

Espagne, la potion amère allemande

Damien Loison [1]

07 Juin 2012

Résumé

1. L'économie espagnole a au moins deux problèmes : la compétitivité de son économie d'une part, et la dette non productive et ses effets sur ses banques d'autre part.
2. Les espagnols doivent perdre au moins 20% de leur pouvoir d'achat. Ceci doit être fait par une dévaluation interne.

Comptes courants et dette

Nous allons reprendre le raisonnement et les arguments développés précédemment [2] et [3] pour l'Espagne. Dans toutes les figures nous comparerons l'Espagne à la Grèce qui est sûrement le pays en Europe dont la situation est la plus critique.

Commençons par regarder la balance des paiements de l'Espagne (exportation – importations + transferts d'argent [4]) dans la Figure 1. L'Espagne a une balance déficitaire à partir du lancement de l'Euro en janvier 1999. Si on cumule les déficits espagnols de 1999 à 2011 on arrive à la rondelette somme d'environ 60% du PIB. Cela veut dire que pendant toutes ces années, l'Espagne a emprunté à l'étranger 60% de son PIB pour payer ses importations [5]. Par comparaison la Grèce a accumulé un passif de 120% de son PIB, donc cela pourrait être pire...

L'Espagne n'est pas la Grèce mais faire 60% du PIB de dettes dans une monnaie « étrangère », l'Euro, dont l'Etat espagnol ne contrôle pas la production est très dangereux. En effet le meilleur moyen de rembourser une dette à l'extérieure ... est de ne pas la rembourser. Le plus simple est de faire de l'inflation, c'est-à-dire de créer plus de monnaie que de richesses. Ainsi vous remboursez vos dettes en monnaie dévaluée, en langage populaire en « monnaie de singe », vos créiteurs étant assimilés à l'animal. Ce n'est que justice : pourquoi vous ont-ils prêtés en premier lieu ? Méthode employée par quasiment tout les pays occidentaux après la deuxième guerre mondiale et en préparation à l'heure actuelle aux USA et au Royaume Unis

Remarquons que l'on parle pour l'instant de dettes de l'Espagne dans son ensemble, public et privé. Nous allons voir l'importance ou pas de cette distinction plus loin.

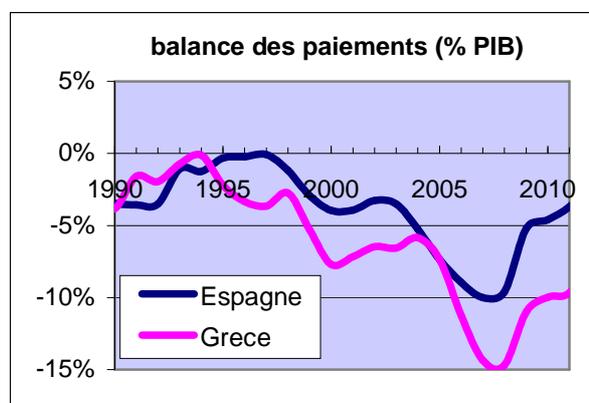


Figure 1: Balance des paiements de l'Espagne et de la Grèce en pourcentage du PIB [6]. A partir de 1998-1999 et du lancement de l'Euro, l'Espagne a besoin de faire des dettes pour payer ses achats à l'étranger.

La compétitivité perdue de l'économie espagnole

Dans la Figure 1 nous observons que la balance des paiements devient déficitaire à partir du lancement de l'Euro en janvier 1999. Ce n'est pas une coïncidence. En effet la parité avec les autres monnaies dans l'Euro a été fixée (trop haut) une fois pour toute, et la parité avec les autres pays extérieurs à la zone euro va varier suivant la situation de l'ensemble des pays de l'Euro. Juste après l'introduction de l'Euro, l'Allemagne a fait baisser ses coûts salariaux et l'Espagne a continué de les augmenter. Le résultat est que l'Espagne à l'heure actuelle a une « monnaie » trop élevée par rapport à ses partenaires européens et au reste du monde, tandis que l'Allemagne a une « monnaie » sous-évaluée [3]. Par exemple dans les Figure 2, Figure 3, et Figure 4 nous montrons le coût du travail et l'inflation par rapport à l'Allemagne, de l'Espagne et de la Grèce. Notons qu'au

début de la crise en 2007, le coût du travail était supérieur en Espagne et en Grèce par rapport à l'Allemagne. Concernant la période 2007-2012, nous avons des informations indiquant que le coût aurait baissé en Espagne de 9% mais seulement de 1% en Allemagne, donc le différentiel entre l'Allemagne et l'Espagne, et en le comparant avec 1998, ne serait plus que d'environ 30% au lieu de 37% en 2007. Dans tous les cas de figure, la perte de compétitivité de l'Espagne a été marquée, ce qui s'est traduit par une balance commerciale et une balance des paiements déficitaires (Figure 1).

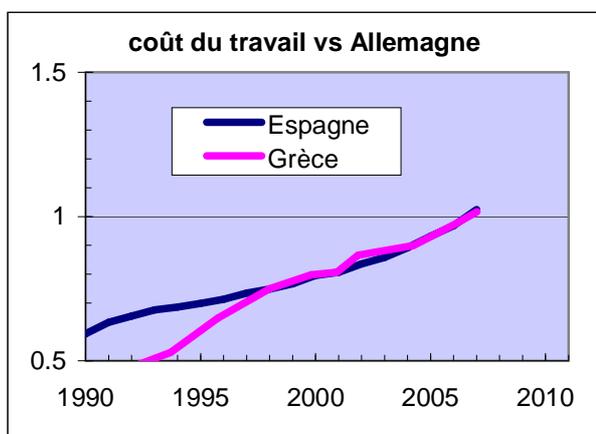


Figure 2: Coût unitaire du travail en Grèce et en Espagne comparé à l'Allemagne [7]. En 2007 les deux pays ont un coût du travail supérieure à celui de l'Allemagne.

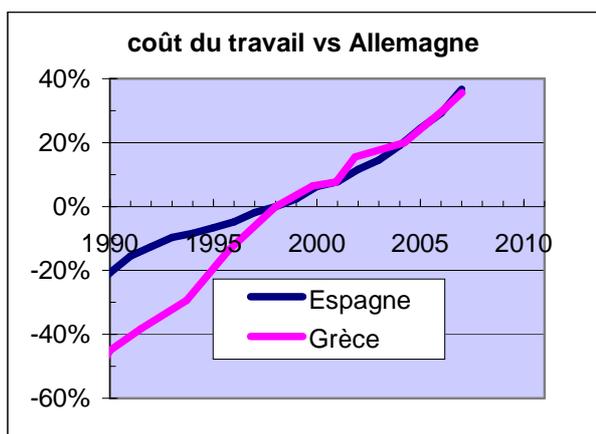


Figure 3: Pourcentage d'augmentation du coût du travail de la Grèce et de l'Espagne comparé à celui de l'Allemagne. 1998: année de référence où l'Allemagne a commencé à réduire ses coûts salariaux.

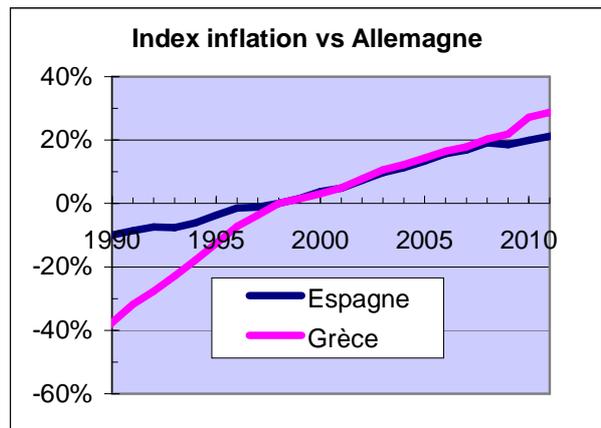


Figure 4: Inflation de la Grèce et de l'Espagne comparé à l'Allemagne [8]. 1998: année de référence où l'Allemagne a commencé à réduire ses coûts salariaux. Un peu moins d'inflation en Espagne qu'en Grèce.

Regardons maintenant l'évolution du chômage (Figure 5).

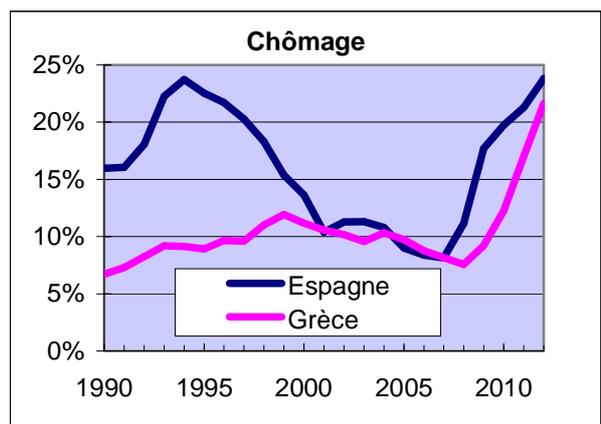


Figure 5: Chômage en Grèce et en Espagne [8]. Dans les deux cas le chômage ne va pas baisser dans les prochaines années si la compétitivité de l'économie n'est pas rétablie

Dans un premier temps, jusqu'en 2000, le chômage va baisser à cause de l'intégration européenne tandis que la monnaie n'est pas trop surévaluée et n'handicape pas encore trop son économie.

Dans un deuxième temps, entre 2000 et 2007, la non compétitivité de l'économie devrait réduire la croissance de l'Espagne et augmenter le chômage. Mais le chômage a continué à baisser et le PIB à augmenter (Figure 6). Cela était dû à l'explosion de crédit durant cette période comme nous allons le voir dans la suite de l'article.

Dans un troisième temps, après 2008, l'offre de crédit s'est tarie et le chômage a retrouvé son taux d'il y a 20 ans, c'est à dire aux alentours de 20% avec un chômage des jeunes aux alentours de 40% !

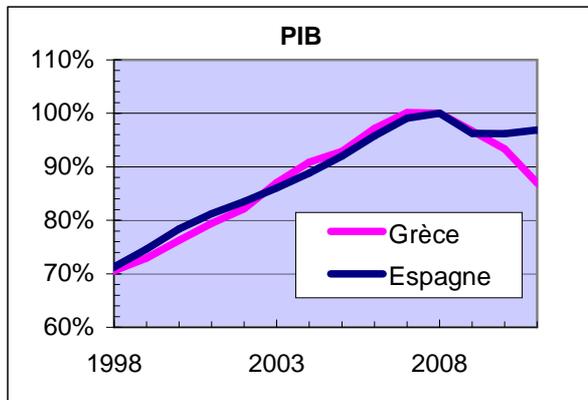


Figure 6: PIB de la Grèce et de l'Espagne [8]. 2008: année de référence = 100%.

Crédits et Dettes espagnoles

La raison de la « bonne » tenue de l'économie espagnole en 2000-2008 est que l'Espagne dans son ensemble s'est gavée de crédit comme le montre la Figure 7 et la Figure 8. Il y a eu bien évidemment une bulle immobilière qui est responsable presque 50% du total des dettes en 2007 (75% pour les ménages). Mais cette bulle n'était pas limitée à l'immobilier. Toute l'Espagne a consommé sans modération les crédits créés par les organismes financiers.

Est-ce que cet accroissement de la dette totale de 160% du PIB à 360% (Figure 8) est une mauvaise chose ? Réponse : pensez-vous qu'investir dans une maison est quelque chose de productif pour le pays ? Si votre réponse est oui, vous êtes soit un propriétaire, soit un futur propriétaire, ou alors un politicien. Dans ce dernier cas, vous allez peut-être améliorer la qualité de vie de vos électeurs mais cela va s'arrêter là. Pour votre carrière c'est peut être le plus productif des investissements, pour le pays c'est moins sûr...

Pour résumer, la croissance du PIB de 3,5% par an entre 2000 et 2008 était due à la croissance de la consommation, et non pas une « saine » croissance tirée par des investissements productifs. Maintenant il est l'heure de payer et l'Espagne s'aperçoit que les débiteurs ne pourront pas faire face à leurs échéances.

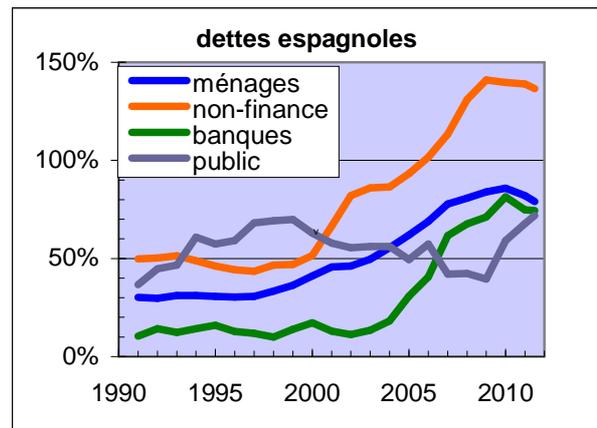


Figure 7: dettes de l'Espagne en fonction du PIB [10]. À partir de 2000 et jusqu'à la crise de 2008, l'industrie et les services non-financiers ont multiplié leurs dettes par 3 et les ménages par 2. La dette des organismes financiers n'augmente qu'à partir de 2005 mais est multiplié par 5 en l'espace de 5 ans !

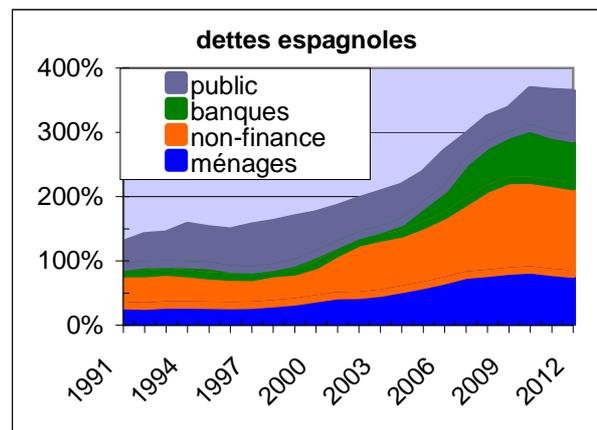


Figure 8: dettes de l'Espagne en fonction du PIB [10]. La dette totale de l'Espagne est passée de 160% du PIB en 1998 à 360% en 2012.

Ceci est problématique en soi mais encore plus parce que les banques rentrent dans le processus. En effet ce sont elles qui ont créé les crédits nécessaires à cette bulle. Par exemple, si les créanciers ne payent leur emprunts sur leur maison, les banques vont être obligées d'intégrer ces maisons au prix actuel dans leurs bilans. Dans ce cas, une bonne partie des banques ont un risque très élevé de faire faillite. Dans la théorie libérale c'est une bonne chose : les plus aptes survivent. Cependant plus aucun politicien n'est prêt à laisser une banque faire faillite sans un minimum (maximum !) de supervision étatique après l'expérience malheureuse de l'administration républicaine de la fin des années 20

aux USA En effet un défaut d'une banque va se répercuter sur les autres banques et sur les prêts accordés aux entreprises. Dans le processus dynamique qui se met en place, des industries tout à fait viables vont être détruites. Le résultat peut être catastrophique. Donc l'Etat arrive à la rescousse, l'exemple le plus clair étant les USA après la faillite de Lehman Brothers en 2008-2010 [11].

L'Etat espagnol doit donc renflouer ses banques. On a d'abord parlé de 40 milliard d'euros, c'est-à-dire 5% du PIB. C'est une aimable plaisanterie. Avec une dette privée de l'ordre de 200% du PIB (Figure 8), croire qu'un pansement à 5% est suffisant relève de la méthode Coué. A la louche cela sera plutôt de l'ordre d'un quart des crédits, c'est-à-dire 50% du PIB, i.e. 300 milliards d'euros. La dette actuelle de l'Etat est d'environ 70%. Celle-ci passerait à aux alentours de 120%. Avec les taux d'intérêts actuels à plus de 6%, c'est le naufrage assuré. En effet même avec un taux de croissance de 3.5% comme durant la dernière décennie, la dette augmenterait ! Donc la seule solution est de demander l'aide de l'Europe du Nord à travers la BCE.

Conclusions

Résumons la situation. L'économie espagnole a au minimum deux problèmes : la compétitivité et les crédits non remboursables. L'Espagne a quand même un énorme avantage : son économie est trop importante pour qu'on la laisse tomber.

Commençons par l'avantage de l'Espagne par rapport à la Grèce. L'économie de l'Espagne pèse 7% du PIB de la zone Euro, la Grèce moins de 2%. De plus la France et l'Allemagne sont exposées à la dette espagnole pour 5% de leur PIB respectif, et le marché espagnol pèse pour 10% dans le commerce de la France. Donc la France et l'Allemagne auront plutôt tendance à trouver une solution qui ne soit pas trop dure pour l'économie espagnole. Cependant l'Espagne n'est pas l'Italie où les deux pays sont presque deux fois plus exposés.

Pour la compétitivité, et contrairement à la Grèce, la dévaluation interne est la meilleure des solutions avec une baisse des salaires et des prix. Les espagnols et français poussent bien évidemment les allemands à réévaluer leurs salaires. Cela sera toujours ça de moins à dévaluer pour l'Espagne ou la France. Cependant les allemands ne se sont pas serrés la ceinture pendant 10 ans pour perdre tout leur avantage compétitif d'un seul coup et ils se font donc tirer l'oreille [3]. Dans tous les cas les espagnols doivent récupérer au minimum

30% sur l'Allemagne, et même si les allemands réévaluent de 10%, il restera 20% à dévaluer.

Le problème de la dette globale trop élevée n'est pas le propre de l'Espagne et est partagé par tous les pays développés. Par exemple la dette globale du pays rapporté à son PIB est de 360% pour l'Espagne, 320% pour la France, et 290% pour l'Allemagne [13]. Cependant l'Espagne a peut être plus de crédit non productifs et déliquescents à cause de sa bulle immobilière récente. Le problème immédiat de l'Espagne est l'influence de ces dettes sur les banques espagnoles. Malheureusement pour eux, vu les taux actuels, les espagnols sont obligés de passer sous les fourches caudines des allemands. Et ceux-ci sont en train d'essayer de créer une Europe qui leur soit le plus favorable. La potion allemande va être amère...

Bibliographie

- [1] Trader d'obligations de gouvernements européens dans une « grande » banque d'investissement
- [2] *Grèce et Portugal : dévaluation interne ou externe à l'aune de l'histoire de l'Argentine*, 01 Juin 2012, <http://www.damienloison.com/finance/blog/grece.pdf>
- [3] « La responsabilité allemande dans la crise de l'Euro », 25 janvier 2012, <http://www.damienloison.com/finance/blog/LaDette1c.pdf>,
- [4] Balance des paiements, définition, http://fr.wikipedia.org/wiki/Balance_courante. La balance des paiements ou balance des comptes courants est l'addition de la balance commerciale et des transferts d'argent. Dans les cas grec et espagnol nous allons parler indifféremment des balances commerciales (exportation-importations) ou des paiements courants bien que ce ne soit pas rigoureusement les mêmes, mais les conclusions sont similaires.
- [5] Il faut faire attention au fait que le PIB n'est pas constant et que l'Espagne doit payer des intérêts.
- [6] International Monetary Fund <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>
- [7] Unit labor costs in the euro zone: The competitiveness debate again. J. Felipe et U, Kumar. Levy Economics Institute, Working paper 651. http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_651.pdf. Aussi, Marga Peeters and Ard Den Reijer, On wage formation, wage exibility and wage coordination : A focus on the nominal wage impact of

productivity in Germany, Greece, Ireland, Portugal, Spain and the United States, http://mpa.ub.uni-muenchen.de/35750/4/MPRA_paper_35750.pdf

- [8] Fond Monétaire International, <http://www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=28>
- [9] Private indebttness, ministère de l'économie espagnole, http://www.thespanisheconomy.com/SiteCollection/Documents/en-gb/Financial%20Sector/111220_Private_debt.pdf
- [10] McKinsey, http://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/dotcom/Insights%20and%20pubs/MGI/Research/Financial%20Markets/Debt%20and%20Deleveraging%20-%20Uneven%20path%20to%20growth/MGI_Debt_and_deleveraging_Uneven_progress_to_growth_Report.ashx
- [11] Le cas de l'Islande est un contre exemple car ils ont laissé leurs banques faire faillite. Mais c'est un petit pays et de toute manière ils n'avaient pas le choix car le total des pertes équivalait à plusieurs fois leur PIB. Evidement l'Islande ne pourra plus avoir une banque internationale pendant un certain temps, mais est-ce une mauvaise chose ?
- [12] http://graphics.thomsonreuters.com/12/05/EZ_BNKMP0512_SB.html
- [13] <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10403-total-debt-to-gdp.html#axzz1x3J4dNpw>