

Analyse



Crise financière et dette souveraine : impacts sur la zone euro

**Portraits économiques de l'Espagne et du Japon - comparaison avec la Belgique
2012**

Réseau Financement Alternatif
Ensemble, changeons la finance

WB
FÉDÉRATION
WALLONIE-BRUXELLES

Retracer la crise financière aux multiples facettes qui a éclaté en 2007, expliciter les mécanismes entourant la dette souveraine et comprendre ses impacts sur la zone euro, telle est l'ambition de cette analyse. Après un bref historique des événements marquants de cette crise, nous nous pencherons, dans un premier temps, sur le cas de l'Espagne dont la dette publique reste peu élevée par rapport à la crise qu'elle subit. Puis, dans un second temps, nous examinerons la situation du Japon, pays qui, à l'inverse, est très endetté mais peu impacté par la crise actuelle. Enfin, nous comparerons les situations de ces deux pays à celle de la Belgique, afin d'en brosser un tableau économique comparatif.

Bref historique de la crise financière...

Les experts du rapport Liikanen¹ distinguent cinq phases majeures dans la chronologie de la crise financière actuelle. Leurs enchaînements sont rapides et contribuent à la contamination du malaise financier à l'économie réelle.

Située entre mi-2007 et mi-2008, la première phase dite de « crise des subprimes » provoque l'effondrement des portefeuilles d'investissement. En effet, les conséquences de l'éclatement de la bulle immobilière² aux États-Unis se propagent rapidement aux portefeuilles d'investissement européens. Elles génèrent un manque de confiance sur les marchés financiers et, par conséquent, nuisent au fonctionnement du marché interbancaire. Faute de confiance, les banques ne se prêtent plus d'argent entre elles et cela soulève des problèmes de liquidités. Des pertes colossales sont dès lors enregistrées par l'industrie financière.

La deuxième vague, nommée « crise systémique », débute en septembre 2008, période où les États fournissent des aides financières sans précédent au secteur bancaire en manque de liquidités. Cette période commence par la faillite de Lehman Brothers : les investisseurs réalisent alors que même les grandes institutions peuvent plonger et décident donc d'investir dans des produits considérés comme plus sûrs. Des deux côtés de l'Atlantique, des banques se retrouvent avec de gros problèmes de liquidités, ce qui pousse les banques centrales et les États à intervenir financièrement.

C'est avec la troisième phase, entamée en 2009, que l'on parle de « crise économique ». La crise touche maintenant l'économie réelle et les finances publiques. Simultanément, les taux de chômage grimpent et les produits intérieurs bruts (PIB) s'écroulent. L'accumulation des dépenses pour relancer l'économie, les frais entraînés par les politiques budgétaires et les

1 Cette partie se base sur le rapport final mené par Erkki Liikanen du « High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector », Bruxelles, 2 octobre 2012

2 Une bulle spéculative immobilière est due à une augmentation des prix des logements anormale et très largement supérieure à l'inflation.

coûts des mesures d'aide financière des États ont, de fait, un impact important sur les niveaux de dettes souveraines.

Figure 1 - Une définition de la dette souveraine

Qu'est-ce qu'une dette souveraine ?

Elle se décompose entre dette domestique (si les créanciers sont des résidents) et dette extérieure (si les créanciers sont des non-résidents).

Elle prend la forme d'obligations vendues par un État à des investisseurs pour financer sa dette. On parle alors de « marché primaire ».

La période d'émission peut varier de quelques mois à 50 ans. Les échanges qui ont alors lieu appartiennent au marché secondaire.

Quand on pense qu'un État est apte à rembourser la valeur de la dette sur une longue période, les investisseurs sont nombreux. En revanche, s'il existe des doutes sur la solvabilité d'un État, la confiance est rompue : les investisseurs se font plus rares, le taux d'intérêt augmente et la valeur des obligations baisse.

Les banques sont en général les acteurs qui détiennent le plus de dettes souveraines des États, car jusqu'à la crise celles-ci étaient considérées comme un actif sûr.

Source : La crise de la dette pour les nuls

... à la crise de la zone euro

À partir de 2010, la quatrième phase est appelée « crise de la dette souveraine ». Compte tenu du cadre institutionnel actuel de l'Union européenne, les liens systémiques entre les banques et les dettes souveraines posent de grands défis (voir encadré ci-dessous). À ceci s'ajoute la spéculation contre les dettes souveraines et le manque de confiance des marchés dans l'union monétaire européenne. Des fonds parient sur la baisse de valeur de la dette pour gagner de l'argent.

Figure 2 - Le cycle infernal

Quelques enchaînements typiques de la crise de la zone euro

L'État emprunte aux banques, aux particuliers et aux institutions. Ainsi, comme nous l'avons vu plus haut, les banques détiennent une grande partie de cette dette dans leurs bilans. Si la notation³ de valeur de la dette de l'État baisse, les banques peuvent perdre confiance et ne plus se prêter entre elles à des taux intéressants (on pense aux banques possédant beaucoup d'obligations grecques). Ce fait entraîne des problèmes de liquidités. Ce qui peut, dans l'économie réelle, se traduire par des difficultés pour les particuliers ou les entreprises d'obtenir du crédit (on parle alors de « credit crunch »).

Par ailleurs, les banques en manque de liquidités ou ayant trop de mauvaises créances se tournent alors vers les États pour être recapitalisées. Ceci génère alors une augmentation de la dette de l'État concerné puisqu'il refinane les banques par de nouveaux emprunts souverains. Ce qui peut alors entraîner une baisse de sa notation financière et, par conséquent, une méfiance des investisseurs. Et donc, de nouveau, une perte de confiance, un ralentissement des prêts interbancaires et encore des problèmes de liquidités.

Afin de casser ce cycle infernal, il faudrait qu'une entité supranationale soit en mesure d'aider une banque domestique. De cette manière, la banque pourrait renforcer sa solidité bilancière et poursuivre ses activités, l'État en question, quant à lui, n'alourdirait pas sa dette et garderait la confiance des investisseurs puisque sa notation ne risquerait pas d'être dégradée. On interromprait alors le cercle vicieux.

Source : Olivier Jérusalmy, Réseau Financement Alternatif

**87% du PIB =
dette zone
euro en 2011**

Par ailleurs, la dette publique de la zone euro passe de 65 % à 87 % du PIB entre 2007 et 2011. Malgré cette augmentation importante, la dette publique en zone euro paraît encore gérable. Toutefois, ce chiffre recouvre des réalités très différentes en Europe. La confiance dans le marché bancaire européen s'est érodée à cause des dettes souveraines et des faibles perspectives économiques de croissance. Des politiques sont mises en place afin d'atténuer le lien entre la dette souveraine et la solvabilité des banques, mais le problème reste significatif aujourd'hui encore.

Enfin, les auteurs de Rapport Liikanen désignent la période actuelle, la cinquième phase, comme la « crise de confiance dans l'Europe ». L'intégration financière en Europe avait progressé avec l'arrivée de l'euro et le Plan d'action pour les services financiers, mais la crise a sérieusement ébréché ce processus d'intégration. L'Europe manque d'une vision plus globale : peut-être existe-t-il une politique monétaire unique, mais pas de marché financier unique, ni de politique fiscale européenne. Les récents événements nous ont démontré, notamment avec le cas grec, que, dans la zone euro, les taux d'intérêt des dettes souveraines n'ont pas toujours reflété correctement le risque de certaines dettes d'États.

³ À ce sujet, voir l'analyse « La notation financière des États », Annika Cayrol, Réseau Financement Alternatif, mars 2011.

En route vers des solutions

Des solutions à ces problèmes de manque de liquidités bancaires, de manque de confiance des investisseurs, de recapitalisation des banques, de croissance de la dette des États et d'attaques de ces dettes par les spéculateurs sont recherchées. Ainsi, le Conseil européen décide de créer le Mécanisme européen de stabilité (MES) en décembre 2010. Ce dispositif permanent vise à gérer les crises des pays de la zone euro. Le MES, inauguré en octobre 2012, émet des obligations dans le but de financer des prêts et d'autres formes d'aide financière aux États membres de la zone euro. Ces injections d'argent par un organisme supranational plutôt que par un seul État devraient permettre d'enrayer le cercle vicieux : une banque pourra être recapitalisée sans endetter plus fortement un pays, ce qui éviterait de voir la notation financière de ce pays diminuer, et donc, si la dette est détenue par cette même banque, éviter d'aggraver son bilan.

Par ailleurs, le Conseil européen de juin 2012 demande une feuille de route pour atteindre une véritable union économique et monétaire. Bien que la diversité des modèles économiques européens ne rende pas la tâche simple, en octobre 2012, les dirigeants européens se sont mis d'accord pour « une mise en œuvre "graduelle" de la supervision bancaire dans la zone euro. À terme, la BCE sera chargée de superviser les quelque six mille établissements bancaires de la zone euro⁴. » Ainsi, de nombreux chantiers restent ouverts mais il est à espérer que plus de régulation réduira la crise dans la zone euro et les risques de récidives.

Plusieurs pays de la zone euro, notamment les fameux PIGS (Portugal, Irlande, Grèce et Espagne) ont fait la une des journaux pour être fortement impliqués et impactés par la crise. Mais à quoi reconnaît-t-on un pays en crise économique ? Différents indicateurs permettent de mesurer une situation économique. Nous avons choisi de regarder les indices suivants : la dette publique, le solde budgétaire, le taux d'inflation, la croissance économique, le taux de chômage et le pouvoir d'achat. Un tableau comparatif pour les trois pays examinés, ainsi que les groupes « pays de la zone euro » et « pays de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) » est présenté en annexe de cette analyse. Commençons par le cas de l'Espagne, particulier car ce pays est peu endetté mais néanmoins bien en crise.

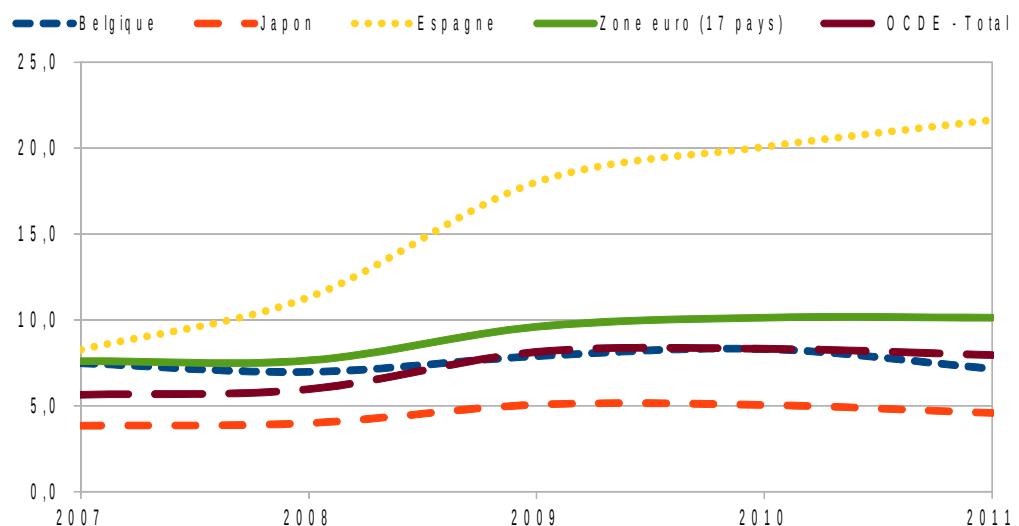
Espagne : peu endettée mais en crise

22 % = taux de chômage en 2011 en Espagne

Ainsi, avec un taux de croissance du PIB qui peine à atteindre 0,4 % en 2011, un taux de chômage à la même période de presque 22 % et des mouvements sociaux qui protestent contre les mesures d'austérité mises en place par le gouvernement, l'Espagne est considérée comme un pays en crise.

⁴ « La supervision bancaire, une réalité repoussée à fin 2013 », *Le Monde.fr*, 19.10.2012

Figure 3 - Évolution du taux de chômage en Espagne, Belgique, Japon, Zone euro et pays de l'OCDE



Source : Organisation de Coopération et de Développement Économiques

Jusqu'en 2007, l'Espagne⁵ connaît une croissance soutenue due à la forte demande interne, reposant sur la consommation des ménages et le secteur de la construction. Cette demande est aussi favorisée par l'usage massif de crédits par les particuliers, usage rendu possible par des taux d'intérêt peu élevés dans la zone euro. Toutefois, cette demande significative n'est possible que grâce à un endettement important.

L'éclatement de la bulle spéculative immobilière en 2008 combiné à la crise de la dette souveraine en zone euro révèle la fragilité du système espagnol. En effet, son secteur bancaire possède dans ses bilans de nombreux crédits hypothécaires sur des biens immobiliers surévalués et de la dette publique espagnole. Parallèlement, les finances publiques se dégradent : l'endettement public passe de 36 % du PIB en 2007 à 69 % en 2011 et le solde des administrations publiques plonge d'un excédent de 1,5 % en 2007 à un déficit de -8,9 % en 2011. Le nombre de chômeurs a plus que doublé entre 2007 et 2011 pour atteindre 4,3 millions de personnes.

⁵ Cette partie se base sur la situation économique de la présentation de l'Espagne du Ministère des Affaires français, disponible sur Internet : <http://www.diplomatie.gouv.fr/fr/pays-zones-geo/espagne/presentation-de-l-espagne/>

Différents plans d'austérité ainsi que des réformes structurelles sont alors mis en œuvre par le gouvernement afin de redresser la barre, suscitant de grands mouvements sociaux.

Ainsi, si en termes relatifs l'Espagne n'est pas tant endettée, puisque sa dette publique ne se situe qu'à 67 % comparée à la moyenne de la zone euro qui, elle, atteint 87 %, sa situation économique s'est grandement dégradée depuis le début de la crise financière en 2007. Comme le secteur bancaire espagnol est important, les conséquences budgétaires pour le sauver sont significatives et altèrent donc la santé financière de l'État. Les problèmes rencontrés par le système bancaire se propagent donc à l'emprunteur souverain, c'est-à-dire l'État espagnol.

À l'inverse, le secteur bancaire, détenant une part importante du risque souverain espagnol et des actifs immobiliers surévalués, rencontre de gros problèmes de liquidités. De fait, l'économie réelle est fortement touchée car les gens ne trouvent plus de crédits adéquats et se retrouvent largement surendettés.

En résumé, malgré un endettement actuel relativement raisonnable bien qu'ayant toutefois progressé au cours des cinq dernières années, l'Espagne se rapproche inéluctablement du taux d'endettement du groupe des « pays de la zone euro » et voit ses autres indicateurs économiques dans le rouge. Les banques espagnoles ont fortement investi dans l'immobilier, secteur qui s'est révélé être extrêmement spéculatif. L'État doit alors recapitaliser ses institutions bancaires, qui ont vu la valeur de leurs actifs dégringoler, ce qui entraîne des dépenses publiques importantes et donc un déficit budgétaire significatif. Cependant, une aide européenne pourrait relâcher la tension en Espagne, mais pour l'heure le gouvernement espagnol semble vouloir repousser l'échéance.

Sortons maintenant de la zone euro pour examiner le cas du Japon, un pays vivant la situation inverse : un endettement public très important mais qui n'est pas considéré comme étant véritablement en crise.

Japon : très endetté mais pas (encore) en crise

Le Japon, malgré la récente triple catastrophe en mars 2011 du séisme, du tsunami et de l'accident nucléaire de Fukushima ainsi qu'un taux de croissance du PIB négatif en 2011 (-0,8 %), ne répond pas actuellement à la description d'un pays en crise. Cela fut pourtant le cas au début des années 1990, quand un krach boursier et immobilier combiné à un manque de réactivité du gouvernement nippon sur de nécessaires restructurations du système bancaire plonge le pays dans une crise économique⁶.

En effet, le taux de chômage de 4,6 % en 2011 reste inférieur à celui de la moyenne des pays appartenant à l'OCDE qui est de 7,9 %. De plus, le Japon possède un pouvoir d'achat pour le PIB de 126 en 2011, soit l'un des plus élevés des pays de l'OCDE.

⁶ Commission des finances de France, « *Le Japon et la Corée face à la mondialisation* », rapport d'information n° 17 (2006-2007)

212 % du PIB = endettement public au Japon en 2011

Effectivement, le Japon⁷ est considéré comme la troisième puissance économique mondiale après les États-Unis et la Chine. Parmi ses autres forces économiques, on cite généralement :

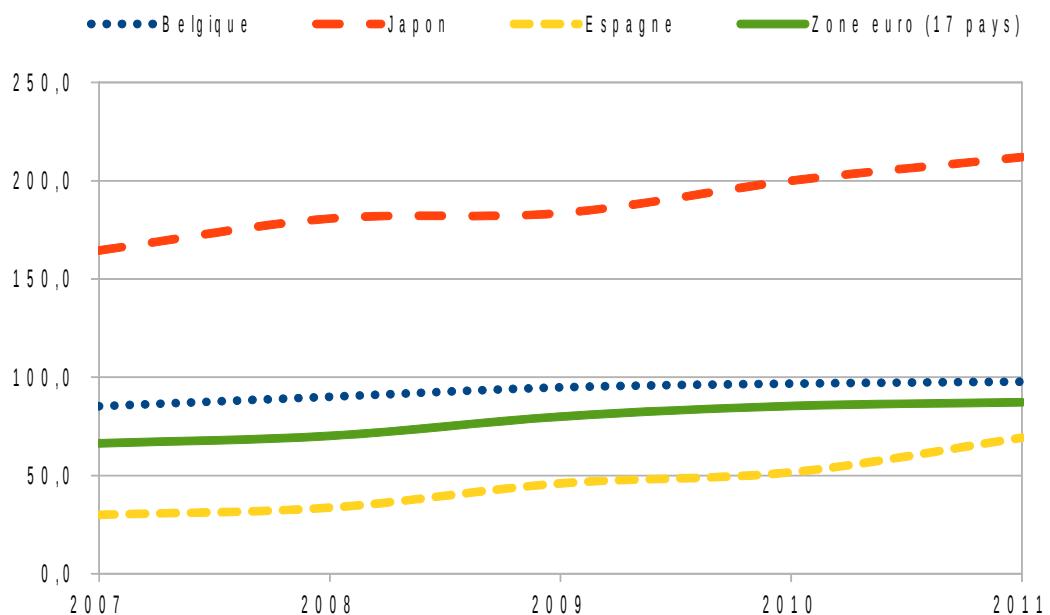
- L'environnement régional dynamique dans lequel il se situe : le pays voisin, la Chine, pays à croissance économique importante, aurait un impact positif sur la croissance.
- Les infrastructures modernes qui sont très développées, en termes de mobilité et d'automatisation des processus de production.
- L'investissement dans la recherche et développement et le niveau d'éducation de sa population : le Japon est considéré comme le centre mondial d'innovation technologique et de développement de produits.
- Une réserve de 130 millions de consommateurs au pouvoir d'achat élevé, comme on l'a vu plus haut, composé d'« early-adopters », c'est-à-dire de personnes qui ont tendance à adopter très vite les produits innovants, surtout dans le domaine de l'électronique et de l'automobile.
- Des institutions publiques solides, malgré une vie politique mouvementée, et un taux de criminalité faible constituent aussi des atouts.

Cependant, l'économie nippone comporte aussi des défis de taille. Le premier est sans doute la dette publique du gouvernement qui est estimée à 212 % du PIB en 2011. Toutefois, cet endettement public est peu menacé d'attaques spéculatives par des acteurs du marché financiers, tels que des *hedge funds*, car il est détenu à environ 95 % par des particuliers ou des organisations japonaises⁸. De plus, le Japon accuse également un déficit public important de -9,5 % en 2011. Ces éléments font que le gouvernement a dû mettre en place des politiques budgétaires strictes.

⁷ Cette partie se base en partie sur l'article *Points forts et points faibles du marché japonais*, Groupe Studyrama-Vocatis, disponible sur Internet :http://vivreletranger.studyrama.com/article.php3?id_article=939

⁸ Jean Maxime, « Japon, l'étau de la dette se resserre », 2/11/2012, disponible sur Internet :
http://www.huffingtonpost.fr/jean-maxime/economie-japon-crise-de-la-dette_b_2044469.html

Figure 4 - Évolution du total de la dette de l'administration centrale en % du PIB Espagne, Belgique, Japon et zone euro



Source : Organisation de Coopération et de Développement Économiques

Un autre élément négatif est la déflation⁹ lancinante sur plusieurs années (située à -0,3 % en 2011) ainsi que la dépendance à l'exportation du Japon pour stimuler la croissance. Par ailleurs, l'ouverture sur l'extérieur est encore faible : certains experts jugent que les déréglementations dans de nombreux secteurs restent insuffisantes et que l'ouverture des marchés financiers reste encore faible. Toutefois, cette attitude n'immunise-t-elle pas, en partie, le Japon de la crise financière mondiale ? En effet, il semblerait que « les banques japonaises ont été assez peu exposées aux produits toxiques, du fait d'une gestion prudente du risque et d'une régulation étroite des marchés financiers par la *Financial Services Agency* (FSA). »¹⁰

Par ailleurs, il semblerait que le taux de chômage peu élevé recoupe une réalité moins brillante : en 2007, 33,5 % de la population active salariée ont des contrats dits « non réguliers » (soit des contrats à durée déterminée, de travail à temps partiel, de « petits boulots », d'intérim et d'autres formes d'emploi minoritaires) parfois sans couverture sociale. Ce chiffre serait en augmentation depuis lors¹¹.

9 Concernant l'inflation et la déflation, nous renvoyons le lecteur à la vidéo pédagogique <http://dessinemoleco.com/la-creation-monetaire-un-juste-equilibre/>

10 Rapport d'information n° 294 (2008-2009) de M. Philippe MARINI, commission des finances, 18 mars 2009

11 Rapport d'information n° 294 (2008-2009) de M. Philippe MARINI, Op. Cit.

Enfin, l'accroissement de la population vieillissante et les dépenses que cela entraîne en termes de frais de santé et de paiement des retraites est aussi un élément qui perturbe la situation économique du pays.

En résumé, le Japon est un pays très endetté mais qui reste pour l'instant économiquement solide et peu touché par la crise financière actuelle. Le rôle de la réglementation financière en place y est certainement pour quelque chose. Toutefois, pour garder son titre de troisième puissance mondiale, le Japon devra s'atteler à trouver des solutions pour ses défaillances. En effet, les faiblesses qui durent maintenant depuis un moment, comme l'endettement public extrême, la déflation et la faible croissance économique sont autant de facteurs à ne pas ignorer.

Et la situation belge ?

Autre pays de la zone euro, la Belgique se trouve dans une situation économique plus saine que celle de l'Espagne. Si on regarde quelques indices économiques choisis sur l'année 2011, on observe que la Belgique est plutôt bien lotie.

Ainsi, malgré une dette publique qui est élevée (98 % du PIB), les mesures budgétaires mises en place font que l'année 2011 se termine avec un excédent public de 3,9 %. En effet, la Belgique a par le passé connu un endettement supérieur mais a su montrer sa capacité à mettre en œuvre des mesures économiques et budgétaires efficaces. De manière similaire, l'inflation, à 3,5 %, reste dans les limites jugées saines par les économistes. Par rapport à d'autres années, le taux de croissance du PIB n'est pas aussi performant avec seulement 1,8 %. Le taux de chômage est assez important, 7,6 %, même s'il reste bien inférieur à celui de la zone euro. Enfin, le pouvoir d'achat diminue légèrement entre 2007 et 2011.

541 jours sans gouvernement en Belgique

Il faut toutefois mentionner que la saga politique, qui a privé la Belgique de gouvernement pendant 541 jours, de juin 2010 à décembre 2011, a laissé des traces. C'est sur cet argument que les agences de notation ont dégradé la note de la Belgique, influençant quelque peu les marchés financiers. Au vu des autres données, on peut d'ailleurs s'interroger sur la place accordée à ces agences de notation ainsi que leurs critères et méthodologies.

En résumé, on peut quand même affirmer que la Belgique traverse la crise de la zone euro sans trop de dégâts comparé à d'autres pays membres. Son secteur bancaire a nécessité des recapitalisations et l'instabilité politique a inspiré des craintes sur le marché financier pendant un moment, mais globalement les indicateurs économiques sont plutôt favorables. Enfin, la question du risque de faillite du holding Dexia reste toutefois une épée de Damoclès dont la portée reste à évaluer en ces temps de négociations.

Conclusions

Des liens existent bel et bien entre la crise financière et la crise de la zone euro : vu la chronologie globale des événements mondiaux, on pourrait même dire que la crise de la zone euro est le prolongement de la crise financière. En effet, le fait d'avoir une monnaie commune mais des modèles économiques très divers en Europe, et cela sans supervision supranationale des institutions financières, fragilise cette zone et la soumet à des liens d'interdépendance néfastes entre les banques domestiques et les émetteurs souverains.

Toutefois, certaines économies sont mieux armées pour résister à la crise : la Belgique, malgré une dette publique importante, a su mieux diversifier ses investissements, en évitant les spéculations immobilières par la mise en place, depuis maintenant bien des années, d'une politique d'octroi de crédit saine et bien régulée. L'Espagne, de son côté, bien que moins endettée, subit de plein fouet les retours négatifs de la bulle immobilière. Enfin, si on sort de la zone euro, le Japon, quant à lui, même en étant le pays le plus endetté du monde, conserve une économie plutôt saine et n'est que peu affecté par la crise financière actuelle, car sa dette est détenue par les ménages et entreprises nippones et donc peu sujette aux attaques des marchés financiers.

Annexe 5 - Quelques chiffres comparatifs : dette publique, solde budgétaire, taux d'inflation, croissance économique, chômage et pouvoir d'achat en Belgique, en Espagne, au Japon, dans la zone euro et dans les pays de l'OCDE en 2007-08 et 2011

	Dette publique			Solde financier des administrations publiques			Inflation		
	en % PIB		Excéder (+) ou déficit (-) en pourcentage du PIB nominal	2007	2011	Différentiel	2007	2011	Différentiel
	année	2007	2011						
Belgique	84	98	14 -0,1%	3,9%	4,0%	1,8	3,5	1,7	
Espagne	36	69	33 1,5%	-8,5%	-10,0%	2,8	3,2	0,4	
Japon	165	212	47 -2,1%	-9,5%	-7,4%	0,1	-0,3	-0,4	
Zone euro (17 pays)	66	87	21 -0,7%	-4,1%	-3,4%	2,1	2,7	0,6	
OCDE	92		-92 -1,3%	-6,3%	-5,0%	2,5	2,9	0,4	

	Croissance économique			Chômage			Parité de pouvoir d'achat pour le PIB			
	Taux de croissance du PIB en %			Taux de chômage (en % de l'ensemble des personnes)			Niveau de prix comparés			
	année	2007	2011	Différentiel	2007	2011	Différentiel	2008	2011	Différentiel
Belgique	2,9	1,8	-1,1	7,5	7,2	-0,3	121	113	-8	
Espagne	3,5	0,4	-3,1	8,3	21,6	13,3	99	94	-5	
Japon	2,2	-0,8	-3	3,8	4,6	0,8	107	126	19	
Zone euro (17 pays)	3	1,4	-1,6	7,5	10,1	2,6	112	105	-7	
OCDE	2,8	1,8	-1	5,6	7,9	2,3	100	100	0	

Source : Organisation de Coopération et de Développement Économiques, Eurostat et Central Intelligence Agency

Retrouvez toutes nos analyses sur www.financite.be

Annika Cayrol
novembre 2012