

Par Yves Zlotowski - Achevé de rédiger le 18 juin 2012

Sauver les banques espagnoles, est-ce sauver l'Espagne ?

L'Espagne n'est pas la Grèce : la crise qui frappe la quatrième économie de l'Union monétaire est le résultat d'un surendettement privé et non public. Dès lors, l'austérité ne peut être la solution car elle déprime encore davantage la demande interne, actuellement contrainte par le désendettement des entreprises et des ménages. Cette crise est bien liée à l'éclatement de la bulle immobilière. Toutefois, comme le montre l'expérience de paiement Coface, l'insolvabilité ne touche pas uniquement le secteur de la construction. Nous enregistrons une sensible hausse des impayés dans l'agroalimentaire, le matériel électrique, la distribution et le textile. Le cœur du problème se situe dans les banques qui héritent des très lourdes dettes du secteur privé. Tous les regards se portent sur la facture de la réforme bancaire, qui sera sans nul doute élevée. Or, c'est la création d'une structure de défaillance et la restructuration de la dette privée qui constituent les deux étapes les plus indispensables. Cette approche radicale laisse espérer un peu de croissance, certes a priori très inférieure à celle enregistrée durant les belles années de la *Movida*. Elle seule permettra d'enrayer la spirale déflationniste dans laquelle l'Espagne est dangereusement entraînée.

Après la Grèce, la détérioration rapide de l'économie espagnole est devenue le nouveau défi que doit affronter l'Union monétaire. Mais l'Espagne n'est pas la Grèce : l'Etat collecte assez correctement l'impôt et ses gouvernements successifs peuvent afficher d'honorables performances en matière de conduite des politiques budgétaires et de réduction de la dette publique. Certes, la gestion des finances des gouvernements locaux s'est détériorée, leur dette a doublé depuis 2007 : leur déficit représentera la moitié du déficit public en 2012 et leur dette probablement 20% de la dette publique. Mais rappelons que la dette brute de l'Etat plafonnera à 79% du PIB en 2012, et restera inférieure de 11 points de PIB à la moyenne de la zone euro.

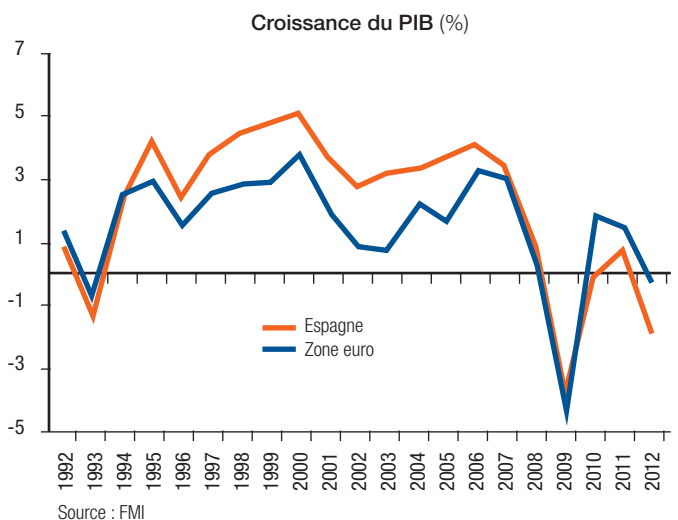
Il est toutefois bien clair que la solvabilité de l'Etat se détériore et d'ailleurs, les *spreads* sur les obligations souveraines espagnoles atteignent des niveaux alarmants à la mi-juin 2012. Mais une austérité trop sévère, via l'impact sur une demande interne très éprouvée, ne résoudra pas la crise espagnole. Les finances publiques héritent de deux fardeaux étroitement liés : la détérioration de la qualité des portefeuilles bancaires et le surendettement des acteurs privés.

Entreprises et ménages – et par ricochet les banques – sont englués dans un surendettement manifeste. La maladie espagnole est sérieuse mais n'est pas mortelle. On défend ici l'idée que l'économie réelle espagnole pourrait sortir de la récession – il n'est certes pas réaliste d'espérer le rythme d'activité des belles années de la *Movida* – mais à condition que les mesures conduisant à transformer le système bancaire répondent à deux exigences : radicalité et rapidité. L'Espagne, et plus précisément ses banques, doit se débarrasser du fardeau de la dette privée, qui entraîne cet acteur majeur de la zone euro dans un régime déflationniste désastreux.

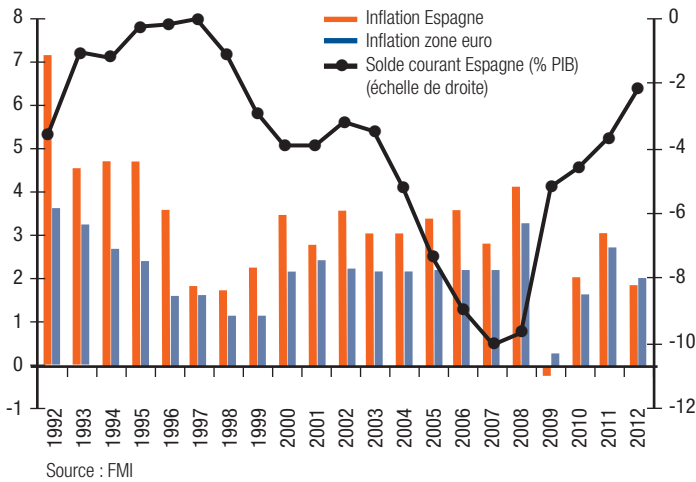
Le double dip de l'économie espagnole

Entre 2007 et 2012, le PIB espagnol en volume devrait perdre 5%. L'activité s'est contractée une première fois entre le troisième

trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2009. Puis le pays a plongé dans la récession une deuxième fois, le PIB enregistrant une baisse au quatrième trimestre 2011 et au premier trimestre 2012. La suite des événements risque de montrer que l'Espagne n'a pas touché le fond. Mais si l'ajustement espagnol est si douloureux, c'est qu'il est le résultat d'une bulle immobilière et d'un désendettement du secteur privé. Une étude récente du FMI⁽¹⁾ indique que cette conjonction est particulièrement coûteuse en termes de croissance, bien plus que toute autre crise financière (balance des paiements, bancaire). A posteriori, le dynamisme des années 1990 est une surchauffe caractéristique, qu'illustrent une inflation supérieure à la moyenne de la zone euro pour la période et une dégradation spectaculaire du compte courant. Ainsi, la croissance moyenne de l'Espagne fut, entre 1991 et 2007, de 3,2 % contre 2,1% pour l'ensemble de la zone euro. Mais l'inflation durant la même période a été de 3,5% contre 2,2%. Quant au solde courant, il était quasiment à l'équilibre en 1997. Dix ans après, il se creusait à 10% du PIB...



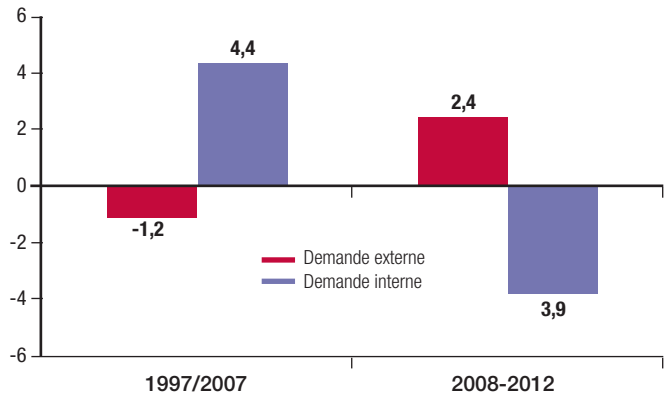
(1) International Monetary Fund (2012), Dealing with household debt, Chapter 3, pp 89-124, World Economic Outlook, Growth Resuming, Dangers Remain, April



Un déficit courant de 10% du PIB est un niveau qu'un pays émergent a rarement l'opportunité d'atteindre. En général, la crise de change a eu lieu bien avant. La zone euro a vécu dans l'illusion que la contrainte externe n'existait pas. Mais en différant les ajustements nécessaires, l'effet pervers est que le «moment de correction» provoque un choc excessivement douloureux. Et ce d'autant plus qu'il ne peut pas se faire par une dévaluation externe tranchante. Actuellement, la contraction de l'investissement et de la consommation (la *dévaluation interne*) est à l'origine du terrible *double dip* espagnol. Au moins celui-ci conduit-il tout de même à une correction des déséquilibres externes, à la fois via la baisse de la demande et un début de correction de la compétitivité (la *dévaluation interne*).

Ainsi, depuis 2008, les moteurs de la croissance espagnole se sont-ils complètement inversés. Durant les années de bulles, le commerce extérieur a dramatiquement tiré l'activité vers le bas avec une contribution au PIB moyenne sur dix ans de -1,2 point quand la consommation et l'investissement apportaient 4,4 points. Depuis 2009, le commerce extérieur a une contribution positive élevée, s'expliquant à la fois par la baisse des importations et la hausse des exportations. Néanmoins, la croissance espagnole pourra difficilement compter sur les exportations, compte tenu de lacunes en matière de spécialisation (voir encadré *Les exportations espagnoles : une bonne surprise à court terme, des vulnérabilités à moyen terme*).

Contributions moyennes à la croissance du PIB espagnol (% point de PIB)



Source : Economist Intelligence Unit

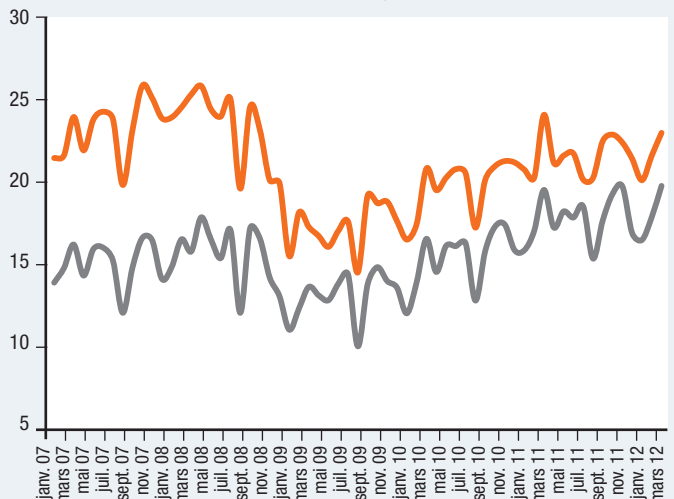
Les exportations espagnoles Une bonne surprise à court terme, des vulnérabilités à moyen terme

Par Thomas Gillet,
département risque pays et études économiques, Coface

En 2011, les exportations espagnoles ont progressé en valeur de 15,4% et les importations de 9,6%, permettant de quasiment diviser par deux le solde courant (de -3,9% à -2% du PIB en 2012). Les exportations ont dépassé leur niveau d'avant la crise et la tendance amorcée l'année passée semble se confirmer en 2012. Au premier trimestre, les exportations en valeur sont en hausse de 3,2% par rapport au T1 2011 et les importations reculent de 0,6%. Ce dynamisme des exportations espagnoles repose-t-il sur des bases solides ?

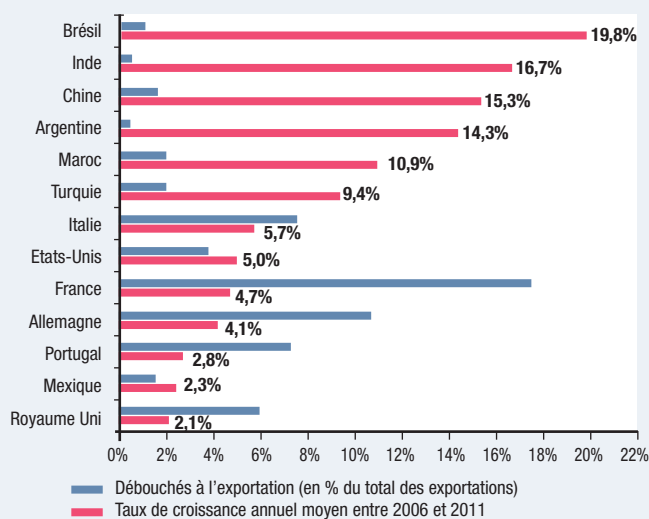
L'Espagne tire profit de la diversification de ses exportations vers les nouvelles économies émergentes et de sa spécialisation sur des segments de production pour lesquels la demande

Les exportations espagnoles se situent à un niveau historiquement élevé



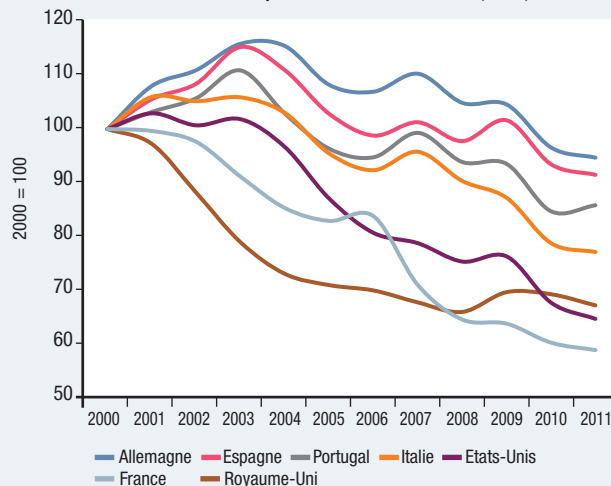
mondiale est en plein essor : fer et acier, machines et matériel de transport. Si la part des exportations vers la zone euro a chuté de 62% en 2005 à 52% début 2012, les exportations à destination du Moyen-Orient (2,6% du total des exportations), de l'Asie (5,4%), de l'Amérique latine (5,7%) et de l'Afrique (6,1%) se sont accrues ⁽¹⁾. Au premier trimestre 2012, les exportations vers l'Italie et le Portugal sont en net recul (-8,4% et -7,9% respectivement), tandis que celles à destination de la Chine, du Mexique et du Maroc progressent de 10,4%, 12,3% et 22,4%.

L'Espagne a diversifié ses marchés d'exportation



La compétitivité des entreprises exportatrices s'est améliorée (Juan Carlos Martínez Lázaro, 2012). L'Espagne profite aujourd'hui d'un différentiel d'inflation négatif avec la zone euro. Si le Taux de change effectif réel (TCER) ⁽²⁾ s'est apprécié de 29% entre 2000 et 2008 (contre 21% pour l'Italie), son repli de 10% depuis 2008 – celui de l'Italie restant stable (Commission européenne, 2012) – traduit une amélioration de la compétitivité-prix, notamment grâce à la modération des salaires. Le coût unitaire du travail s'élève à 20,6 euros en Espagne, contre 26,8 euros en Italie et 27,6 euros pour la zone euro (Eurostat, 2012). Par ailleurs, les deux-tiers des exportations espagnoles sont réalisés par 1% des entreprises locales, qui sont essentiellement des grands groupes industriels profitant d'un accès privilégié aux technologies de production les plus sophistiquées et d'un coût unitaire du travail inférieur à la moyenne nationale. Ainsi, le déclin des parts de marché de l'Espagne à l'exportation est-il inférieur à celui des principaux pays développés, excepté l'Allemagne. Les parts de marché de l'Espagne sont passées de 1,8% en 2000 à 1,6% en 2011, tandis que celles de l'Italie et de la France se sont réduites respectivement de 3,7% à 2,8% et de 5% à 3,3% (OMC, 2012).

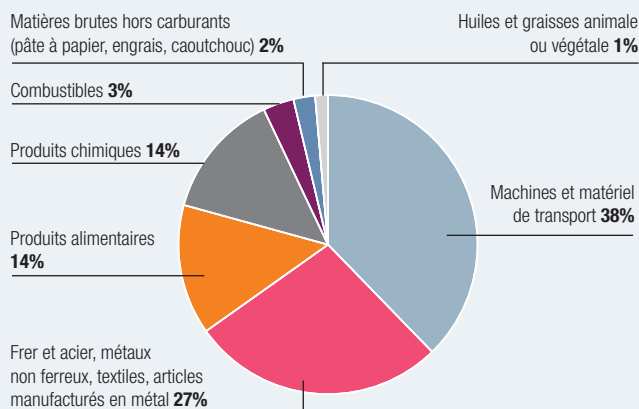
Evolutions des parts de marché dans les exportations mondiales (en%)



Cependant, plusieurs facteurs laissent penser que les exportations ne peuvent constituer un relais solide de croissance.

- **Les exportations concernent essentiellement des produits à faible valeur ajoutée.** Les exportations d'articles manufacturés à faible intensité technologique représentent plus de 20% des exportations, contre 13,5% en Allemagne (Commission européenne, 2012). A l'inverse, les exportations de produits de haute technologie représentent environ 5% du total des exportations, contre près de 20% en Allemagne.

décomposition des exportations (en % du total des importations)



(1) En 2006 les exportations à destination du Moyen-Orient, de l'Asie, de l'Amérique latine et de l'Afrique représentaient respectivement 2%, 3,7%, 4,9% et 4,1% du total des exportations.

(2) Le Taux de change effectif réel (TCER) est un indicateur de compétitivité qui tient compte, outre le taux de change, de l'évolution du rapport des prix à l'exportation d'un pays avec ses différents partenaires commerciaux et concurrents. Une hausse du taux de change effectif réel correspond à une dégradation de la compétitivité-prix.

- Le contenu en importations des exportations contraint le solde commercial.** Le contenu en importations des exportations a progressé, passant de 27,6% en 1995 à 39% en 2007. Il est supérieur à celui des autres pays de la zone euro tels que l'Allemagne (31,6%), la France (29,5%) et l'Italie (29,1%) (A. Cabrero et M. Tiana, 2012). Cela résulte essentiellement d'une faible intégration verticale, de l'insuffisante compétitivité des producteurs nationaux et de la prépondérance des entreprises de petite taille.
- Les produits exportés sont intensifs en énergie.** Tandis que la contribution des biens intermédiaires et d'équipement au déficit commercial s'est réduite depuis 2009, celle des biens énergétiques s'est accrue (Commission européenne, 2012). En dépit de la récente accalmie observée sur le marché pétrolier, le prix élevé du baril et la dépendance de l'Espagne aux importations d'hydrocarbures – 14% du total des importations (Crucead, 2010) retardent l'ajustement de la balance commerciale.

- La taille des entreprises espagnoles contraint l'amélioration de leur productivité.** Plus de 90% des entreprises sont des micro-entreprises caractérisées par une faible productivité moyenne. Si l'Espagne disposait d'une structure industrielle comparable à celle de l'Allemagne, sa productivité augmenterait de 30% (McKinsey & Company – FEDEA, 2010) et ses exportations de 25% (Altomonte et al. 2011).

Compte tenu du haut niveau de qualification de sa main-d'œuvre, l'Espagne a néanmoins un fort potentiel de croissance dans les secteurs intensifs en haute technologie tels que les énergies renouvelables, les produits pharmaceutiques (BIT, 2011) et les services aux entreprises (McKinsey & Company – FEDEA, 2010). Enfin, l'augmentation du contenu en importations des exportations a renforcé l'intégration de l'économie espagnole à la chaîne de valeur ajoutée mondiale. Le pays profite désormais d'un accès privilégié à une importante variété d'intrants et pourrait à l'avenir se spécialiser sur certains segments de production à forte valeur ajoutée, source de futurs gains de compétitivité.

Bureau International du Travail, 2011, «Spain: quality jobs for a new economy», Study on growth with equity

A. Cabrero and M. Tiana, Febrero 2012, «El contenido importador de las ramas de actividad en España», Bank of Spain, Boletín Económico, pp. 45-57

European Commission, May 2012, «Commission staff working document in-Depth Review for Spain»

Juan Carlos Martínez Lázaro, mai 2012, Professeur d'économie IE Business School, Crisis de la deuda soberana, Intervention au Colloque Coface risque pays à Barcelone, le 23 mai 2012

McKinsey & Company – FEDEA, 2010, «A Growth Agenda for Spain»

Ministerio de economía y competitividad, Marzo 2012, «Informe mensual de comercio exterior»

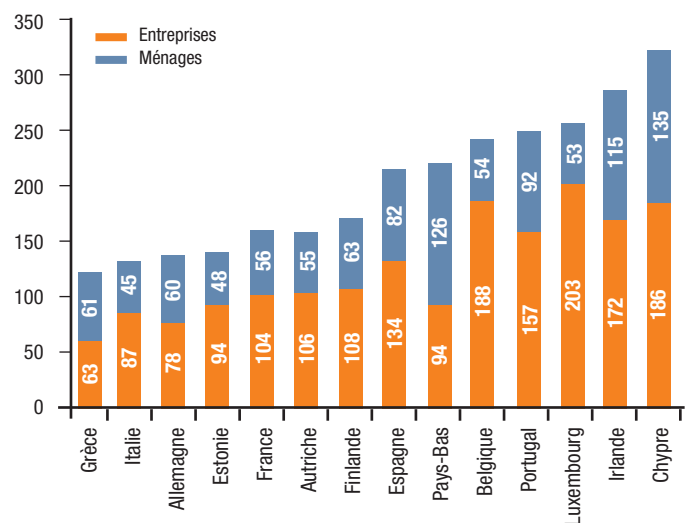
Un secteur privé surendetté, pas uniquement dans le secteur immobilier

Qu'espérer aujourd'hui de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises à court et moyen termes ? Pour le total de l'année 2012, on attend désormais une contraction du PIB de 2%, avec des contractions respectives de la consommation et de l'investissement supérieures à 1 et 8%. Le secteur immobilier est le plus atteint par la récession : les prix, depuis le pic de décembre 2007, ont perdu 30% à avril 2012 et l'investissement dans la construction s'est contracté de 2% entre mars 2011 et mars 2012. Le rétrécissement nécessaire de ce secteur est lourd de conséquences : en 2007, il représentait 16% du PIB et 12% de l'emploi total.

Cela bride toute capacité de dépenses, et ce d'autant plus que les revenus se contractent. Parmi les économies de la zone euro, le stock de dette privée en Espagne est l'un des plus élevés. Selon les données disponibles auprès de la BCE, le pays n'est devancé que par Chypre, l'Irlande, la Belgique, le Portugal et les Pays-Bas. En Espagne, entre 1999 et 2011, la dette privée rapportée au PIB a plus que doublé.

Le diagnostic d'un surendettement du secteur privé mérite quelques remarques. S'agissant de la dette des ménages, elle est très élevée (82% du PIB en 2011), bien plus que dans les grands pays de la zone euro comparables, à savoir la France

Dettes privées
(en % du PIB, 2011)



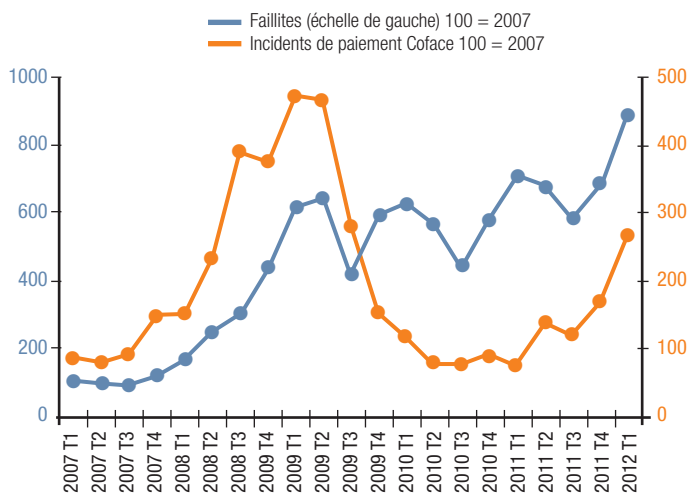
Source : Banque centrale européenne

(56%) ou l'Italie (45%). Le poids des crédits hypothécaires représente 80% de cette dette. Cette frénésie d'endettement des ménages est donc étroitement liée à la bulle immobilière.

Dans une analyse du FMI⁽²⁾ spécifiquement consacrée au surendettement privé en Espagne, il est signalé que la part des ménages qui portent une dette hypothécaire n'est pas plus élevée qu'en France ou en Allemagne. Toutefois, celle-ci est davantage concentrée chez les ménages à revenus plus faibles ou parmi les jeunes. Or on le sait, le marché du travail a été particulièrement atteint en Espagne et les perspectives sont très sombres : le taux de chômage est passé d'un point bas de 8,2% en 2007 à 24,2% attendu en 2012 par le FMI (et 24 et 23% pour 2013 et 2014). Un marché du travail si détérioré affectera la capacité de remboursement des ménages.

Le surendettement des entreprises est également frappant. La dette cumulée des entreprises espagnoles atteint 134% du PIB en 2011, l'Irlande, Chypre, le Portugal, la Belgique et le Luxembourg étant les seuls membres de la zone euro à dépasser ce chiffre. Le FMI montre que la montée de l'endettement des entreprises espagnoles et le boom de la construction sont étroitement liés. Ainsi, la construction et l'immobilier expliquent-ils à eux seuls 50% du boom du crédit aux entreprises durant les années de forte croissance économique. Toutefois, d'autres secteurs de l'économie sont surendettés. Le FMI pointe le fait que, hors de l'immobilier et de la construction, la dette des entreprises espagnoles en 2010 est bien plus élevée que la moyenne européenne. Dès lors, même avec la réduction en cours de la taille de l'immobilier, la question du surendettement ne sera pas résolue.

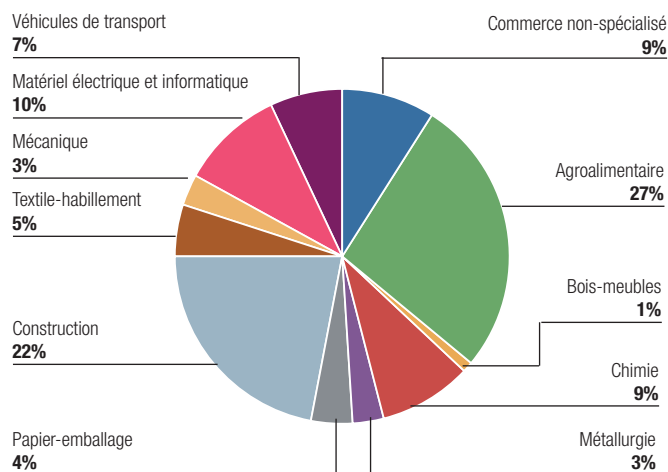
L'expérience Coface montre que les entreprises espagnoles sont dans une situation particulièrement difficile en Europe. Non seulement elles font face à un environnement domestique très détérioré (contraction de l'activité, crise bancaire, rigueur budgétaire), mais leur capacité de résistance à ces chocs externes est très atteinte car elles sont endettées. Que l'on observe les données de l'expérience de paiement enregistrée par Coface ou les défaillances en nombre tirées des sources officielles, le constat est le même et la hausse est très significative.



Sources : Instituto Nacional de Estadística et Coface

Les deux courbes suivent le *double dip* espagnol : un premier pic de début 2008 à mi-2009, puis une remontée dès la fin 2009 pour les faillites et à partir du second trimestre 2011 pour l'expérience Coface. Au pic de la crise (soit lors du premier trimestre 2009), Coface enregistrait un montant d'impayés multiplié par 5 par rapport au début 2007. A nouveau, au premier trimestre 2012, les incidents de paiement (en valeur) étaient presque trois fois supérieurs au niveau de 2007. En outre, les petites entreprises ont été touchées dans la première phase de la crise, et ce sont les entreprises de plus grande taille qui, depuis 2011, sont dans la tourmente. Nous constatons d'ailleurs que, si une part importante des impayés récemment enregistrés est concentrée dans le secteur de la construction (à hauteur de 22%), d'autres branches sont très affectées. On peut citer les secteurs de l'agroalimentaire (27% du total des incidents de paiement), du matériel électrique (10%), de la chimie (9%) et du commerce non-spécialisé (9%). L'insolvabilité des entreprises est donc un problème qui va au-delà du seul secteur de la construction.

Ventilation sectorielle des incidents de paiement enregistrés par Coface sur les entreprises espagnoles (juin 2010-avril 2012)



Le secteur bancaire, épicerie de la crise espagnole

La dette des entreprises et des ménages est devenue un problème majeur pour les banques, qui sont le réceptacle du surendettement des agents économiques, l'insolvabilité se retrouvant à l'actif des établissements de crédit. Les fragilités bancaires procèdent souvent de la même logique : l'endettement interne n'est pas maîtrisé. La politisation du management des banques, répondant favorablement à l'appétit de dépenses des autorités locales, a été patente dans les caisses d'épargne espagnoles. Cette proximité entre les organismes de décision bancaire et le pouvoir politique empêche de soumettre l'offre de crédit à la logique du risque de contrepartie. Les liens familiaux (en Asie dans les années 1990) ou la pratique des prêts aux parties prenantes (*related parties*) tels que les

(2) International Monetary Fund (2012), Spain: Vulnerabilities of Private Sector Balance Sheets and Risks to the Financial Sector, Technical Notes, IMF Country Report n°12/140, June.

actionnaires) ou la subvention aux entreprises et secteurs «amis» jugés importants pour le développement régional constituent autant de pratiques qui détériorent la gouvernance des prêts. Une dégradation brutale de la qualité des portefeuilles apparaît alors quand le cycle économique se retourne. De nombreux pays, émergents et avancés, ont dû gérer des crises bancaires et on peut, à partir de ces expériences, analyser la très urgente réforme des banques espagnoles sous trois aspects : rythme, coût et contenu.

Le rythme de la réforme : un des enjeux pour maintenir la confiance des déposants

Cela tient au rôle fondamental des banques, entités privées mais qui sont aussi les gardiennes d'un bien commun, la monnaie scripturale, c'est-à-dire les dépôts. Une défiance des déposants est dévastatrice pour tout le système financier et l'économie. Pour cette raison, une maladie bancaire doit être traitée rapidement et radicalement. A l'heure actuelle et avec les données disponibles (qui ne prennent pas en compte les récents effets d'annonce sur Bankia), il n'est pas aisé de conclure à une défiance de déposants-résidents en Espagne, contrairement au cas grec. La baisse de 6% des dépôts en valeur observée depuis un an peut s'expliquer par une défiance envers le système bancaire mais aussi par le processus de *deleveraging*, les agents économiques tirant sur leur épargne pour rembourser leur dette. La réforme bancaire en Espagne a été marquée par une montée progressive des pertes annoncées par le superviseur bancaire. Le président de la BCE, Mario Draghi, a d'ailleurs noté au début du mois de juin 2012, répondant à des journalistes, que, bien souvent «la réaction du contrôleur prudentiel est de sous-estimer les pertes et de multiplier

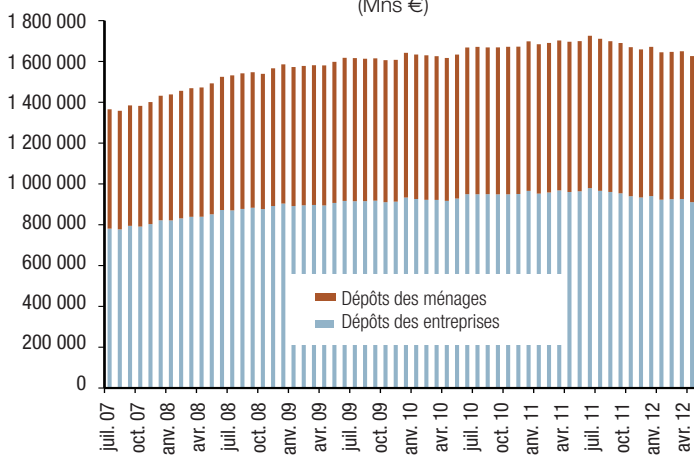
les estimations successives». Il a ajouté : «c'est la pire des manières de procéder, car on finit par agir mais à un coût prohibitif»⁽³⁾. Cette méthode comporte en effet des dangers associés aux effets de seuil que suit en général la confiance des déposants. L'annonce d'une aide extérieure des institutions européennes, destinée aux (seules ?) banques et d'un montant élevé, pourrait être de nature à limiter la défiance.

La question du contenu des réformes est centrale

Selon Laeven et Valencia⁽⁴⁾, les «anciennes» crises (de 1970 à 2006), en comptabilisant les pays avancés et émergents, coûtent en moyenne plus de 16 % du PIB et les «nouvelles» crises (2007-2009) 24%. Les observations des grandes crises émergentes (antérieures à la période post-Lehman) montrent que les coûts peuvent atteindre pour certains grands pays 50% du PIB. Les crises indonésienne et thaïlandaise de 1997 (respectivement 57 et 44% du PIB) ou turque en 2000 (32% du PIB)⁽⁵⁾ ont été particulièrement lourdes pour les finances publiques. Les estimations pour l'Espagne varient très sensiblement selon les sources. Il est très difficile aujourd'hui d'estimer le besoin en capitalisation du secteur bancaire espagnol. En effet, le crédit bancaire au secteur privé dans l'économie représente 160% du PIB en avril 2012 (62% du PIB pour les seuls crédits hypothécaires !) selon les données de la banque d'Espagne. Une comparaison avec les crises bancaires asiatiques des années 1990 donne deux éléments intéressants.

En terme de *levier de dette* des entreprises, l'Espagne semble plutôt relativement moins surendettée que dans les cas thaïlandais ou indonésien, la dette des entreprises rapportée à leurs fonds propres représentant 188 % du PIB en Thaïlande et 236% en l'Indonésie en 1996 contre 118% en Espagne⁽⁶⁾. Cependant la taille du système bancaire relativement à l'économie est beaucoup plus importante que dans les cas asiatiques. L'actif total des banques espagnoles représente 320 % du PIB contre 115 % en Thaïlande et 320% en Indonésie, dès lors les pertes cumulées pourraient être plus élevées relativement au PIB. Ces éléments chiffrés (à manier toutefois avec précaution, compte tenu du manque de fiabilité des statistiques asiatiques dans les années 1990) laissent supposer que la facture de la crise bancaire espagnole sera au total plutôt dans la fourchette haute des expériences passées.

Dépôts bancaires en Espagne (Mns €)



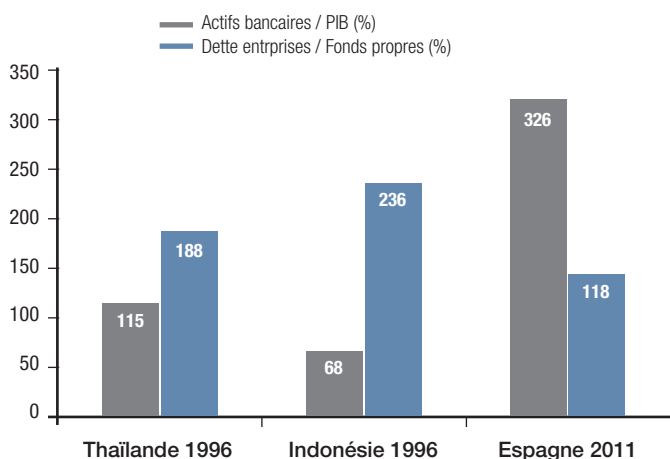
(3) "Spain Acted in "worst possible way" on Bankia Bail out, ECB's Draghi says", El Pais, Madrid, 1^{er} juin 2012

(4) Laeven L et Valencia F. (2011), Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad and the Ugly, IMF Working Paper, 35p

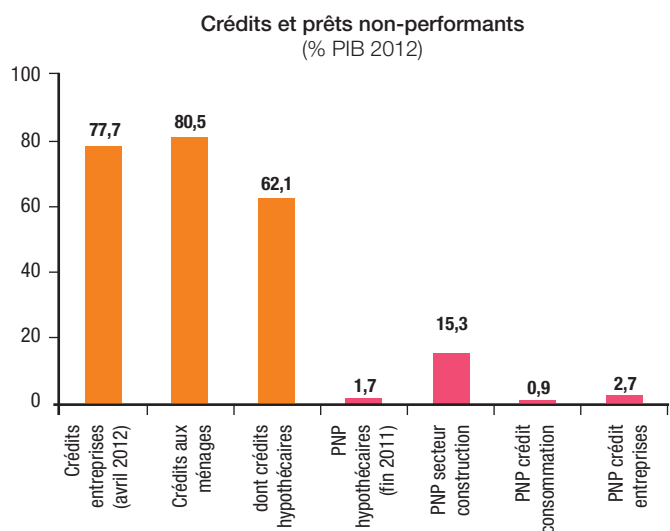
(5) On peut consulter sur <http://www.luclaeven.com>, le site de l'économiste Luc Laeven, responsable adjoint du département de la recherche au Fonds monétaire international, deux bases de données très riches sur les crises bancaires. Celle décrivant les crises bancaires survenues entre 1970 et 2012 donne, pour 123 crises répertoriées, le coût,

le pic de taux des prêts non-performants et la perte de croissance associée à la crise. Chaque crise est accompagnée d'un commentaire en décrivant les traits principaux.

(6) Les chiffres pour les économies asiatiques sont tirées d'un ouvrage de référence sur les crises financières émergentes des années 1990 : Sgard J. (2002), L'économie de la panique, faire face aux crises financières, Éditions la Découverte, page 34. Pour les données concernant l'Espagne, se référer à International Monetary Fund (2012), Spain: Financial Stability Assessment, IMF Country report n° 12/137, June.



Bien entendu, tous les crédits logés à l'actif des banques ne sont pas problématiques. Mais tout de même, les prêts non-performants dans le secteur immobilier représentaient fin 2011, selon l'agence de notation Standard and Poor's (S&P), plus de 15% du PIB. Or, la question de la valorisation des actifs immobiliers détenus par les banques n'est pas résolue puisqu'une grande partie n'a pas été mise sur le marché, ce qui signifie que leur valeur n'est pas réellement connue à ce stade. En outre, les prêts non-performants sur les prêts hypothécaires représentent, toujours selon les estimations de S&P, moins de 2% du PIB et ceux relatifs aux crédits à la consommation moins de 1% du PIB. Ces données minimisent l'ampleur des difficultés, compte tenu de la dégradation de la conjoncture et du fait que certains prêts restructurés n'ont pas été comptabilisés comme non-performants⁽⁷⁾.



Sources : Banque d'Espagne et Standard and Poor's[®]

Enfin et surtout le contenu de la réforme est l'élément le plus déterminant pour la suite des événements. Les autorités espagnoles ont privilégié la fusion des entités (Bankia est d'ailleurs le résultat de la fusion de 7 *cajas*), le durcissement des politiques de provisionnement et le cantonnement des actifs problématiques hors des bilans, mais avec une approche au cas par cas. Or, il est urgent de

reconnaître l'ampleur des pertes. En outre, il paraît indispensable, dans une phase associée à la recapitalisation, de transférer les actifs problématiques dans une structure de défaillance. Extirper les actifs douteux des bilans bancaires permettra de maintenir la confiance des déposants. Bien entendu, l'objectif est de minimiser la socialisation des pertes. En effet, une structure de défaillance récupère, sur la longue durée, une partie de la valeur de ses actifs, mais une partie seulement. Elle revient de facto à réduire le stock de dette privée.

Les choix alternatifs semblent plus hasardeux. Un ajustement lent, selon la méthode japonaise, comporte des risques déflationnistes majeurs à long terme. En effet, conserver une dette privée élevée pèse de manière insupportable sur le rythme de la croissance, dans le contexte d'une économie déjà très éprouvée au plan social. Maintenir les prêts dans les banques, avec des formes de refinancements plus ou moins transparentes (comme le font actuellement les autorités chinoises avec la dette des collectivités locales), n'est pas une solution viable. Elle maintient le risque de crise systémique bancaire à un niveau élevé. Le contexte actuel de défiance ne permet tout simplement pas de laisser les banques continuer à porter le fardeau de la dette privée.

L'aide européenne – confirmée le weekend du 10 juin 2012 – destinée à secourir le secteur bancaire espagnol est bienvenue et il se peut qu'elle soit complétée. Mais on peut comprendre la résistance de l'administration espagnole vis-à-vis d'une conditionnalité qui viserait les finances publiques. Ce serait probablement se tromper de cible. Le cœur du problème espagnol se situe dans le secteur privé, plutôt que dans le secteur public. Il est vrai que l'Espagne ne pourra guère échapper à la mise en place d'un contrôle plus strict des dépenses au niveau régional et cette réforme, délicate au plan politique, ne pourra être mise en place que sur la longue durée. Mais à court terme, une austérité trop prononcée ne fera qu'affaiblir une demande interne déjà chancelante. L'urgence se situe ailleurs. Le cantonnement dans une structure de défaillance des actifs défectueux accumulés par les banques est inévitable et revient de facto à restructurer et effacer une partie de la dette privée. Pour radicale qu'elle soit, cette solution a le mérite de laisser espérer un peu de croissance. Restructurer une dette publique (comme dans le cas grec) ou une dette privée (ce qu'on peut espérer pour l'Espagne) permet d'alléger la contrainte du désendettement et de briser la spirale des contractions de la demande qui entraîne l'économie dans un régime déflationniste désastreux. Traiter le stock n'est pas une solution qui permet d'éviter la formation de nouvelles bulles. Cette solution impliquera une socialisation des pertes, coût qui devra être pris en charge par l'ensemble de la collectivité européenne. Mais cela permettra de remettre les compteurs à zéro. L'Espagne a aujourd'hui désespérément besoin de croissance. Une solution radicale pour le système bancaire (structure de défaillance avec restructuration de la dette privée) ne fera pas revenir la croissance échevelée des années 1990. Elle permettra au moins d'enrayer la spirale négative dans laquelle la quatrième économie de l'Union monétaire a été emportée.

(7) Voir notamment les analyses de Delphine Cavalier. La plus récente Cavalier D. (2012), Espagne : l'Etat accroît son soutien aux banques, ECO Week, BNP Paribas, 11 mai, 12-19. L'étude récente du FMI déjà citée de 2012 et portant sur la dette privée indique que certaines banques ont mis en place des programmes pour faciliter les remboursements

de prêts hypothécaires et pratiquent des formes de refinancements les conduisant à ne pas classer ces prêts «refinancés» comme non-performants.

(8) Standard and Poor's (2012), The Timing of recognition Of Mounting Loan Losses Could Push Spanish Banks Over the Edge, Global Credit Portal, RatingsDirect, June 7.