation en Suède, les attaques spéculatives ont raison du *peg* la couronne suédoise est mise en flottement, se dépréciant rapidement de -23 % contre l'ECU (et -26 % contre le DM, cf. graphique 3). Cet ajustement du change vient encore amplifier les pertes des banques, mal couvertes sur leur risque de change.

Graphique 3 : taux de change DM/SEK



Source : Risksbanken.

3. Les réponses immédiates à la crise

3.1 Le traitement de la crise bancaire

Le gouvernement suédois va fonder sa stratégie de traitement de la crise bancaire sur l'objectif de « sauver les banques, pas les actionnaires ».

Tout d'abord, il organise la stabilisation en mettant en place une garantie de tous les passifs bancaires (hors actions), de manière très rapide (annonce le jour même de la faillite de la banque *Gota Bank* le 9 septembre 1992, avec extension à toutes les banques deux semaines plus tard, le 24 septembre 1992) et massive (garantie totale et illimitée). Cette stratégie était crédible en Suède compte tenu du niveau limité de la dette publique dans ce pays à l'époque (55 % du PIB) et de la taille raisonnable du bilan consolidé du secteur bancaire (100 % du PIB).

Il accélère ensuite l'assainissement du secteur, en mettant en place, d'une part, une agence de résolution (*Bankstödsnämnd*), indépendante du ministère des

finances, de la Banque centrale et de l'autorité de supervision et, d'autre part, des *bad banks* (*Retriva* pour *Gota Bank*, *Securum* pour *Nordbanken*) permettant de sortir les actifs douteux du bilan des banques en difficulté.

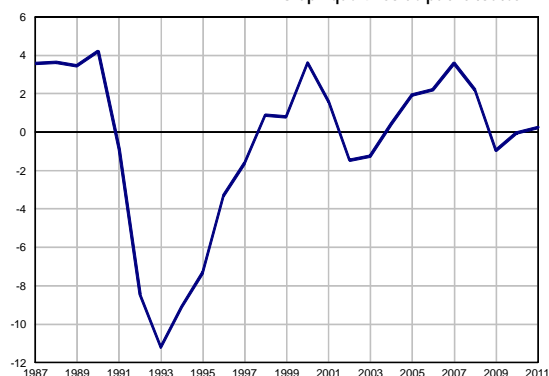
Enfin, les autorités réorganisent le secteur, en faisant émerger l'acteur nordique *Nordea*, par fusion des nouvelles banques assainies *Nordbanken* et *Gota Bank*, ultérieurement fusionnées avec d'autres banques finlandaise (*Merita Bank*), danoise (*Unidanmark*) et norvégienne (*Christiania Bank*).

Le coût initial brut pour le contribuable de cette crise bancaire est estimé entre 3,5 et 4,5 % PIB, hors garanties non décaissées. Le coût net, une fois défalquées les recettes tirées de la liquidation des actifs concernés, a été ramené à 1,5 % PIB dès 1997 et estimé nul ou quasi-nul aujourd'hui.

3.2 Le pilotage macroéconomique

Les autorités décident, dans un premier temps, de laisser jouer les stabilisateurs automatiques à plein. Les recettes de l'État chutent avec le recul de l'activité, tandis que les dépenses (notamment sociales) augmentent rapidement. L'excédent budgétaire des années de surchauffe laisse ainsi place à un déficit qui culmine à 11 % du PIB en 1993 (cf. graphique 4).

Graphique 4 : solde public toutes APU

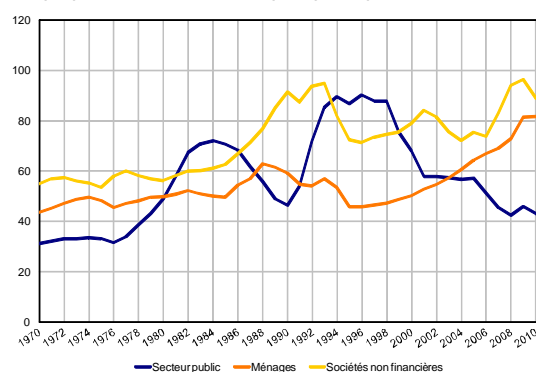


Source : SCB.

Toutefois, rapidement la Suède engage une stratégie de consolidation avec, à l'automne 1992 puis en 1993, deux « paquets de crise » visant à la fois à réduire le déficit (consolidation à hauteur de 1,3 % du PIB *via* une baisse des dépenses de transfert, notamment maladie et chômage, et une hausse des recettes) mais aussi à renforcer la compétitivité des entreprises (baisse des cotisations sociales). Une fois la croissance revenue, les autorités adoptent un programme plus lourd de consolidation, à hauteur de 8 % de PIB sur 1994-1998, dont la moitié en dépenses (nouvelles réductions sur les indemnités-maladies, coupes dans les budgets des agences gouvernementales) et l'autre moitié en augmentation

des cotisations sociales et des impôts. Au total, cette consolidation a permis à la Suède de retrouver rapidement une maîtrise de sa dette publique, avec une stabilisation dès 1996, et une décreue dès 1998 (cf. graphique 5).

Graphique 5 : évolution des dettes publiques et privées en Suède, en % PIB



Source : Office suédois de la statistique.

Par ailleurs, s'agissant de l'inflation, la Suède adopte dès janvier 1993 une politique d'*inflation targeting*, avec un objectif (souple) d'inflation autour de 2 % (corridor entre 1 % et 3 %, avec effet en 1995) et la Banque centrale est rendue indépendante en 1999. C'est un changement considérable dans le cadre macroéconomique suédois par rapport à la situation précédente.

Enfin, point important dans la trajectoire de rétablissement de l'économie suédoise, le flottement de la couronne donne un coup de fouet aux exportations, dans un contexte par ailleurs porté par l'accélération du commerce mondial au cours de la décennie 1990. Le retour de la croissance suédoise, dès la fin de 1993, sera ainsi en grande partie assis sur la contribution des exportations.

4. Les réponses structurelles à la crise

Au-delà des réponses immédiates, finalement assez classiques et communes à de nombreuses crises, ce sont les réponses structurelles qui frappent le plus dans la sortie de crise de la Suède, et plus particulièrement le fait que ces réponses ont bénéficié d'une approche d'ensemble et suivie dans le temps². Quatre volets méritent d'être plus particulièrement mentionnés.

4.1 Le raffermissement de la gouvernance des finances publiques

Ce premier volet s'est traduit notamment par l'introduction d'un mécanisme de plafonnement *ex ante* du montant des dépenses de l'État sur trois ans et par l'instauration d'un objectif d'excédent des finances

publiques à hauteur de 1 % du PIB sur la durée du cycle (voir encadré n°1).

4.2 La libéralisation de l'économie

Au-delà de l'ouverture à la concurrence des grands services collectifs³, qui s'est inscrit dans un mouvement général en Europe, il faut citer la libéralisation de pans importants du secteur social et éducatif, avec la libéralisation des maisons de retraite (1991), des subventions aux centres de garde d'enfants à but lucratif (1991), des écoles maternelles (1992), des agences pour l'emploi (1992), des subventions aux écoles privées (1997). Ces mesures ont pour certaines conduit à des économies budgétaires et dans l'ensemble elles ont contribué à accroître la

(2) Les réformes présentées ici ont bénéficié d'une très grande continuité de mise en œuvre, en dépit des alternances politiques depuis vingt ans, la Suède ayant connu successivement un gouvernement de centre droit (1991-1994), puis de centre gauche (1994-2006), puis à nouveau de centre droit (depuis 2006).

(3) Trafic aérien intérieur (1^{er} juillet 1992), postes (1^{er} janvier 1993), télécoms (1^{er} juillet 1993), électricité (1^{er} janvier 1996), fret ferroviaire (1996). Le marché des taxis avait été libéralisé le 1^{er} juillet 1990.

productivité globale des facteurs (PGF) et donc la croissance potentielle.

Cette vague de libéralisation a d'ailleurs été poursuivie par la suite, avec notamment l'ouverture à la concurren-

ce du marché des pharmacies (1^{er} juillet 2009) et celle des contrôles techniques automobiles (1^{er} juillet 2010).

Encadré 1 : le cadre budgétaire en Suède

La Suède avait avant 1996 une gouvernance des finances publiques extrêmement relâchée, tant s'agissant des principes budgétaires, avec beaucoup de cas de débudgetisation, ou de crédits évaluatifs, ou encore l'absence d'un principe de non-contraction entre recettes et dépenses, qu'en termes de procédures budgétaires, avec des présentations de textes au Parlement étalées sur plusieurs mois sans vision d'ensemble, et un examen par les différentes commissions sans véritable coordination.

En 1996, la Suède a adopté une loi sur le budget, analogue à la LOLF française, fixant des principes budgétaires plus stricts (rebudgetisations, principe de non-contraction, suppression des dépenses évaluatives, baisse du nombre de chapitres de 1000 à 500), et durcissant les procédures d'examen avec un rôle central de la Commission des Finances et un vote « *top-down* » des crédits, en fixant d'abord le plafond global des dépenses, puis le plafond par « secteur » (27 « secteurs », équivalent des « missions » françaises), enfin la répartition finale des crédits au sein de ces plafonds par secteur.

Trois éléments sont particulièrement notables :

- Le plafonnement des dépenses de l'État trois ans à l'avance : concrètement, le PLF de l'année N+1 fixe le plafond global pour l'année N+3, et ne revient en principe pas sur les plafonds N+1 et N+2 (en particulier, il n'y a pas de réévaluation des plafonds globaux, même si l'inflation ou l'évolution du taux de change sont défavorables). Il propose de plus une prévision souple de plafond pour chacun des 27 secteurs, tout en assurant une « réserve de budgétisation »;
- L'objectif d'excédent de 1 % sur la durée du cycle : la cible était en fait de 2 % du PIB sur la durée du cycle entre 2000 et 2007, mais a été ramenée à 1 % du PIB suite à la décision d'Eurostat d'exclure du secteur public le volet capitalisation du système de retraite, structurellement excédentaire. La définition du « cycle économique » n'étant pas précisée, le gouvernement suit en pratique une moyenne glissante sur 7 ans du solde des finances publiques (2009-2015 pour l'année 2012 par exemple), hors éléments non récurrents. Cet objectif d'excédent constitue une orientation générale de finances publiques ;
- L'autonomie des opérateurs de l'État : les opérateurs de l'État, qui en Suède regroupent 95 % des personnels, bénéficient d'une dotation globale annuelle et d'une totale autonomie de gestion, y compris sur les recrutements et les salaires. Il n'y pas de statut ni de grille salariale (à noter que la même situation prévaut pour les collectivités locales, et notamment pour les enseignants, qui sont recrutés, gérés et payés par les communes).

4.3 La réforme de la protection sociale

Outre un effort de stabilisation de la part des dépenses de santé dans le PIB (déremboursements, instauration de tickets modérateurs efficaces, médecine préventive), c'est surtout la réforme des retraites qui marque l'ajustement de l'État-providence suédois suite à la crise des années 1990.

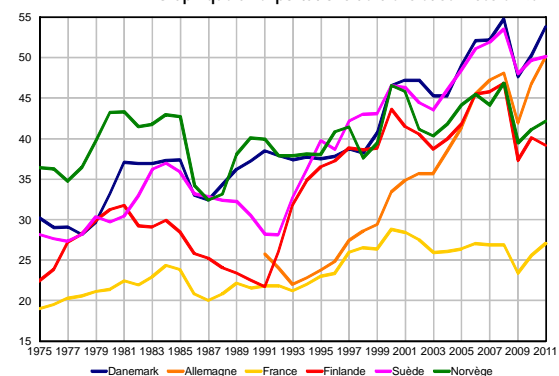
Entrée en vigueur en 1998, après un travail de réflexion engagé dès 1991 et échelonné sur trois législatures, cette réforme a en effet refondu complètement le régime de retraite de base, avec le remplacement du régime préexistant, à prestations définies, par un régime à cotisations définies composé d'un volet par répartition en comptes notionnels (86 %) et un volet par capitalisation (14 %). Tout actif peut partir à n'importe quel âge à partir de 61 ans, mais le calcul de la pension, qui prend en compte toute la carrière, incite fortement au report du départ puisqu'il est inversement proportionnel à l'espérance de vie en retraite. À partir de 67 ans, l'employeur peut mettre unilatéralement fin au contrat de travail.

Cette réforme a été complétée en 2001 avec l'introduction d'un mécanisme d'équilibrage automatique, assurant que l'indexation des pensions, mais aussi celle des cotisations cumulées, est affectée d'un facteur reflétant l'équilibre financier du régime. Ce facteur peut conduire à ce que les pensions baissent en termes nominaux, ce qui est effectivement arrivé (en 2010 et 2011).

4.4 La réorientation du modèle de croissance

Là où, historiquement, la croissance suédoise reposait avant tout sur la consommation, c'est désormais un modèle plus équilibré entre consommation, investissement et exportations que la Suède a bâti. En particulier, la part des exportations dans le PIB a fortement crû, passant de 33 % en 1993 à 47 % dès 2000 et 50 % aujourd'hui (cf. graphique 6).

Graphique 6 : exportations de biens et services en % PIB



Source : Eurostat.

Cette évolution n'est pas le fruit du hasard. Elle reflète, certes, la dépréciation initiale de la couronne, fin 1992 et l'essor du commerce international dans les années 1990, ainsi que le développement des technologies de l'information et de la communication (TIC) (cf. Ericsson). Mais elle tient surtout à l'effort que la Suède a déployé en mettant en oeuvre une stratégie en faveur des exportations. Elle a ainsi su tirer profit du contexte favorable, contrairement aux années 1970 et

1980 où ses exportations étaient entravées par une compétitivité dégradée.

L'accord de 1997 sur la négociation collective fournit un bon exemple de cette attention portée, tant par les autorités que par les acteurs privés suédois, aux intérêts de l'appareil exportateur. Cet accord prévoit ainsi

que le secteur le plus directement confronté à la concurrence internationale doit engager et achever le premier les négociations salariales, fixant ainsi une évolution de référence pour les autres. Cet accord, dénoncé depuis, a néanmoins vu sa philosophie préservée au fil des ans.

5. Quels enseignements tirer de la crise suédoise ?

Vingt ans après la crise, la Suède présente, plus encore que les autres pays nordiques, des performances remarquables (cf. tableau 1 et graphique 7),

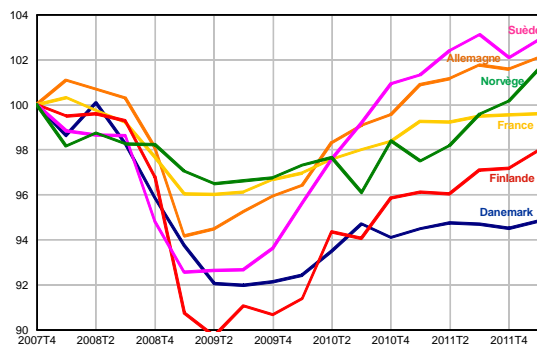
qui amènent à s'interroger sur son utilisation comme référence pour faciliter la sortie de crise d'autres pays.

Tableau 1 : données de base sur les pays nordiques

	Danemark	Finlande	Norvège	Suède	FR	DE	UE-27	ZE-17
PIB (2011, en Mds€)	240	192	348	387	1 988	2 571	12 642	9 425
Population (2011, Mhab.)	5,6	5,4	4,9	9,4	65,1	81,8	502,5	332,0
PIB/hab. (en €)	42 857	35 556	71 020	41 170	30 538	31 430	25 158	28 389
Exports/PIB (2011)	53,8 %	39,1 %	42,1 %	50,0 %	26,9 %	50,1 %	43,4 %	43,7 %
Solde public (2011, % PIB)	-1,8	-0,5	13,6	0,3	-5,2	-1,0	-4,5	-4,1
Dette publique (2011, % PIB)	46,5	48,6	29,0	38,4	85,8	81,2	82,5	87,2
Balance courante (2011, % PIB)	6,5	-0,7	-	7,2	-2,2	5,7	-	-
R&D (2009, % PIB)	3,1	3,9	1,8	3,6	2,3	2,8	2,0	2,1
Chômage (2011, % pop. active)	7,6	7,8	3,3	7,5	9,7	5,9	9,7	10,2
Taux d'emploi des femmes de 20-64 ans (2011)	72,4	71,9	77,1	77,2	64,6	71,1	62,3	61,9
Taux d'emploi des seniors de 55-64 ans (2011)	59,5	57,0	69,6	72,3	41,4	59,9	47,4	47,1

Source : Eurostat.

Graphique 7 : évolution du PIB depuis le 4^{ème} trimestre 2007



Source : Eurostat.

5.1 L'expérience suédoise ne constitue probablement pas un « modèle » généralisable, compte tenu des effets de la dépréciation initiale de la couronne et du contexte particulier d'essor du commerce international

De fait, ces deux facteurs, qui ne sont pas reproductible aujourd'hui pour les pays de la zone euro confrontés à la crise de la dette souveraine, ont joué un rôle important dans le rétablissement de l'économie suédoise au cours des années 1990 (voir encadré 2 sur l'effet de la dépréciation de la couronne).

5.2 Mais l'exemple suédois peut servir d'inspiration, notamment sur la méthode :

- Une consolidation budgétaire rapidement engagée et amplifiée une fois la reprise amorcée

Dès 1992-1993, de premières mesures de consolidation ont été adoptées, mais l'essentiel de la consolidation a été réalisée entre 1994 et 1996, soit après la crise proprement dite. Le programme de consolidation, qui était massif (8 points de PIB), a alors été essentiellement « frontloadé » (mise en œuvre de la plupart des mesures sur 1994-1996, pour un programme qui devait s'échelonner jusqu'en 1998).

- Une stratégie de réformes vastes assurant l'évolution durable du modèle de croissance

Au-delà des réponses immédiates à la crise (traitement de la crise bancaire, restauration des équilibres macroéconomiques), ce qui frappe dans l'expérience suédoise est l'ampleur des réformes qui ont été menées : libéralisation de nombreux secteurs, refonte du système de retraite, réorganisation et décentralisation de la négociation collective, réforme du pilotage budgétaire et monétaire... L'ensemble a permis de mettre fin à la période précédente marquée par une inflation élevée, une dépense publique en expansion, et des dévaluations chroniques et de laisser la place à un tout autre modèle mettant l'accent sur l'exportation, la maîtrise de l'inflation, la recherche d'excédents budgétaires. La Suède s'est ainsi donné les

Annexe

Bibliographie :

Blöndal, Jón R. (2001), « La procédure budgétaire en Suède », OCDE.

Calmfors, Lars (2012), "Sweden - from Macroeconomic Failure to Macroeconomic Success", *Preliminary draft for Confindustria*.

Englund, Peter (1999), "The Swedish Banking Crisis: Roots and Consequences", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 15, No.3.

Englund, Peter and Vihriälä, Vesa (2009), "Financial Crisis in Finland and Sweden: Similar but not quite the same", in: *The Great Financial Crisis in Finland and Sweden*, Edward Elgar.

Henriksson, Jens (2007), "Ten Lessons About Budget Consolidation", *Bruegel Essay and Lecture Series*.

Honkapohja, Seppo (2009), "The 1990's Financial Crises in Nordic Countries", Bank of Finland Research, *Discussion Papers* 5.

Jonung, Lars (2009), "The Swedish Model for Resolving the Banking Crisis of 1991-93. Seven Reasons why it was successful", European Commission, *Economic Papers* 360, February.

Kiander Jaakko and Vartia Pentti (2011), "Lessons from the Crisis in Finland and Sweden in the 1990s", *Empirica*.

Roxburgh Charles, Lund Susan, Daruvala Toos, James Manyika James, Dobbs Richard, Forn Ramon, Croxson Karen (2012), "Debt and Deleveraging: Uneven Progress on the Path to Growth", McKinsey Global Institute.

Palme, Joakim (2001), "Hur blev den stora kompromissen möjlig?", *Pensionsforum*.

Éditeur :

Ministère de l'Économie
et des Finances et Ministère du
Commerce Extérieur

Direction générale du Trésor
139, rue de Bercy
75575 Paris CEDEX 12

Directeur de la Publication :

Claire Waysand

Rédacteur en chef :

Jean-Philippe Vincent
(01 44 87 18 51)
tresor-eco@dgtresor.gouv.fr

Mise en page :

Maryse Dos Santos
ISSN 1777-8050

Derniers numéros parus

■ Juillet 2012

n°104. La situation économique mondiale à l'été 2012 : un redémarrage fragile
Sylvail Baillhache, Pierre Lissot

Juin 2012

n°103. La mondialisation financière affecte-t-elle le processus d'ajustement extérieur des
économies ?
Arthur Sode, Leonardo Pupperto

Mai 2012

n°102. Le financement de l'innovation par Oséo
Doryanne Huber, Benoit Masquin
n°101. L'or est-il encore une valeur refuge ?
Violaine Faubert

Avril 2012

n°100. Impact du séisme au Japon sur l'économie mondiale
Raul Sampognaro, Michaël Sicsic

<http://www.tresor.economie.gouv.fr/tresor-eco>