



L'ESPAGNE ET SON SECTEUR IMMOBILIER UN ÉCHEC POUR L'EUROZONE...

Xavier DUPRET

Octobre 2016

93.000 signes

Aborder la question de l'immobilier dans un pays de l'Union européenne et, dans le même temps, affirmer l'existence d'un Tiers-monde¹ européen sera, n'en doutons pas, de nature à décontenancer plus d'un lecteur. A la base de ce choix, l'auteur renvoie à un ensemble cohérent de constats : l'unification monétaire européenne a eu, pour les pays méditerranéens, un effet de modification radicale de leurs structures économiques. Il s'agit, en l'occurrence, d'une profonde désindustrialisation corrélée, dans le cas espagnol, à une impressionnante montée du secteur immobilier.

Les tendances spéculatives sur les actifs immobiliers espagnols (la fameuse bulle immobilière pour parler comme des journalistes) ont tiré vers le haut l'endettement des ménages mais aussi celui du secteur bancaire espagnol. Pour synthétiser, belle gageure au demeurant, la crise espagnole en quelques signes, on présentera schématiquement les choses de la manière suivante. La dépréciation des actifs immobiliers a sérieusement amenuisé le potentiel d'accumulation de l'économie espagnole. Cette dépréciation (le dégonflement de la bulle pour rester dans la métaphore) s'explique, comme nous le verrons, par le non-refinancement du portefeuille d'actifs des banques espagnoles. Ce faisant, alors que le chômage en Espagne atteignait des sommets, les défauts des

¹ L'auteur préfère cette notion à celle de périphérie à des fins clairement et directement politiques. La notion de dépendance inhérente à celle de périphérie ne renvoie pas assez directement à la tiers-mondisation, entendue au sens d'une impressionnante régression sociale, en train de prendre forme dans de nombreux pays du Sud de la zone euro. Un quotidien économique annonçait, il y a peu, que jamais autant d'Italiens n'avaient été en situation de pauvreté absolue depuis 1945 : 5 millions d'Italiens sont touchés. Chez les enfants, 1 sur 10 est concerné (*Les Echos*, 29 juillet 2016). En Grèce, le revenu médian des ménages avec des enfants est tombé en 2012 sous le niveau de 1998, soit l'équivalent d'une perte de 14 années de progression salariale (Unicef, Rapport Infanti, 2013).

ménages se sont multipliés et partant, c'est la solvabilité du secteur bancaire local qui en est sortie fortement dégradée. Il en a résulté, à l'époque, un plus grand danger pour la zone euro qu'un défaut désordonné de la république hellénique sur sa dette publique. Notre analyse reviendra sur ces enchaînements et leur traitement par les autorités européennes avant de statuer sur l'état macroéconomique global de l'Espagne aujourd'hui.

Prémisses maastrichtiennes

La préparation du passage à l'euro s'est effectuée en 1992 lors de la signature du traité de Maastricht. Les conditions auxquelles se soumettaient les Etats membres étaient les suivantes. Dans chaque pays, le taux d'inflation pouvait, au maximum, excéder de 1.5% le taux moyen des trois Etats membres les moins exposés à l'augmentation du coût de la vie. Les déficits budgétaires devaient systématiquement se situer en dessous des 3% du PIB. Les endettements publics des candidats devaient être inférieurs à 60% du PIB. Selon ces critères, ni la Belgique ni l'Italie ne pouvaient figurer parmi les pays membres du club euro. Néanmoins, une vigoureuse politique de désendettement a permis à ces deux pays d'entrer dans la zone euro. De plus, la Banque centrale européenne, dans le cadre de la mise en œuvre de l'euro, est indépendante du politique et exclusivement mandatée pour maintenir la stabilité des prix sans autre forme de considération pour la croissance et l'emploi².

Pendant près de deux décennies, cette logique d'action constitue l'alpha et l'oméga de la politique monétaire européenne. Ce qui permet d'établir que « *l'Union monétaire (...) est un projet indiscutablement de droite. Si on ne s'en est pas rendu compte au début, on devrait en avoir malheureusement pris conscience maintenant que les économies les plus faibles de la zone euro subissent le traitement punitif qui était auparavant réservé aux économies du Tiers-monde prises dans l'étau du Fond Monétaire International (FMI) et de ses dirigeants du G-7. Au lieu d'essayer de sortir de la récession grâce aux incitations fiscales et/ou monétaires, comme la plupart des gouvernements l'ont fait en 2009, ces gouvernements sont forcés de faire le contraire au prix d'un énorme coût social (...) pendant que les banques sont renflouées par les contribuables* »³.

Autant le dire d'emblée, on ne réglera pas la profonde crise que traverse l'euro sans revisiter de fond en comble les fondamentaux de la politique monétaire en Europe. Et il ne s'agit pas exclusivement d'une question de niveau des taux d'intérêt, comme nous le verrons par la suite.

Mais commençons par le commencement ou plutôt revenons-y. Dès le départ, la zone euro n'était pas une zone monétaire optimale. L'optimalité d'une zone monétaire est définie « classiquement » par la mobilité du capital et du travail comme facteurs de production. Si cette mobilité n'existe pas entre un pays A et un pays B à l'intérieur d'une union monétaire, que se passe-t-il en cas de choc affectant plus profondément un des deux pays ? « *En l'absence de déplacement des facteurs de production, le pays A subira une baisse de sa production entraînant la sous-utilisation de ses usines, une montée du chômage ainsi qu'une détérioration de sa balance courante des paiements. Le pays B sera marqué, à l'inverse, par un excès de production (...) et bénéficiera d'un excès de sa balance courante des paiements* »⁴.

² A la différence de la FED américaine et de la Banque du Japon qui, avec plus ou moins de succès, ont ouvert les vannes du crédit et de la création monétaire dès le début de la crise. Il faudra attendre l'arrivée de Mario Draghi à la tête de la BCE, en novembre 2011, pour assister à une inflexion dans le traitement monétaire de la crise dans la zone euro.

³ Mark WEISBROT, "Why the euro is not worth saving", *The Guardian*, édition mise en ligne le 11 juillet 2011 (notre traduction).

⁴ Christian SAINT-ETIENNE, *La fin de l'euro*, Ed. François Bourin, Paris, 2011, p.19.

Ce cas de figure s'est pleinement vérifié dans la zone euro dans la mesure où les politiques économiques des différents Etats membres étaient de natures profondément divergentes. Schématiquement, on peut décrire la zone euro comme divisée entre deux groupes de pays qui, sur un plan strictement économique, sont passablement dissemblables.

« D'une part, les pays du Nord, l'Allemagne, les Pays-Bas, l'Autriche, qui ont choisi un modèle industriel exportateur ; de l'autre, les pays du Sud, France, Italie, Espagne etc., et leur modèle de consommation, tiré en France par la dépense publique (...) Ce divorce s'est aggravé avec la crise de 2008 »⁵. On retrouve ici une vieille opposition entre d'une part, les nations de l'espace méditerranéen (nommé familièrement Club Med outre-Rhin) et celles des zones orientale et occidentale du continent dominées par l'Allemagne.

Le Nord et le Sud

Les pays du Sud de l'Europe vont connaître une détérioration constante de leurs balances courantes au cours des années 2000, après l'adoption de l'euro. Pour rappel, la balance des opérations courantes se calcule en additionnant les soldes de la balance commerciale (balance relative aux échanges de biens physiques), des services, des revenus (salaires, dividendes, intérêts) et des transferts (dons et aides divers). Le tableau qui suit permet de vérifier cette hypothèse.

Ce premier recensement de données part de celles établies dans la foulée de l'adoption de l'euro jusqu'à l'éclatement de la crise. Pour mémoire, après le choc financier de 2008, la grande récession n'a commencé à faire sentir ses effets qu'à partir de 2009 ; et les premiers plans d'austérité qui ont amplifié les tendances récessives n'ont commencé à véritablement faire ressentir leurs effets profondément pro-cycliques qu'à partir de 2011. Nous aborderons cette deuxième séquence dans d'autres tableaux par la suite.

Evolution du solde des échanges extérieurs de biens et services des pays du Sud de l'Europe (en % du PIB à partir de 2002) en prix courants

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Grèce	-13,5	-12,3	-10,1	-9,0	-10,6	-11,9	-12,8	-10,7	-8,5
Espagne	-2,1	-2,4	-4,0	-5,3	-6,4	-6,7	-5,8	-2,2	-2,2
France	1,5	0,9	0,4	-0,6	-1,0	-1,5	-2,1	-1,8	-2,3
Italie	1,0	0,6	0,7	-0,1	-0,8	-0,2	-0,7	-0,4	-1,8
Portugal	-8,3	-6,8	-8,3	-9,4	-8,7	-8,0	-10,1	-7,5	-7,2

⁵ Christian SAINT-ETIENNE dans *Libération*, édition mise en ligne le 12 juillet 2011.

Source : Eurostat, 2011.

Comme on peut le constater, la dégradation des soldes des échanges des pays du Sud européen s'est globalement aggravée depuis la création de l'euro monnaie unique. On remarquera que les pays particulièrement mis sous pression au moment de la crise de la dette de 2011-2012 (Portugal, Espagne, Grèce) ont tous vu leurs déficits se réduire après 2008. Cela est essentiellement dû aux politiques d'austérité qui y ont bridé la demande globale des ménages et des pouvoirs publics. Dans le cas de la France et de l'Italie, l'évolution est encore plus saisissante puisque ces deux pays connaissaient des excédents au moment de l'introduction de l'euro. Ce ne sera plus le cas à partir de 2005. On peut voir dans cette dégradation le résultat de celle des termes de l'échange avec l'Allemagne qui a, entre 2003 et 2005, mené tambour battant une réforme de son marché du travail se caractérisant par une volonté de faire pression à la baisse sur les salaires. Pour faire vite, les réformes Hartz I, II, III et IV outre-Rhin ont permis d'assouplir les conditions de licenciement, de diminuer le montant des allocations de chômage et de créer des postes de travail en-dessous du salaire minimum.

Au passage, on remarquera que la Grèce fait un peu exception dans ce tableau d'ensemble, dans la mesure où son déficit commercial n'a recommencé à se creuser qu'à partir de 2005. Jusque-là, il avait plutôt diminué tout en continuant, cependant, à être le plus important des pays du Sud de l'Europe. En 2008, le déficit commercial grec retrouvait son niveau du début des années 2000.

L'année 2008 va marquer un tournant pour ces pays. La socialisation des pertes bancaires dans le Nord industrialisé de l'Europe va déstabiliser gravement les finances publiques du monde développé. Les recapitalisations des banques et les mesures de stimulation des économies ont creusé les déficits dans la plupart des pays avancés du G-20, qui verront leurs dettes publiques, en moyenne de leurs produits intérieurs bruts respectifs, passer de 78.8% en 2007 à 119.7% en 2014. Pendant ce temps, les émergents membres du G-20 feront légèrement baisser le poids de leurs dettes (37.5% du PIB puis 36.4% en 2014). La dette publique des USA dépassera les 112% du PIB en 2014 et ne commencera à se stabiliser⁶ qu'à partir de 2019.

Quand les Etats occidentaux ont fait le choix de prendre à leur compte les dettes des banques devenues insolubles en raison du manque de discernement de ces dernières dans leur politique d'endettement, il y avait de fortes chances pour que leurs finances publiques fassent l'objet d'une grande défiance de la part du capital financier. Robert Zoelig, président du groupe de la Banque mondiale l'avait, d'ailleurs, annoncé en 2010 : « *les solutions de 2008-2009 pourraient avoir jeté les bases des troubles à venir en 2010* »⁷.

Ce retournement de la confiance dans les finances publiques occidentales a particulièrement impacté les pays du Sud de l'Europe. Dans les années 2000, quand les finances publiques des pays occidentaux n'étaient pas scrutées avec inquiétude par les institutions financières, les possibilités d'endettement étaient facilitées, au Sud du vieux continent, du fait qu'il adhérait à une zone monétaire qui, lutte maastrichtienne contre l'inflation oblige, faisait le pari d'une monnaie forte à la manière du *Deutsche Mark*.

Euro et endettement

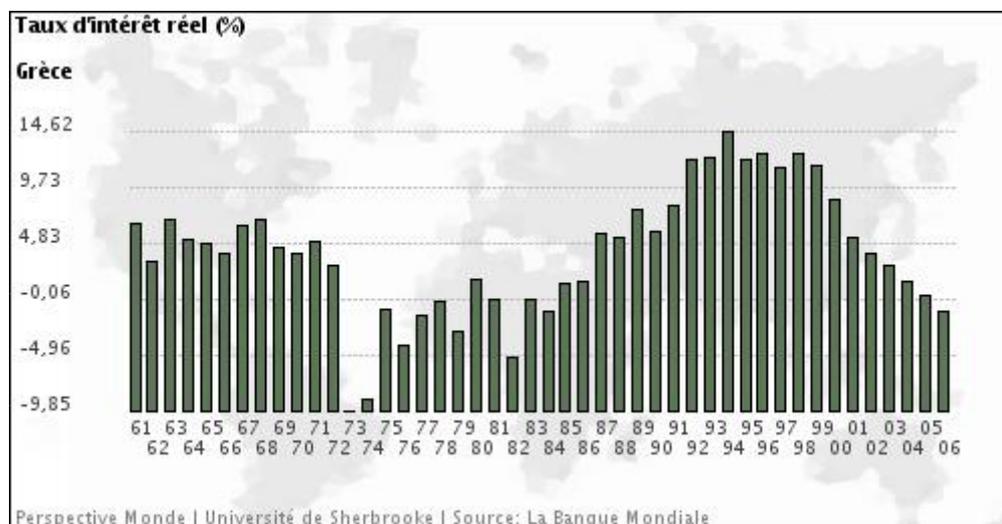
L'adoption de l'euro a permis à l'Espagne, à l'Italie et à la Grèce de s'endetter à meilleur taux. On ne disait pas autre chose dans les pages de la presse catholique et conservatrice belge en 2010 :

⁶ Mark HORTON, Manmohan KUMAR, Paulo MAURO, *IMF staff position note*, « The state of public finances : a cross country fiscal monitor », 30 juillet 2009, p.26.

⁷ *Financial Times*, 25 novembre 2009 (notre traduction).

« S'il n'y avait pas eu l'euro, certaines économies, et en particulier celles de l'Europe du Sud, auraient eu à payer un prix plus cher » (pour leur dette publique)⁸. Cette version est corroborée par les faits. Prenons l'exemple de la Grèce. Le tableau ci-après décrit l'évolution des taux d'intérêt réels (taux d'intérêt nominaux diminués de l'inflation) de la Grèce entre 1961 et 2006.

Taux d'intérêt réels en Grèce (1961-2006)



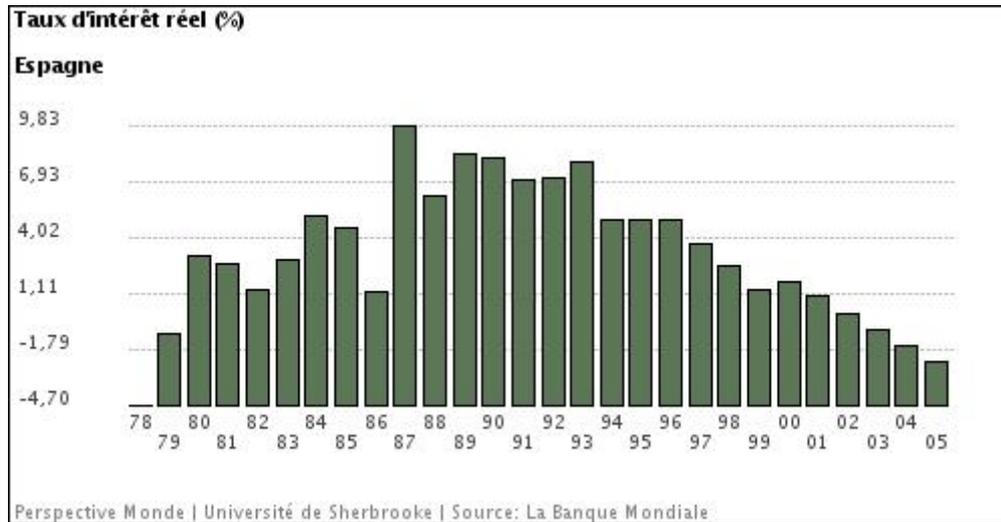
Source : Université de Sherbrooke, [http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/tend/GRC/fr/FR.INR.RINR.html\(2005\)](http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/tend/GRC/fr/FR.INR.RINR.html(2005))

On aperçoit qu'en 1995, la Grèce s'acquittait d'un taux d'intérêt réel sur sa dette avoisinant les 12%. Après l'adhésion à l'euro, ce taux d'intérêt réel a beaucoup baissé (8.6 en 2000 puis 2.7% en 2003). A partir de 2004, les taux d'intérêts réels en Grèce sont devenus négatifs. Il était, dans ces conditions, parfaitement logique que les ménages et l'Etat s'endettent davantage. A l'époque, personne, en Allemagne non plus, ne trouvait rien à redire à cet état de choses. Vu la politique de l'euro fort, les industries des pays du Sud méditerranéen étaient de moins en moins compétitives.

Au total, le boom de la consommation y a permis l'émergence de nouvelles parts de marché pour l'industrie allemande. La progression de l'endettement va frapper tous les pays de la zone euro qui ont en partage une langue latine et/ou la Méditerranée. Pour ce qui est de l'Espagne, les données se présentent comme suit.

⁸ La Libre Belgique, 28 octobre 2010.

Taux d'intérêts réels en Espagne



Source : Université de Sherbrooke, URL :

<http://perspective.usherbrooke.ca/bilan/tend/ESP/fr/FR.INR.RINR.html> (2005)

A partir de l'année 2003, les taux d'intérêts réels espagnols deviennent nuls, puis négatifs en 2004 et 2005.

L'endettement des ménages et des pouvoirs publics, exprimé en pour cents du PIB va, dans la partie méridionale de l'Europe, connaître une expansion spectaculaire dans ces années antérieures à la crise de 2007-2008, qui débouche sur une récession en 2009.

Voici les données pour les ménages. On retiendra que le logement peut constituer une part importante de leur dette.

Endettement des ménages en % du PIB (Portugal, Grèce, Espagne, France) depuis 2001

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Grèce	23,35	26,96	30,12	34,86	41,80	46,75	51,93
Espagne	55,49	59,06	64,41	70,42	77,65	84,89	87,66
France	48,55	47,60	49,94	52,65	56,83	60,21	62,68
Italie	27,97	32,25	34,77	37,16	40,37	42,92	45,10
Portugal	76,38	77,84	82,37	86,66	90,94	95,60	99,65
	2008	2009	2010				
Grèce	55,29	57,25	64,95				
Espagne	88,06	89,88	90,13				
France	64,13	69,01	:				
Italie	45,59	48,66	:				
Portugal	101,69	106,24	105,31				

Source : Eurostat, 2011.

C'est en France que l'endettement des ménages a le moins augmenté. La progression dans le cas de la Grèce est particulièrement spectaculaire puisque l'endettement des ménages y a quasiment triplé en une décennie. En Italie, il a presque doublé sans pour autant atteindre les sommets de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal. Quant à l'Espagne et au Portugal, l'endettement des ménages, en 2011, s'approchait de, voire dépassait la barre des 100% du PIB.

Endettement des administrations publiques en % du PIB (Portugal, Grèce, Espagne, France) depuis 2001

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Grèce	118,08	117,56	112,32	114,78	112,36	115,62
Espagne	61,86	60,33	55,35	53,36	50,71	46,20
France	64,27	67,34	71,47	73,80	75,61	70,94
Italie	120,80	119,35	116,91	117,17	119,90	117,34
Portugal	61,68	65,04	66,76	69,29	72,84	77,61
	2007	2008	2009	2010		
Grèce	112,89	116,11	131,55	122,51		
Espagne	42,28	47,58	62,47	66,36		
France	70,00	75,79	87,14	:		
Italie	112,65	115,11	127,66	:		
Portugal	75,42	80,58	93,13	96,67		

Source : Eurostat, 2011.

On remarquera qu'avant même la crise financière de 2008, les endettements publics de ce groupe de pays ont progressé de manière constante. La crise de 2008 n'a fait qu'aggraver cette évolution.

Côté fourmis

Cette situation contraste avec celle des pays « vertueux » du Nord de la zone euro (Pays-Bas, Allemagne, Autriche, Finlande) qui ont commencé à se désendetter à partir de 2005 (2004 pour les Pays-Bas).

Endettement des administrations publiques en % du PIB (Pays-Bas, Allemagne, Autriche, Finlande) depuis 2001

	2001	2002	2003	2004	2005
Allemagne	60,67	63,04	66,23	69,30	71,81
Autriche	77,24	79,33	77,83	77,51	78,22
Finlande	60,19	57,48	59,13	57,62	54,01

Pays-Bas	63,45	65,17	67,03	66,95	65,84
	2006	2007	2008	2009	2010
Allemagne	70,00	66,02	69,90	77,04	:
Autriche	74,13	70,56	73,93	81,87	:
Finlande	50,31	46,04	45,06	56,17	61,95
Pays-Bas	58,96	56,36	71,23	75,97	:

Source : Eurostat, 2011.

Le désendettement des pouvoirs publics, dans les pays dits vertueux, compense, dans certains cas, la progression continue de l'endettement de leurs ménages.

Evolution de l'endettement des ménages des « pays vertueux » de la zone euro entre 2001 et 2010

	TIME ▶	2001	2002	2003	2004	2005
	GEO ▼					
Allemagne (incluant l'ancienne RDA à partir de 1991)		73,1	72,8	73,1	71,7	70,5
Pays-Bas		90,7	96,2	104,0	108,8	115,1
Autriche		47,5	48,3	48,7	50,8	54,5
Finlande		34,7	37,8	41,6	46,4	51,3
	TIME ▶	2006	2007	2008	2009	2010
	GEO ▼					
Allemagne (incluant l'ancienne RDA à partir de 1991)		67,7	63,7	62,0	64,6	62,0
Pays-Bas		118,6	119,1	120,9	132,3	132,7
Autriche		54,9	54,2	55,1	57,0	57,3
Finlande		56,0	57,0	60,2	66,6	67,7

Source : Eurostat, 2011

C'est surtout vrai pour les Pays-Bas où l'endettement des ménages a progressé pour dépasser les 100% du PIB. Par contre, en Allemagne, le désendettement des ménages est une tendance continue depuis 2005.

Avec la crise financière de 2008, ces pays « vertueux » ont été contraints de s'endetter pour faire face à l'état d'insolvabilité de leurs banques. La demande globale de crédit dans la zone euro a donc augmenté et les acteurs financiers se sont montrés particulièrement méfiants à l'égard des pays du Sud, étant donné le déficit chronique de leurs balances des opérations courantes.

Industrie versus immobilier

Pendant que les pays dits du Club Med s'installaient dans la croissance à crédit et sacrifiaient des pans entiers de leurs industries, on enregistrait, dans le même temps, un *boom* impressionnant du secteur de la construction dans ces pays. Le secteur secondaire des pays du Club Med va connaître un état de profonde stagnation en termes de valeur ajoutée brute. La valeur ajoutée brute correspond au chiffre d'affaires d'un secteur diminué des consommations intermédiaires. La valeur ajoutée est dite brute car on n'a pas enlevé du chiffre d'affaires le montant correspondant à l'usure du capital, l'amortissement. Pendant ce temps, les pays du centre industrialisé de l'Europe connaissaient une augmentation continue de la valeur ajoutée de leurs industries.

Evolution de la valeur ajoutée brute (aux prix de base) de l'industrie manufacturière (euros par habitant) entre 2002 et 2011 pour 7 pays de la zone euro.

TIME ▶ GEO ▼	2002	2003	2004	2005	2006
Allemagne (incluant l'ancienne RDA à partir de 1991)	5.000	5.100	5.300	5.400	5.800
Grèce	1.200(p)	1.300(p)	1.400(p)	1.500(b)	1.700(p)
Espagne	2.700	2.700	2.800	2.900	3.000
France	3.200	3.100	3.100	3.100	3.000
Italie	3.900	3.800	3.900	3.900	4.100
Pays-Bas	3.400	3.500	3.600	3.800	3.800
Portugal	1.900	1.900	1.900	1.800	1.900
TIME ▶ GEO ▼	2007	2008	2009	2010	2011
Allemagne (incluant l'ancienne RDA à partir de 1991)	6.100	6.000	5.100	5.700	6.200
Grèce	1.700(p)	1.700(p)	1.800(p)	1.800(p)	1.700(p)
Espagne	3.000	3.000	2.600	2.700	2.900
France	3.200	3.100	2.700	2.700	:
Italie	4.300	4.200	3.600	3.700	3.700
Pays-Bas	4.100	4.100	3.600	3.900	4.100
Portugal	1.900	1.900	1.800	1.800(p)	1.800(p)

(p) provisoire

Source : Eurostat, mai 2012

En dix ans, la valeur ajoutée brute par habitant de l'industrie manufacturière allemande a connu une augmentation de 24% (20.6% pour les Pays-Bas). Pour le Portugal, l'Italie et la France, on voit clairement que la tendance a été à la baisse de la valeur ajoutée *per capita* dans le secteur industriel. La situation espagnole s'est caractérisée par une relative stagnation jusqu'au milieu des années 2000. En 2007 et 2008, la valeur ajoutée du secteur manufacturier a légèrement augmenté. Depuis l'éclatement de la crise, elle retrouve, à peu de choses près, son niveau du début des années 2000.

En ce qui concerne la Grèce, les données présentées par Eurostat indiquent, à titre provisoire, une progression de la valeur ajoutée du secteur industriel. Celle-ci doit s'analyser comme liée à la dynamique de distribution du crédit, favorisée par l'entrée dans la zone euro et qui a permis aux entreprises grecques de procéder à des investissements ayant tiré la valeur ajoutée industrielle vers le haut (cette dernière était, il est vrai, particulièrement basse en 2001). La crise de la dette semble,

depuis trois ans, imprimer un mouvement vers le bas en ce qui concerne la valeur ajoutée *per capita* de l'industrie hellénique.

Pour ce qui est de la construction, on observe les tendances suivantes en prenant comme point d'observation l'évolution de la valeur ajoutée dans le secteur de la construction dans sept pays de la zone euro entre 2002 et 2011.

Evolution de la valeur ajoutée brute (aux prix de base) de la construction (euros par habitant) entre 2002 et 2011 pour 7 pays de la zone euro

TIME ▶ GEO ▼	2002	2003	2004	2005	2006
Allemagne (incluant l'ancienne RDA à partir de 1991)	1.100	1.000	1.000	1.000	1.000
Grèce	800(p)	900(p)	1.000(p)	1.100(b)	1.300(p)
Espagne	1.800	2.000	2.200	2.500	2.800
France	1.200	1.200	1.300	1.400	1.500
Italie	1.100	1.200	1.300	1.400	1.400
Pays-Bas	1.500	1.500	1.500	1.500	1.600
Portugal	1.000	900	1.000	900	900

TIME ▶ GEO ▼	2007	2008	2009	2010	2011
Allemagne (incluant l'ancienne RDA à partir de 1991)	1.100	1.100	1.200	1.200	1.200
Grèce	1.200(p)	1.100(p)	1.100(p)	900(p)	800(p)
Espagne	2.900	3.000	2.800	2.500	2.500
France	1.600	1.800	1.700	1.600	:
Italie	1.500	1.500	1.400	1.400	1.400
Pays-Bas	1.800	1.900	1.900	1.700	1.800
Portugal	1.000	1.000	900	900(p)	900(p)

(p) provisoire

Source : Eurostat, mai 2012

A partir de 2002, et nous avons vu que c'est à cette époque que le crédit à bon marché a commencé à diffuser ses effets, la valeur ajoutée brute du secteur de la construction par habitant dans les pays dits du Club Med a augmenté jusqu'à la crise financière de 2008. De 2002 à 2007, le secteur de la construction en Grèce a progressé de 50%. En Italie, cette progression a été de 27%. En revanche, au Portugal, on ne note aucune croissance du secteur de la construction, signe vraisemblablement de ce que l'augmentation de la dette privée au Portugal procède plus d'un *boom* de la consommation à crédit des ménages que de l'apparition d'une bulle spéculative dans l'immobilier. Cette dernière surviendra après la crise de 2007-2008.

En compulsant à ce sujet les bases de données d'Eurostat, on aperçoit que le taux d'endettement brut des ménages passe de 96.20% du PIB en 2002 à 130.52% en 2009. Mais à partir de 2010 jusqu'à 2015, on doit signaler, austérité oblige, un fort désendettement des ménages. L'endettement brut des ménages portugais passe de 128.10 à 117.54% du PIB en 2013.

C'est en Espagne que la progression de la valeur ajoutée de l'immobilier a été la plus forte. Entre l'entrée dans la zone euro et la crise de 2007-2008, la valeur ajoutée *per capita* du secteur a connu une progression fulgurante. Cette dernière donne le tournis puisqu'elle a été de 67% en 10 ans.

Depuis la crise de 2008, le secteur de la construction a perdu beaucoup de son importance dans cette zone. Et c'est en Espagne que la chute a été la plus spectaculaire (-17% entre 2008 et 2011).

Dans les pays à forte tradition industrielle (Hollande et Allemagne), où l'industrie a connu une croissance plus qu'appréciable (+24% en Allemagne entre 2002 et 2011) de sa valeur ajoutée brute constante depuis le début des années 2000, le secteur de la construction n'a pas connu de progression spectaculaire quant à son importance dans l'activité économique globale. Et la crise de 2007-2008 n'a, en définitive, pas changé grand-chose à cette donnée.

Un Tiers-monde si proche...

La progression de l'endettement dans les pays dits du Club Med (qu'on appellera moins bucoliquement *PIIGS*⁹ après la crise des dettes souveraines dans la zone euro) ne s'observe pas dans les pays vertueux de l'eurozone, où la valeur ajoutée de l'industrie n'a cessé de progresser au cours de la première décennie du nouveau millénaire (en réalité de 2001 à 2007, année d'entrée en crise du système capitaliste aux Etats-Unis). La production continue de la valeur ajoutée dans cette partie du continent a permis, malgré une baisse de la part des salaires dans les PIB¹⁰, le maintien d'une épargne privée suffisante pour y maintenir la solvabilité globale du secteur financier. Illustrons ce constat par une comparaison entre les données disponibles, en la matière, pour lesdits vertueux et ledit Club Med.

Pour établir nos comparaisons, nous avons sélectionné les données relatives à la position financière nette de différents pays membres de l'eurozone. La position financière nette s'établit en faisant la différence entre les actifs détenus par les agents économiques d'un pays et leurs dettes. Une position financière légèrement négative n'a rien de spécialement alarmant surtout si elle est compensée par des perspectives de croissance du PIB.

Position financière nette au Nord et au Sud de la zone euro (en % PIB)

GEO ▼	TIME ▶				
	2001	2002	2003	2004	2005
Belgique	51,2	42,0	39,8	21,4	18,3
Allemagne (incluant l'ancienne RDA à partir de 1991)	5,4	-0,9	-1,9	1,6	13,6
Grèce	-41,5	-56,0	-63,3	-72,4	-79,0
Espagne	-34,3	-38,4	-43,1	-52,0	-56,2
France	12,4	-2,2	-2,4	-5,3	-0,6
Italie	-5,2	-11,1	-13,4	-13,9	-13,1
Pays-Bas	-6,8	-0,9	15,1	31,9	27,4
Autriche	-19,3	-20,2	-15,8	-16,1	-12,9
Portugal	-46,0	-54,8	-57,6	-62,4	-66,3
Finlande	-82,8	-34,5	-19,1	-12,3	-16,7
GEO ▼	TIME ▶				
	2006	2007	2008	2009	2010

⁹ Acronyme *globish* : *PIIGS* = *Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain*.

¹⁰ Bien mise en évidence dans le débat public par un économiste de la constellation keynésienne, Thomas PIKETTY (2013). On signalera que Michel HUSSON, un économiste d'orientation clairement marxiste a mis cette tendance en lumière dans *Misère du capital – Une critique du néolibéralisme* (Editions Syllepse, Paris, 1997), en tant que source fondamentale d'accumulation au sein du capitalisme post-fordiste.

TIME ▶ GEO ▼	2006	2007	2008	2009	2010
Belgique	8,1	24,2	46,6	25,8	17,8
Allemagne (incluant l'ancienne RDA à partir de 1991)	1,2	5,7	16,9	18,9	20,9
Grèce	-99,1	-111,5	-98,1	-111,6	-103,6
Espagne	-66,3	-78,5	-78,4	-89,5	-85,6
France	-3,0	-4,3	-12,1	-10,6	-12,0
Italie	-19,9	-24,3	-27,4	-26,4	-24,1
Pays-Bas	38,4	45,3	46,6	67,9	76,3
Autriche	-10,9	-11,3	-8,9	-5,2	-8,1
Portugal	-77,6	-87,1	-93,9	-107,9	-103,8
Finlande	-14,1	-29,0	-5,4	-0,5	5,8

Source : Eurostat, mai 2012.

Le moins que l'on puisse dire est que la comparaison entre les zones méridionale et septentrionale de l'*euroland* offrait, dès 2010, des perspectives contrastées. Les pays du Sud se trouvaient dans des situations d'insolvabilité caractéristique après une décennie de croissance à crédit. Le poids des dettes nettes dans le cas de l'Espagne représentait près de 86% du PIB ibérique en 2010. Et la croissance espagnole n'était pas de nature à rassurer à cette époque (+0,7% en 2011 et -1,7% en 2012 selon des données FMI¹¹). Les données étaient plus mauvaises encore pour la Grèce et le Portugal dont les situations d'insolvabilité étaient plus prononcées encore (-103% pour les deux pays).

La France et l'Italie, pour les dettes, étaient bien à considérer comme des pays du Sud. Les insolvabilités financières respectives de ces deux pays excédaient les perspectives de croissance de leurs PIB à moyen terme. Ces dernières étaient dégradées comme partout ailleurs en Europe occidentale et en Amérique du Nord. La situation de l'Italie était, de ce point de vue, plus difficile que celle de la France. Son insolvabilité en 2010 (24% du PIB) était deux fois plus importante que celle de la France (12% du PIB).

La situation des pays du Nord de l'Europe était très différente de ce point de vue. Tous, à l'exception de l'Autriche (qui accusait une balance actifs-dettes négative tournant aux alentours des 8 points de PIB), présentaient des profils de solvabilité fort distincts. Entre 2009 et 2010, certains réussissaient même à améliorer leurs performances en ce domaine. C'était notamment le cas de l'Allemagne et des Pays-Bas. A la même époque, la Finlande sortait du rouge et devenait, pour la première fois en une décennie, un pays légèrement solvable.

Comme nous l'avons vu, l'endettement des pays méditerranéens résulte, pour partie, de leurs balances commerciales chroniquement négatives du fait de leur compétitivité dégradée. Cette dégradation des balances commerciales, au Sud du continent, est allée de pair avec une perte de la valeur ajoutée dans les industries manufacturières, avec la désindustrialisation de ces pays.

C'était indéniablement le prix à payer pour une monnaie forte (l'euro) permettant d'avoir recours à du crédit à bon marché. Lorsqu'un Etat, dont les industries se caractérisent par de faibles valeurs ajoutées brutes, lie ses politiques de change à la monnaie d'un Etat plus développé du point de vue des capacités industrielles, ses productions deviennent relativement plus coûteuses et donc ses capacités exportatrices s'en trouvent réduites. Dès lors, sa balance des paiements en ressort

¹¹ FMI, *Perspectives de l'Economie Mondiale*, janvier 2012.

déséquilibrée. Le recours à l'endettement a permis de combler cette déficience jusqu'au moment où les banques du Nord de l'Europe ont dû être recapitalisées. Le robinet du crédit était définitivement coupé. La crise de la dette pouvait alors commencer au Sud de la zone euro et en Irlande.

Uno por uno ?

La dimension d'endettement et ensuite de crise de la dette doit s'appréhender comme la résultante d'une perte de compétitivité des économies du Sud de l'Europe dont témoigne la dégradation de leurs balances courantes. Pour mesurer la productivité du travail, on se référera à l'indicateur « euros par heure travaillée ».

Productivité (euros par heure travaillée). Zone euro 2002-2012.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Belgique	43,6	44,1	45,8	45,5	46,2	46,9
Danemark	45,5	46,3	47,5	48,2	48,6	48,5
Allemagne	38,7	39,1	39,4	39,9	41,3	42
Grèce	18,6	19,5	20,1	19,8	20,8	21,4
Espagne	27,4	27,6	27,7	27,9	28,1	28,5
France	42,3	42,7	43	43,6	44,9	44,9
Italie	32,1	31,7	32,1	32,4	32,5	32,6
Pays-Bas	41,8	42,4	43,8	44,7	45,5	46,2
Autriche	34,5	34,7	35,3	36,1	37,3	38,1
Portugal	15,2	15,2	15,4	15,6	15,8	16,1
	2008	2009	2010	2011		
Belgique	46,3	45,8	:	:		
Danemark	47,3	46,4	48	48,5		
Allemagne	42	40,9	41,7	42,3		
Grèce	21,1	21	20,4	20,3		
Espagne	28,7	29,5	30,2	30,7		
France	44,4	44,2	44,8	45,4		
Italie	32,4	31,7	32,4	32,5		
Pays-Bas	46,2	45,1	46,1	46,2		
Autriche	38,3	38,2	39	39,2		
Portugal	16,1	16,1	16,4	16,5		

Source : Eurostat, août 2012.

Comme nous pouvons le constater, les niveaux de productivité étaient sensiblement différents dans la zone euro lors de sa création. En 2002, le travailleur belge produisait pour 43.6 euros par heure travaillée. Un salarié danois dégagait de la valeur à hauteur de 45.5 euros. La productivité allemande était du même niveau avec 38.7 euros par heure travaillée. Le contraste est important avec les niveaux de productivité du Portugal (15.2 euros par heure travaillée) et de la Grèce (18.6 euros par heure travaillée). A cette époque, l'Espagne se trouvait à un niveau intermédiaire avec 27.4 euros/heure.

Ce différentiel important ne s'est pas vraiment résorbé au cours de la décennie. Par exemple, le différentiel entre la Grèce et l'Allemagne était de 20.1 euros en 2002. Il passe à 20.9 euros en 2012. On constate la même aggravation dans le cas du Portugal. Dans le cas de l'Espagne, le différentiel s'est juste stabilisé.

Scrutons les opérations de la balance des opérations courantes pour les pays méditerranéens de la zone euro depuis 2001.

Balance des opérations courantes de la zone euro (millions d'euros) pour le Sud de la zone euro

GEO/TIME	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Grèce	-10.585	-10.201	-11.266	-10.718	-14.744	-23.759	-32.602
Espagne	-26.823	-23.765	-27.476	-44.164	-66.861	-88.313	-105.265
Italie	3.424	-5.637	-10.415	-4.645	-12.603	-22.345	-19.916
Portugal	-13.879	-11.574	-9.230	-12.432	-15.924	-17.186	-17.105

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014Q1
-34.798	-25.814	-22.501	-20.629	-4.607	1.361	-1.075
-104.676	-50.539	-46.963	-38.968	-12.428	7.965	-8.227
-44.899	-29.028	-52.564	-47.303	-4.060	15.803	-875
-21.736	-18.402	-18.291	-12.007	-3.325	850	-652

Source : Eurostat, juin 2016 (les données disponibles sur Eurostat s'arrêtent au premier trimestre 2014)

On aperçoit que les balances des opérations courantes des pays du Sud de la zone euro s'aggravent jusqu'à l'année 2011. C'est à cette époque que les plans d'austérité ont fait pression à la baisse sur la demande dans ces pays. Une amélioration est à signaler depuis l'année 2013 : les quatre pays comptent alors une balance positive. On notera toutefois une dégradation et un retour à un solde négatif pour le premier trimestre de l'année 2014. On interprétera cette récente (et relative) embellie comme une pression à la baisse sur les salaires dans ces pays.

Notre référence à la notion, intrinsèquement politique, de Tiers-monde signifie qu'un parallélisme peut et doit être établi entre la situation des pays méditerranéens de la zone euro et par exemple celle de l'Argentine dans les années 90, à l'heure où les plans d'ajustement structurels détruisaient son économie¹². Un des points majeurs de l'application de ces plans d'ajustement structurel en Argentine (dont une des priorités était la lutte contre l'inflation) dans les années 90, aura été la parité stricte *dollar-peso*. Citons Pierre Salama, une référence pour comprendre les économies sud-américaines : « *l'Argentine s'est distinguée des autres pays en perdant quasi complètement la possibilité d'avoir une politique monétaire autonome avec l'institutionnalisation du plan de convertibilité – connu à l'étranger sous le nom de currency board (en espagnol, uno por uno) – par Cavallo en 1991 et donc l'abandon d'une politique de change réel* »¹³. Comment ne pas faire un parallélisme entre cet abandon de souveraineté et la création d'une monnaie commune, à savoir l'euro dont le cours élevé était calqué sur celui du *deutsch mark* ?

¹² Aux amateurs d'arguments d'autorité que ce parallélisme rebuterait, on recommandera la lecture de Paul KRUGMAN (Prix Nobel d'économie 2008), « Down Argentina Way », *New York Times*, 3 mai 2012.

¹³ Pierre SALAMA, *Argentine – La chronique d'une crise annoncée*, rapport à destination du Haut Conseil de la Coopération Internationale (France), 2002.

Comment ne pas voir le parallélisme évident entre la situation de l'Espagne et celle de l'Argentine, dix ans après l'adoption, pour chacun des deux pays, et dans des contextes évidemment différents, de leur *uno por uno*? Le *peso* fort, tout comme l'euro fort, ont exercé une pression à la baisse sur la balance courante de pays à faible valeur ajoutée brute de leurs industries. Et cette dégradation profonde et permanente des balances courantes va amener à une augmentation constante de l'endettement public. On sait comment tout ceci s'est terminé dans le cas argentin. L'économie argentine entre en récession en 1998, trois ans après la crise qui avait frappé le Mexique en même temps que l'effet *samba* avait affecté le voisin brésilien. Il en avait résulté une dévaluation brutale des monnaies brésilienne et mexicaine. La dévaluation du *real* brésilien a fortement enchéri les exportations et obéré les capacités exportatrices des entreprises argentines à une époque où Buenos Aires reste accroché à la convertibilité *uno por uno*. A la clé, une dégradation, dans un premier temps, de la balance commerciale argentine. Le maintien de la convertibilité *peso-dollar*, après la récession de 1998, a renforcé l'effet dévastateur du choc récessif.

En novembre 2001, l'objectif budgétaire imposé par le FMI dans le cadre du plan d'ajustement structurel argentin n'était pas atteint. Résultat : le FMI refusait d'allouer une somme de 1.25 milliard de dollars. Cette mauvaise nouvelle fut la cause d'une terrible perte de confiance envers l'économie argentine.

Avec fuite des capitaux à la clé. Et une déstabilisation du système bancaire. Afin d'empêcher les Argentins de convertir leurs *pesos* en *dollars*, le gouvernement limita les retraits d'argent des comptes courants à 250\$. La classe moyenne commençait à descendre dans la rue. L'Etat argentin, en cessation de paiement, n'avait plus le choix : il fallait dévaluer. Ce fut chose faite début 2002.

A la fin de cette même année, l'économie argentine redressait la tête. La compétitivité des produits argentins sur les marchés était raffermissée. Et la dette publique faisait l'objet d'une profonde restructuration. L'Etat argentin se déclarait partiellement (à 70% plus précisément) en défaut sur sa dette publique.

Des enchaînements de ce type n'ont plus rien d'in vraisemblable en Europe aujourd'hui. La restructuration de la dette grecque de 2012, qui n'avait rien de désordonné et d'unilatéral, puisqu'elle a été organisée par les autorités européennes elles-mêmes, constitue peut-être un prologue de ce type.

Le cas de l'Espagne

Si l'introduction qui précède peut paraître longue, son ambition est de proposer un éclairage sur les racines macroéconomiques d'une stratégie d'accumulation dans les pays méditerranéens tournant le dos à l'ajout de valeur dans la production pour se centrer sur un mode d'accumulation rentier dans le secteur du logement.

En Espagne, cette option a, comme nous allons le voir, débouché sur un épisode de déstabilisation des finances publiques du pays. C'est là un trait commun à tous les pays de cette zone qui ont connu une croissance du secteur immobilier sur fond de détérioration de leurs balances de paiement. L'augmentation des prix du secteur a été soutenue à bout de bras par le recyclage de capitaux résultant de l'accumulation d'excédents au Nord de la zone euro.

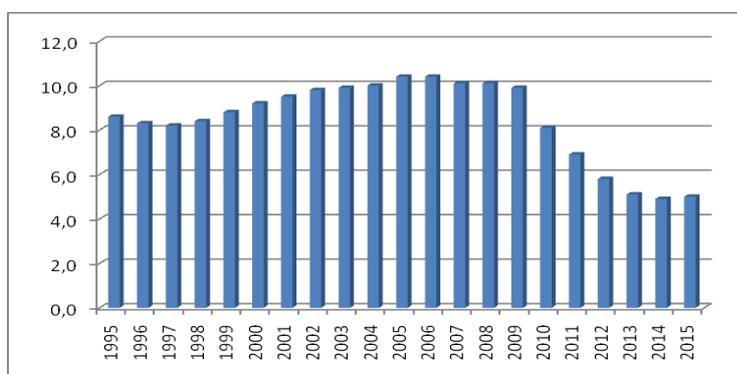
Mais pourquoi en Espagne plus qu'ailleurs ? Il se trouve que l'immobilier y a, plus qu'ailleurs, constitué un moteur pour la croissance. Nous verrons qu'au moins dans un premier temps, le lien avec le développement important du tourisme de masse est patent.

Le secteur immobilier espagnol s'est, depuis les années 80, signalé par de fortes variations des prix. Entre 1986 et 1991, on signale une augmentation de l'ordre de 234.1% en termes nominaux et de 130.6% en termes réels. Le pourcentage des revenus familiaux consacrés au remboursement des emprunts hypothécaires est passé de 41.7 à 61% à cette époque. Le premier *boom* immobilier espagnol s'explique par plusieurs facteurs.

On signalera, d'entrée de jeu, que la croissance a revêtu un caractère quasi exclusivement patrimonial. La politique des hauts taux d'intérêts qui, dès la fin des années 70, avait sévi en Espagne, comme partout dans le monde, avait fait pression à la baisse sur la demande de logements. La récupération qui prend forme à partir de 1985 tient donc au fait que des ménages décident d'acquérir des logements. La demande pour motif d'investissement spéculatif était relativement limitée à l'époque. Entre 1985 et 1991, la part de la spéculation dans la demande de logements¹⁴ n'a jamais dépassé les 15%, contre 35% en 2004 et 2005.

On peut donc établir que la longue durée de la bulle immobilière espagnole, de 1998 à 2007 (quasiment une décennie, soit le double du *boom* s'étalant de 1986 à 1991), s'explique par la composante financière et rentière de cette période d'expansion qui s'est auto-alimentée à partir du refinancement des prêts consentis, ce dernier procédant du recyclage par leurs banques des excédents commerciaux des pays du Nord de la zone euro au profit des nations méditerranéennes du continent. En 1985, la croissance en Espagne est au point mort. Le secteur de la construction devient le fer de lance de la reprise économique alors que l'Espagne compte un taux de chômage de 20%. La construction est, en effet, un secteur intensif en main d'œuvre se caractérisant par peu de possibilités de substitution de capital au travail. En plus de programmes favorisant la construction de nouvelles infrastructures, le gouvernement de Felipe González adopte un ensemble de mesures fiscales visant à favoriser l'accès à la propriété privée de logements. Le décret Boyer, du nom du ministre de l'économie à l'époque des faits, organise également l'allègement de la fiscalité sur les résidences secondaires et ce au moment où l'Espagne entre dans la Communauté économique européenne (CEE). Il en résultera une augmentation de la demande pour des villas dans la zone de villégiature de la côte espagnole. L'Espagne allait connaître une spécialisation importante dans le secteur de la construction. C'est ainsi que le secteur de la construction va devenir un moteur important de l'économie espagnole. Les premières séries Eurostat sur le secteur de la construction ne remontant qu'à 1995, il ne nous a pas été possible de montrer l'impact de la politique des années Gonzalez sur le développement du secteur de la construction au pays de Cervantès.

Part de la construction dans le PIB espagnol (1995-2015)



Source : Eurostat, juin 2016.

¹⁴ Javier Bertolín MORA, *La burbuja inmobiliaria española : causas y consecuencias*, Universitat Politècnica de Catalunya, Barcelona, Nov.- Déc. 2014, p.11.

En 1995, le secteur de la construction représentait 8.6% du PIB espagnol. On observe un léger tassement jusqu'en 1997, année durant laquelle la construction représente 8.2% du PIB. Ensuite, on observe une montée qui ne s'arrêtera plus jusqu'à l'éclatement de la crise de 2007-2008.

En 2005 et 2006, la construction représente 10.4% du PIB ibérique. Depuis, la part de la construction dans le PIB espagnol n'a fait que diminuer. Depuis 2013, elle tourne autour des 5%. C'est donc le niveau le plus bas depuis que les bases de données Eurostat ont été établies pour prendre la mesure de la construction en rapportant ce secteur au PIB espagnol.

Pour comparer la place que prend le secteur immobilier en Espagne à celle qu'il a dans d'autres pays de l'Union européenne, nous avons sélectionné les données pour quatre années différentes de manière à présenter des évolutions tenant compte de l'impact de la crise de 2007-2008.

Nous avons donc retenu d'abord l'année 1995 pour prendre le point de comparaison le plus lointain dans les bases de données Eurostat¹⁵. En sélectionnant, ensuite, l'année 2001, on décrira les tendances au moment de l'entrée des pays sélectionnés dans la zone euro. En reprenant l'année 2003, nous chercherons à identifier l'impact du recyclage des capitaux excédentaires en provenance des pays industrialisés de la zone euro dans les pays du sud. En choisissant l'année 2007 pour établir nos comparaisons, nous viserons à repérer les effets de l'onde de choc mondiale sur le secteur de la construction en Europe puisque la crise de l'immobilier américain, qui a entraîné l'ensemble du monde occidental dans sa chute, a commencé à l'été 2007. L'année 2010 nous donnera la possibilité de repérer d'éventuels effets de décalage dans le temps. Pour terminer, on signalera que la sélection de l'année 2015 permet évidemment de voir où nous en sommes aujourd'hui.

Part du secteur de la construction dans le PIB de différents pays européens (%). Comparaison avec l'Espagne pour les années 1995, 1999, 2003, 2007, 2010 et 2015.

	1995	1999	2003	2007	2010	2015
Belgique	4,8	4,6	4,4	4,8	5,0	5,0
Allemagne (jusqu'en 1990, ancien territoire de la RFA)	6,2	4,9	3,8	3,5	3,9	4,1
Grèce	5,1	6,3	8,0	6,5	3,9	2,3
Espagne	8,6	8,8	9,9	10,1	8,1	5,1
Portugal	5,7	6,4	6,3	5,9	5,1	3,5

Source : Eurostat, septembre 2016

Comme on peut le voir, les pays de la zone euro à forte valeur ajoutée (Belgique et Allemagne, en l'occurrence) ont vu la part qu'occupe la construction dans leurs PIB respectifs stagner (+ 0.2 % en Belgique) ou diminuer (-2% en Allemagne) entre 195 et 2015. En 2007, le secteur de la

¹⁵ Notre tentative initiale visant à situer, au moins pour un de ces pays, le niveau du secteur de la construction en remontant très loin dans le temps s'est donc révélée, hélas, infructueuse. Elle eût été, certes, intéressante dans l'optique de dresser une évolution structurelle du secteur immobilier au sein des économies européennes. Cela dit, le fait de ne remonter que jusqu'aux années 90 s'avère parfaitement suffisant pour décrire l'entrée en crise de l'économie espagnole suite à l'affaiblissement de son secteur immobilier.

construction en Allemagne avait décru par rapport à 2007. L'effet dopant de la réunification sur le secteur s'était vraisemblablement estompé à l'époque.

Les pays à productivité beaucoup plus faible (Grèce, Espagne) ont tous vu, à l'exception du Portugal, la part du secteur de la construction au sein de leurs PIB augmenter plus ou moins fortement entre le milieu des années 90 – alors qu'ils se préparaient à entrer dans la zone euro – et l'année 2009, alors que la crise de 2007-2008 commençait à faire sentir ses effets. En 2003, le secteur de la construction représente 8% du PIB de la Grèce contre 5,1% en 1995. L'augmentation est donc sensible. L'entrée en crise de l'économie mondiale va ramener ce taux à 6,5% en 2007. Les politiques d'austérité dont ce pays est victime depuis ont amplifié cette tendance déclinante puisque le secteur de la construction ne représente plus aujourd'hui que 2,3% du PIB de la Grèce.

En ce qui concerne le Portugal, le boom de l'immobilier a été beaucoup plus limité puisque le secteur de la construction représentait 6,3% en 2003. En 2007, la part de la construction par rapport au PIB déclinait légèrement en repassant de justesse sous la barre des 6%. Par contre, on observe une sévère décroissance de la part du secteur en 2015 (3,5% du PIB). Les politiques d'austérité qui ont étranglé l'économie portugaise ne sont évidemment pas étrangères à cet état de choses.

On remarquera la part importante du secteur de la construction pour l'Espagne. Ce dernier représentait 8,6% du PIB ibère en 1995. Il dépassait les 10% en 2007. Un effet de décalage est à signaler puisque c'est seulement entre 2007 et 2010 que le secteur va connaître un déclin en part du PIB. En 2015, la part de la construction dans le PIB espagnol (5,1%) a diminué de moitié par rapport à l'année 2007 (10,1%).

L'importance structurelle du secteur de la construction en Espagne, dès le milieu des années 80, est à mettre en relation avec les orientations de politique économique adoptées à l'époque du premier gouvernement de Felipe González (1982-1986). D'un point de vue davantage diachronique, on remarquera que le secteur de la construction en Espagne a connu un premier tassement en 1991. Ce dernier a été provoqué par l'entrée en récession de l'économie espagnole, à l'instar de l'ensemble des autres nations occidentales, au début des années 90. Cet épisode, moins qu'une crise, doit être envisagé comme une pause dans le cadre d'une tendance structurellement haussière. Le fond de l'air était encore au *boom* à l'époque.

Facteurs externes et internes

On suivra l'avis de José Luis Campos Echeverría¹⁶ qui interprète ce moment de flottement du secteur immobilier comme une pause. Le raisonnement est le suivant. Pour comprendre les tendances de fonds de l'immobilier en Espagne, il convient de tenir compte d'une conjonction de facteurs institutionnels de nature interne et d'orientations fondamentales de l'économie mondiale. Commençons par examiner ces dernières.

Le *boom* immobilier espagnol a été, d'entrée de jeu, intimement lié à un cycle haussier des valeurs immobilières à l'échelle internationale. L'intégration des marchés financiers nationaux, qui trouvera son apothéose avec la mise en œuvre de l'Union monétaire européenne et l'adoption de la monnaie unique, s'avère, comme nous l'avons vu, particulièrement importante pour comprendre la formation d'une bulle immobilière en Espagne dans la mesure où il en a résulté une baisse des taux nominaux et réels.

¹⁶ José Luis CAMPOS ECHEVERRIA, *La burbuja inmobiliaria española*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2008.

Du côté des facteurs internes, on pointera évidemment, en complément des incitations fiscales adoptées par le gouvernement espagnol, l'insuffisance – la quasi-absence – d'offre de logement social. En 2007, l'Espagne comptait seulement 1% d'habitations sociales, soit une des proportions les plus faibles d'Europe. Pour apprécier comparativement le faible niveau de l'Espagne, on se bornera à constater que les Pays-Bas se caractérisaient, à la même époque, par une proportion de logements sociaux de l'ordre de 32% du parc immobilier résidentiel. En Autriche, cette part s'élevait à 23%. Le Royaume-Uni et la France ont conservé ou aménagé respectivement pour 18% et 17% d'habitations sociales au sein de leur parc immobilier¹⁷. L'accession à la propriété constitue le concept central de la politique du logement en Espagne au moins depuis le premier plan quinquennal dans le domaine (*Plan de Vivienda*) promulgué par Franco en 1961. Il sera reconduit deux fois jusqu'en 1976. La liaison des politiques de logement à des objectifs de (re)mise à l'emploi ainsi que de développement touristique est explicite. Comme nous avons pu le voir, l'option accès à la propriété n'a pas changé après la disparition de Franco¹⁸.

Un autre facteur interne a beaucoup joué dans le cas de la crise immobilière espagnole. Il s'agit de la politique de titrisation menée par les acteurs du secteur. Pour mémoire¹⁹, la titrisation consiste à transformer des prêts en un volume d'obligations échangeables sur le marché secondaire. L'intérêt pour la banque consiste en un transfert de ses risques vers les acheteurs des obligations. L'imbrication du secteur immobilier avec le monde bancaire s'est présentée comme expliqué ci-après. Pour l'historique, on mentionnera que c'est en 1992 que la titrisation est organisée légalement en Espagne (Loi 19/1992 du 7 juillet 1992 sur le Régime de Sociétés et de Fonds d'investissement immobiliers et sur les Fonds de titrisation hypothécaire).

Comme aux Etats-Unis, des actifs immobiliers ont donc été titrisés en Espagne. La titrisation des prêts hypothécaires a représenté au bas mot 70% du volume des actifs titrisés en Espagne. Des sources locales précisent, en effet, que « *la titrisation des prêts hypothécaires en vue de la construction et de l'acquisition d'habitations a représenté, durant la période d'expansion, une source majeure d'activités (...) avec une participation du secteur immobilier supérieure à 70% des actifs titrisés* »²⁰. Cette remarque est importante pour les calculs ci-après. Nous avons toujours estimé, dans les développements qui suivront, que les prêts hypothécaires, au moment où la crise éclatait en Espagne, représentaient 70% du volume des emprunts titrisés. Ce choix de méthode nous amène à sous-évaluer le poids des emprunts hypothécaires titrisés à l'époque. Autrement dit, nos estimations sont à comprendre comme un minimum.

Entre 1993 et 1999, la valeur des bons de titrisation en circulation est passée de 241 millions à 6770 millions d'euros. Les années Aznar (1996-2004) ont vu la titrisation progresser énormément. Les montants en jeu ont été multipliés par trente et ce n'était, comme nous le verrons par la suite, qu'un début. Le recours des marchés financiers à ce type d'opérations allait, en effet, croître et embellir à partir des années 2000. En 2007, près de 142 milliards d'actifs ont été titrisés. C'est, comme le montre le graphique qui suit, une multiplication par 20 par rapport à l'année 2001. On doit, à cet égard, mentionner un emballement manifeste.

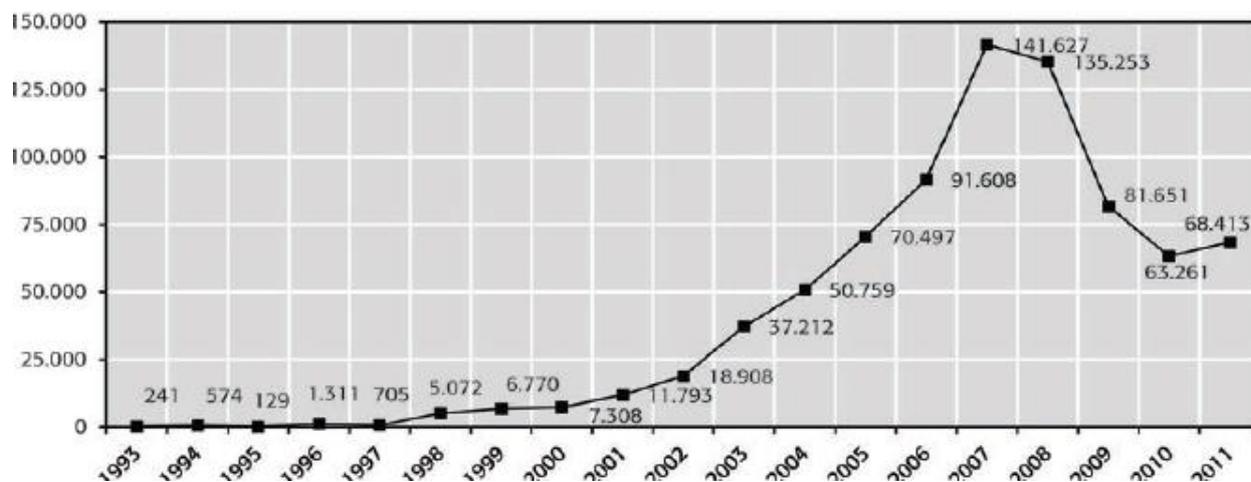
¹⁷ Noémie HOUARD, « Le logement social en Europe : la fin d'une époque ? », *Métropolitiques*, 9 avril 2012. <http://www.metropolitiques.eu/Le-logement-social-en-Europe-la.html>.

¹⁸ S'y est ajoutée une ambition de développement d'une *sun belt*, avec migration des populations rurales vers les villes (voir *CM* n°169, Europe 92, Francesc ROCA, Contribution au chapitre « Inégalités régionales », août-septembre 1989).

¹⁹ Les lecteurs fidèles des *CM* peuvent relire le n°240 « Des bulles aux boules de neige, le capital (2) », mai-juin 2010.

²⁰ María del Rosario MARTIN MARTIN, *op.cit.*, p.102.

Emission de bons dans le cadre des opérations de titrisation (millions d'euros)



Source: María del Rosario MARTIN MARTIN, “La titulización en España : pasado, presente y ¿futuro?”, *Cuadernos de Informacion Economica*, n° 231, p.102.

On observe un déclin en volume des nouvelles opérations de titrisation qui passent, dans un mouvement de baisse ininterrompue, à 63 milliards d’euros en 2010. On note, toutefois, une remontée à 68 milliards d’euros en 2011.

Au total, le stock complet des actifs titrisés se montait, en 2006, à 180 milliards d’euros²¹. A titre de comparaison, le PIB de l’Espagne s’élevait, à l’époque, à 984 milliards d’euros. A la même époque, des prêts hypothécaires avaient été titrisés pour 1200 milliards de dollars aux Etats-Unis²² sous forme de ce que l’on y appelle des *Mortgage-Backed Securities – MBS*. Il se trouve qu’en 2006 précisément, le PIB des Etats-Unis s’élevait à 13 856 milliards de dollars. En 2006, l’émission de titres adossés au crédit hypothécaire avait donc représenté 8.67% du PIB des Etats-Unis. Tandis qu’en Espagne, cette proportion était proche des 13% du PIB. Encore convient-il de prendre en compte le fait que les prêts titrisés aux Etats-Unis ne se sont pas tous retrouvés dans les comptabilités des banques américaines pour dire à quel point il y eut abus dans le recours à la titrisation en Espagne. On peut, par ailleurs, penser que la distribution des prêts titrisés espagnols a été davantage concentrée entre acteurs et résidents nationaux car « *le marché européen de la titrisation est d’abord caractérisé par l’existence de compartiments nationaux : l’activité de titrisation en Allemagne ne concerne pas les mêmes actifs sous-jacents qu’en Grande-Bretagne ou en Espagne, par exemple* »²³.

Cela dit, et en reconnaissant que le marché du crédit hypothécaire titrisé était, du point de vue de sa distribution, moins fluide en Europe qu’aux Etats-Unis, on ne peut que pointer le volume important occupé par la titrisation en Espagne alors que le secteur immobilier allait y entrer en crise. Comme nous le verrons dans la suite, l’Espagne se situait pour ce qui est du volume de prêts titrisés au sein de l’Union européenne derrière la Grande-Bretagne, qui avait émis pour près de 400 milliards d’euros cette année. En l’occurrence, soit environ le triple des émissions espagnoles (135 milliards

²¹ María del Rosario MARTIN MARTIN, *op.cit.*, p.103.

²² International Monetary Fund, United States, *Staff report for the 2008 Article IV Consultation*, 2 juillet 2008, p.14.

²³ Banque de France, *Analyses et synthèses*, « Le marché de la titrisation en Europe : caractéristiques et perspectives », n°31, juin 2014, p.16.

d'euros). Mais au cours des années 2000, pour le recours à la titrisation, l'Espagne devançait des pays de l'Union européenne dotés de PIB plus élevés tels que la France ou l'Allemagne²⁴.

Le poids de la titrisation mesuré par rapport au PIB était donc de loin supérieur en Espagne par rapport aux Etats-Unis. La force de la titrisation en Espagne tient au fait que, contrairement à d'autres pays où existait une pluralité d'organismes émetteurs d'obligations, en Espagne, ce sont les entités de crédit qui ont été les principales instigatrices de la titrisation²⁵. Tant que le robinet du crédit était ouvert, le système se refinançait tant et si bien que les masses de capitaux absorbées par le secteur immobilier permettaient d'entretenir la dynamique haussière des cours selon un mécanisme proche de celui de la prophétie auto-réalisatrice concernant la hausse des prix unitaires (au m²)²⁶. En l'espèce, la hausse des prix a, d'ailleurs, été plus importante en Espagne qu'au Royaume-Uni où le secteur immobilier londonien fait, depuis des années déjà, l'objet de grandes manœuvres spéculatives : c'est ainsi que le prix unitaire en Espagne a progressé de 191% entre 1997 et 2007, contre 168% au Royaume-Uni. La différence est encore plus marquée avec les Etats-Unis où les prix de l'immobilier ont, durant cette décennie, progressé de 85%.

Périphérie, vous avez dit périphérie ?

La différence d'évolution des prix entre l'Espagne et le Royaume-Uni s'est inversée à partir de l'année 2003. Jusque-là, la dynamique des prix du secteur plaçait, assez nettement d'ailleurs, la perfide Albion devant la fière Ibérie. Les données qui suivent renvoient aux prix nominaux des logements dans les pays industrialisés.

Évolution récente des prix des logements dans les pays industrialisés

	Taux de croissance annuel moyen (prix réels)		
	Moyenne 1971-2003	Moyenne 1995-2003	Moyenne 1998-2003
Allemagne	0,1	- 1,2	- 0,8
Australie	2,8	5,9	8,8
Belgique	2,2	3,3	3,9
Canada	2,0	1,3	3,1
Danemark	1,0	4,7	3,3
Espagne	3,7	5,8	9,4
États-Unis	1,7	3,4	4,6
Finlande	0,9	4,0	3,7
France	1,8	3,9	7,5
Irlande	3,3	8,8	8,9
Italie	1,8	0,7	4,3
Japon	0,9	- 2,4	- 2,7
Norvège	1,6	5,7	5,2
Nouvelle-Zélande	0,5	1,4	1,0
Pays-Bas	2,7	6,9	7,2
Royaume-Uni	3,8	7,3	10,4
Suède	0,3	4,6	6,6
Suisse	0,1	- 1,1	1,1

Source : Rémy LECAT et Jean-Stéphane MÉSONNIER, « Dynamique des prix des logements : quel rôle des facteurs financiers ? », *Bulletin de la banque de France*, n°133, janvier 2005, p.33.

²⁴ Banque De France, *ibidem.*, p.17.

²⁵ María del Rosario MARTIN MARTIN, *op.cit.*

²⁶ *The Economist*, janvier 2009.

Le rattrapage s'est produit²⁷ aux alentours de 2003-2004. Or, à cette époque (mi-2004), les prix continuaient à progresser selon « *un rythme jugé désormais peu soutenable* »²⁸.

Le rôle du secteur financier allemand dans le processus de formation de la bulle immobilière en Espagne, et dans une moindre mesure en Grande-Bretagne, n'est plus à démontrer. Deux ans après que le secteur soit entré en crise aux Etats-Unis, un risque était à signaler « *sur les engagements des banques allemandes à l'égard des économies européennes et anglo-saxonnes. Le retournement des cycles immobiliers britannique et espagnol pourrait, ainsi, dégrader la qualité d'une partie du collatéral servant aux émissions de Pfandbriefe hypothécaires (au deuxième trimestre 2008, 15% des actifs sous-jacents à ces émissions étaient des prêts à l'immobilier hors Allemagne, dont 67% des prêts à l'immobilier commercial)* »²⁹. En réalité, c'est tout le secteur immobilier espagnol qui a été irrigué par les excédents de l'Allemagne. Dans le cas du segment commercial, l'allocation de crédits fut directe. Pour le reste, le soutien aux petites caisses d'épargne locale espagnoles fortement engagées dans le soutien au secteur immobilier résidentiel n'a pu s'opérer sans une pratique de crédit interbancaire. Il est, d'ailleurs, logique que les banques allemandes soient sorties de leur frontières pour profiter de la bulle immobilière puisque cette dernière n'existait pas en Allemagne.

Le tableau qui précède est particulièrement éclairant à ce sujet. Si l'on compare les évolutions de l'Allemagne avec celles des Etats-Unis, du Royaume-Uni et de l'Espagne, on voit clairement une dynamique des prix complètement différente. Alors que l'immobilier a connu une croissance importante en Espagne, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, la tendance pour l'Allemagne a pris le chemin opposé en montrant une stabilité à toute épreuve en prix réels entre 1971 et 2003. Cette moyenne est, par ailleurs, un peu trompeuse puisque la tendance des prix de l'immobilier est, en Allemagne, portée structurellement à une certaine forme de déflation depuis le milieu des années 90. C'est d'ailleurs également le cas au Japon où une bulle immobilière a explosé durant les années 90.

Plus fondamentalement, les orientations de la politique du logement en Allemagne se situent structurellement aux antipodes des options qui, dans d'autres pays (par exemple, l'Espagne), ont conduit à rendre prioritaire l'accès à la propriété. « *La qualité des biens étant la même à la location qu'à l'accession, et le niveau des loyers étant dérisoire pendant des décennies, l'Allemagne a développé une mentalité de locataires, favorisée également par une grande stabilité des prix de l'immobilier* »³⁰. Cette remarque vaut, semble-t-il, son pesant de cacahuètes.

L'entrée en crise des marchés financiers – et, pour le dire plus clairement, des grandes banques devant la claque qu'a prise en pleine face le secteur immobilier américain – perturbait gravement la distribution du crédit entre le Sud et le Nord de la zone euro. L'enchaînement était alors clair. Faute de refinancement, les cours s'effondraient. Le secteur de l'immobilier était salement impacté. Il ne pouvait plus être tenu pour le moteur de la croissance. Cette dernière piquait du nez. Le chômage augmentait. Les difficultés de paiement de la part des ménages se multipliaient. Les banques

²⁷ On rappellera cependant que l'hétérogénéité des données de prix des logements rend les comparaisons entre pays assez ardues. Tout exercice comparatif doit être effectué avec prudence. C'est ainsi que les séries de prix des logements peuvent différer d'un pays à l'autre par leur source (institut national de statistique, fédération d'agents immobiliers, notaires), leur couverture géographique (territoire national ou principales villes), leur objet (maisons, appartements, neuf et/ou ancien), leur expression (code de mesurage et prix au m² ou indice) et/ou leur méthodologie (indices de ventes répétées, prix médian d'un échantillon de transactions, etc.).

²⁸ Rémy LECAT et Jean-Stéphane MÉSONNIER, *op.cit.*, p.33.

²⁹ Céline CHOULET, « Banques allemandes : des failles exacerbées par la crise », *Note de conjoncture BNP Paribas Research*, juillet-août 2009, p.5.

³⁰ *La Tribune*, édition mise en ligne le 24 juin 2015.

espagnoles étaient alors discréditées sur les marchés interbancaires car la valeur de leurs actifs baissait. Le climat économique délabré conduit à ce que la demande intérieure s'étiole. Il en ressort une augmentation du chômage et des difficultés de remboursement auprès des banques. Une spirale dépressive s'était installée en Espagne. On verra que la réponse des pouvoirs publics espagnols n'a pas été à la hauteur du défi. Et à cet égard, la pression des institutions européennes explique beaucoup de choses, comme nous le verrons par la suite.

Finances publiques et socialisation des pertes

La réaction de l'Etat espagnol va consister en une intervention au capital des banques comme partout ailleurs. En l'occurrence, il s'agissait des caisses d'épargne locales qui sont beaucoup intervenues dans l'immobilier. La crise va donner lieu à une mise sous soins intensifs de ce segment du secteur bancaire national. Cette intervention a revêtu, comme nous le verrons, des formes successives. A ce stade du débat, on signalera que les plans du gouvernement donnent, avec le recul, l'impression d'un grand match de football panique. Cet état de choses s'explique par l'insuffisance globale de l'épargne locale. En effet, le pays présente un profil d'insolvabilité globale des acteurs. Le volume des dettes y est resté identique alors que la valeur des actifs immobiliers a, entretemps, baissé. Le déséquilibre limite plutôt l'éventail des possibilités de financement d'une restructuration du secteur financier. Et pourtant, la créativité du personnel politique espagnol s'est montrée particulièrement fertile pour ce qui est d'échafauder des tentatives de sortie de la crise bancaire résultant de l'effondrement de la bulle immobilière. La reprise de valeurs fortement dépréciées par les pouvoirs publics espagnols a eu des conséquences fort dommageables pour les finances publiques du pays.

En 2006, 2007 et 2008, alors que la crise va bientôt se manifester dans toute sa rigueur, la dette publique espagnole se trouve en-dessous de la barre des 40% du PIB. Depuis, elle se rapproche timidement mais sûrement des 100% en 2015. Certes, une légère baisse (-0.1 %) est à signaler entre 2014 et 2015. Mais pas de quoi annuler, à moyen terme, la prodigieuse montée en flèche de la dette espagnole, et ce quand bien même la croissance paraît être de retour en Espagne.

	TIME	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
GEO											
Grèce		103,6	103,1	109,4	126,7	146,2	172,1	159,6	177,7	180,1	176,9
Espagne		38,9	35,5	39,4	52,7	60,1	69,5	85,4	93,7	99,3	99,2
Italie		102,6	99,8	102,4	112,5	115,4	116,5	123,3	129,0	132,5	132,7
Portugal		69,2	68,4	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,2	129,0

Source : Eurostat, février 2016.

En effet, la croissance espagnole a été de 3.1% en 2015 mais, d'après la Commission européenne elle ne sera que 2.8% en 2016. Le miracle espagnol n'aura peut être duré que le temps d'une saison.

De manière plus fondamentale, il nous faut pour comprendre la progression de la dette publique espagnole faire appel au concept de dépense productive³¹. L'idée est qu'un accroissement de la

³¹ Pour cerner l'origine de cette notion, le lecteur pourra se référer aux travaux fondateurs d'Anne-Robert-Jacques Turgot dans ses développements sur les ressorts de l'accumulation : il utilise une terminologie l'amenant à postuler que « *c'est moins par l'épargne sur la dépense des revenus que par le bon emploi de cette dépense que l'on parvient à la formation des capitaux* » (Turgot, *Oeuvres*, Paris, Guillaumin, 1844, p.50). Pour le coup, on verra une filiation dans l'esprit entre ce postulat et celui qui relie, entre autres raisonnements, la fonction d'investissement à la propension

dépense publique et de l'endettement de l'Etat peut s'autofinancer s'il est producteur d'un surplus à partir duquel se financer. Il est évident que socialiser les pertes de caisses d'épargne n'est guère à même d'engendrer des recettes permettant l'autofinancement de la dépense consentie. Il faut ajouter à ce tableau quelque peu désespérant la persistance en Europe d'une politique d'austérité qui n'a pas vraiment permis de poser les bases d'une croissance raffermissée au pays de Cervantès alors que les prix de l'immobilier s'y écrasaient plus ou moins allégrement. A ce sujet, certains chiffres donnent, d'ailleurs, le tournis.

« Les prix, malgré une forte baisse, de l'ordre de 40 % depuis 2007, restent élevés pour la plupart des Espagnols, en raison de salaires qui stagnent et de la crise économique persistante. Une étude récente du fisc espagnol montre ainsi que 34 % des salariés espagnols touchent un salaire moyen de 645 euros bruts par mois. Dans ces conditions il est difficile pour eux d'envisager l'acquisition d'un logement. Une autre étude montre que les moins de 35 ans consacrent en moyenne 45 % de leurs revenus au remboursement de leur crédit immobilier et 49 % au paiement de leur loyer, et ce alors que la Banque d'Espagne recommande de ne pas dépasser un seuil de 35 % »³². Ces données structurelles infirment l'idée d'une relance à partir d'un regain de la demande pour le secteur immobilier local, qui reste inaccessible pour bien des ménages espagnols. Et pourtant, comme nous l'avons déjà vu auparavant, les prix de l'immobilier se sont violemment écrasés à partir de 2007. Le secteur de l'immobilier espagnol est, en réalité, soutenu exclusivement par la demande étrangère depuis 2011. C'est cette donnée qui explique le (relatif) regain des prix de l'immobilier depuis deux ans. Le stock de logements neufs, qui reste particulièrement élevé (536 000 biens en vente en 2014), commence à se résorber (-18% par rapport au maximum de 2009 avec 650 000 logements à vendre). Ce faisant, les prix, qui s'étaient effondrés, se sont remis à progresser³³ et ont repris 7% depuis la fin de l'année 2014.

Il est clair que les actifs immobiliers dont regorgent les caisses d'épargne espagnoles passées progressivement sous le contrôle du gouvernement ne pourront retrouver leurs niveaux d'avant 2008 en comptant sur la seule progression des achats étrangers. On peut d'ailleurs penser qu'à terme, cette remontée des cours décevra les candidats acheteurs et les prix pourront à nouveau stagner même si une remontée des prix de 3.8% serait à prévoir³⁴ en 2016. Le ralentissement économique, attribué dans la presse *mainstream* aux suites du *Brexit*, est évidemment de nature à compliquer ce début de reprise. En tout état de cause, les taux d'intérêt très bas qui prévalent montrent une peur du risque. Cette peur du risque est susceptible de rendre frileux les investisseurs, d'affecter, par voie de conséquence, les performances du secteur immobilier espagnol et *in fine* de remettre les finances publiques du pays sous pression. Une telle occurrence renverrait directement aux heures les plus sombres de la dette publique espagnole. A ce sujet, on ne peut qu'être frappé de la manière dont le traitement de la crise immobilière, en son versant bancaire aura, *in fine*, contribué à décrédibiliser la gestion de la crise par l'Etat et partant, la dette publique espagnole.

marginale à consommer. Le paradoxe de l'épargne chez Keynes dérive de cette vision commune avec Turgot. Si une société tente d'épargner plus (via une politique d'austérité), sa dépense globale va diminuer, modifiant la production réelle et l'équilibre de l'offre et de la demande de manière à ce qu'ils diminuent. Lorsque la production et les revenus sont réduits, la société n'est pas en mesure d'épargner plus puisqu'elle n'accumule plus de surplus. Donc il se pourrait qu'en bout de course, la société épargne moins.

³² Julien GONDEAU, « Les spécificités du marché immobilier espagnol », <http://www.lavieimmo.com> (26 novembre 2014).

³³ Crédit Foncier, « Espagne : un marché du logement en convalescence », 12 avril 2016, <http://creditfoncier.com/immobilier-france-espagne/>

³⁴ *L'Expansion*, 1^{er} juin 2016.

Politique de gribouille ?

Avant d'aller plus loin dans l'analyse, il convient de revenir sur les traits structurels du secteur bancaire espagnol. En Espagne, le système bancaire s'est caractérisé, jusqu'à l'entrée en crise du secteur immobilier, par sa dualité. D'un côté, on trouvait deux grandes banques fortement internationalisées (Santander et Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)) qui correspondaient à des conglomérats financiers (ou banques universelles pour reprendre la terminologie de la Commission européenne) ; de l'autre, des banques de taille nationale (Banesto étant la plus célèbre) et une quarantaine de caisses d'épargne (*cajas de ahorro* en castillan) pour la plupart regroupées, après 2012, dans 12 entités.

Les banques de dimension nationale mais surtout les *cajas* ont beaucoup contribué à la formation d'une bulle spéculative immobilière. Leur ancrage au niveau local les rendait particulièrement dépendantes du secteur de la construction dont l'activité était particulièrement importante pour l'activité économique des territoires de l'Etat espagnol.

Lorsque le prix de vente au m² des constructions s'effondre, les caisses locales vont être rapidement secourues. Leur structure juridique impliquait une proximité *de facto* importante avec le politique. Avant l'adoption de la loi 26/2013 (du 27 décembre 2013), les *cajas* étaient des fondations de droit privé à finalité sociale (alors que les banques étaient des sociétés anonymes mues par une finalité de lucre) qui comptaient fort logiquement, en leurs conseils d'administration, des membres du personnel politique local et/ou national.

L'action des pouvoirs publics espagnols nous paraît erratique dans le traitement de la crise immobilière. Jamais, en effet, un traitement systématique et uniformisé de la crise bancaire n'a été mis en œuvre. Le gouvernement Zapatero (*PSOE*) a commencé par garantir (montant de la garantie : 100 milliards d'euros) un plan d'endettement interbancaire pour les entités financières espagnoles et les filiales de banques étrangères opérant sur le territoire national³⁵. Par cette mesure, le gouvernement espagnol, à l'instar de toutes les élites occidentales, montre qu'il ne voit pas la crise comme un phénomène structurel mais comme une donnée conjoncturelle, et qu'il serait possible de conjurer le gel du crédit interbancaire en jouant sur la bonne notation dont bénéficiait la dette espagnole à cette époque. N'oublions pas qu'en 2008, l'Espagne est un pays très peu endetté (moins de 40% du PIB).

Il n'en reste pas moins que ce traitement, finalement léger, n'a pas réussi à conjurer le malheur des banques espagnoles, pieds et poings livrées à la crise. L'impression de valse-hésitation domine pour cette époque. Puisqu'alors qu'un stimulus de 50 milliards d'euros est adopté, le gouvernement Zapatero sabre en même temps dans les dépenses sociales, dès après sa réélection.

En 2009, la crise empire et les autorités espagnoles, via la Banque d'Espagne, décident d'intervenir directement au capital de plusieurs caisses d'épargne (5 sur 34). Le schéma d'intervention est le suivant. Les dépôts sont garantis. La Banque d'Espagne effectue une recapitalisation express et de nouveaux conseils d'administration sont nommés. On ne peut que constater le caractère partiel de cette méthode mais aussi son absurdité puisqu'à l'époque, toutes les *cajas* étaient concernées par l'éclatement de la bulle. Le gouvernement intervient dans cinq *cajas*. Juste 5 sur 34, toutes dans un état déplorable. L'impression d'intervention à reculons se confirme si l'on tient compte du fait qu'il

³⁵ *El País*, 13 octobre 2008.

faudra, au total, attendre deux ans pour voir, enfin, l'Etat espagnol nationaliser trois *cajas*³⁶. La crise du *subprime* états-unien avait quatre ans. Le coût de l'intervention était de 4.75 milliards d'euros.

Pourtant, le gouvernement avait créé un fonds de restructuration du secteur bancaire financé à 75% par de l'argent public et à 25% par le secteur bancaire (le *Frob* ou *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria*). Et le moins que l'on puisse dire est que l'Etat espagnol n'a jamais manifesté une volonté excessive d'aller remettre de l'ordre dans les banques. C'est ainsi que le premier *round* d'interventions du *Frob* (dit *Frob-1* en Espagne), qui a duré de mars à septembre 2010, a consisté en une augmentation de capital pour 7 *cajas* via des participations convertibles. Ces dernières se caractérisent par le fait que, temporairement, leurs détenteurs n'ont pas de droit de vote. Ils ont, en revanche, la priorité pour les dividendes et lors de la liquidation de l'entreprise si la société venait à faire faillite. Avec ce premier *round*, l'Etat espagnol renflouait les *cajas* et semblait espérer, contre toute attente raisonnable, des bénéfices sans demander à peser sur la direction de ces établissements particulièrement mal en point. Un choix qui paraît, avec le recul, assez bizarre puisqu'il ne permet pas de sauver la partie saine du bilan et d'isoler les actifs immobiliers toxiques. C'était, de fait, manifester une foi démesurée dans les performances à court terme de l'immobilier espagnol. De toute évidence, le *Frob-1* de 2010 se caractérisait par une importante régression par rapport aux interventions de la Banque d'Espagne de 2009.

Le *Frob-2* se caractérise ensuite par une plus grande volonté de direction de l'Etat. Ce deuxième *round* d'interventions voit le *Frob* manifester une plus grande volonté de prise de contrôle de la part des pouvoirs publics. A certaines exceptions près. C'est ainsi qu'en avril 2011, *Caja Mediterráneo* a été, par exemple, recapitalisée en échange d'une cession totale des activités de la direction à des administrateurs mandatés par le *Frob*. Cette cession donne lieu à la création de la banque CAM. Cette dernière procédait d'une recapitalisation à hauteur de 5.25 milliards d'euros (dont 2.8 milliards d'euros à charge du *Frob* et le reste mutualisé par le secteur bancaire), la banque CAM étant revendue, en mai 2012, aux Catalans du Banco Sabadell pour l'euro symbolique.

Avec le recul, le *Frob-2* semble avoir été particulièrement confus en ce qui concerne sa philosophie d'action. Car, à côté de cette socialisation des pertes, on note la nationalisation pour 4.7 milliards d'euros, en septembre 2011, de trois banques. Donc là, en 2011, l'Espagne commençait à peine à nationaliser certaines banques. On notera également qu'en 2012, les participations convertibles prises dans le cadre du *Frob-1* de 2010 ont été converties en actions normales permettant de piloter un plus grand nombre d'institutions. Une formule de nationalisation prévoyant un regroupement des actifs sains et une centralisation des actifs toxiques dans une structure de défaisance *ad hoc* n'a jamais été planifiée dès le début de la crise en Espagne. D'où cette impression de grande gesticulation inutile. Au total, la restructuration du secteur a conduit à laisser en activité 8 entités nationalisées en 2012, une fois finalisée la cession de la CAM en faveur de Sabadell, en regroupant les actifs de 29 *cajas* à côté desquelles fonctionnaient encore trois caisses coopératives sur une base strictement locale (Caixa Ontinyent, Colonya Caixa Pollença et Ibercaja). Aucune de ces entités ne respirait la grande santé puisqu'elles avaient toutes gardé leurs actifs toxiques.

Pour ne rien gâcher, un troisième tour d'intervention du *Frob* a été mis en œuvre pour recapitaliser, mais toujours sans isoler les actifs toxiques, les caisses défailtantes : 37 milliards d'euros vont être engloutis dans l'affaire. Nous étions en 2012. Et l'immobilier espagnol ne montrait aucune embellie. L'Etat continuait à supporter sur les finances du Trésor des dépréciations d'actifs privés alors que le marché de l'immobilier ne cessait de piquer du nez. Au total, les divers *rounds* du *Frob* ont coûté 53.5 milliards d'euros à l'Espagne sans apporter aucune solution structurelle à la situation

³⁶ *El País*, 1^{er} octobre 2011.

dramatique du secteur bancaire espagnol plombé par les cours en berne de l'immobilier. Rien d'étonnant, dans ces conditions, qu'en 2012, alors que le *Frob-2* était en voie d'exécution, la dette espagnole ait battu de l'aile sur les marchés.

En mai 2012, les dettes publiques des pays méditerranéens de la zone euro étaient sous pression. La situation des dettes périphériques en Europe était la suivante.

Taux des obligations de la zone euro sur les marchés secondaires (mai 2012)

www.gecodia.fr				
Obligations dans la zone euro	jeudi 17 mai			
Taux des obligations d'Etat	Maturités 2 ans	5 ans	10 ans	30 ans
ALLEMAGNE	0.03	0.41	1.35	2.09
FRANCE	0.53	1.77	2.78	3.57
ITALIE	3.70	4.81	5.84	6.19
ESPAGNE	4.21	5.43	6.41	6.70
BELGIQUE	1.01	2.29	3.33	3.87
GRÈCE*	-	-	-	-
PAYS BAS	0.23	1.02	1.82	2.32
AUTRICHE	0.64	1.46	2.52	3.12
PORTUGAL	13.44	14.73	12.09	10.20
IRLANDE	7.30	6.93	7.46	-
FINLANDE	0.31	0.92	1.78	-

Source : Gecodia (www.gecodia.fr), mai 2012

Comme on peut le voir, les dettes de l'Espagne et du Portugal (mais aussi l'irlandaise) étaient particulièrement sous pression. Pour cause de restructuration, la dette grecque n'était plus, à l'époque, cotée sur les marchés secondaires. En effet, le taux directeur de la BCE était, à l'époque, de 1%. Les taux directeurs sont les taux d'intérêt fixés par une Banque centrale (d'un pays ou d'une union monétaire). C'est le taux auquel cette banque centrale accorde des crédits à court terme aux banques. Par comparaison, des taux sur des obligations publiques à 10 ans oscillant entre 6.5% (pour l'Espagne) à 12% pour le Portugal indiquent que personne ne voulait à l'époque prêter de l'argent à ces pays.

Le dégonflement de la bulle immobilière était, en 2012, de nature à faire plonger l'Espagne dans une situation à la grecque. Les banques espagnoles étaient, à l'époque, propriétaires d'un parc immobilier d'une valeur de 60 milliards d'euros. Or il se trouve qu'à l'époque, de nouvelles dispositions prudentielles dans la zone euro comptaient, à terme, obliger les banques à provisionner de la liquidité à hauteur de 30 % de la valeur des biens immobiliers qu'elles possédaient, du moins si ces actifs n'étaient pas vendus dans un délai de deux ans (délai d'application de la réglementation). Vu la chute des prix du secteur en Espagne, les banques espagnoles n'inspiraient guère confiance. Leur niveau de capitalisation était clairement insuffisant par rapport à leurs engagements. Il en résultait que les banques ibériques avaient de plus en plus de difficultés à se financer sur les marchés interbancaires. La dette des banques espagnoles envers la Banque centrale européenne battait record sur record. En avril 2012, l'endettement vis-à-vis de la BCE atteignait 263.5 milliards d'euros.

Le précédent record datait ... du mois de mars 2012. Cette donnée constituait un indice de l'incapacité des banques à recourir au marché (en lieu et place de la BCE) pour se financer. Clairement, les banques espagnoles étaient exclues du financement interbancaire européen. Les montants requis par l'application des dispositions prudentielles affectant les banques espagnoles représentaient un supplément d'endettement de l'ordre de 10% par rapport aux chiffres d'avril 2012. Or, le fonds consacré par le gouvernement Zapatero au sauvetage du secteur bancaire (le susdit *Frob*) ne disposait plus, à la mi-mai 2012, que de 5 milliards de liquidités à mettre à la disposition des banques espagnoles.

Les banques espagnoles ne pouvaient évidemment se défaire d'une partie de leur important patrimoine immobilier. L'opération aurait, à terme, conduit à une baisse spectaculaire des prix immobiliers tant les invendus auraient été nombreux. Ce qui aurait eu pour effet paradoxal de fragiliser davantage le secteur bancaire espagnol puisque ce dernier aurait vu l'ensemble de ses actifs immobiliers se déprécier dans un schéma qui n'était pas sans évoquer la dimension la plus emblématique de la crise du *subprime* aux Etats-Unis.

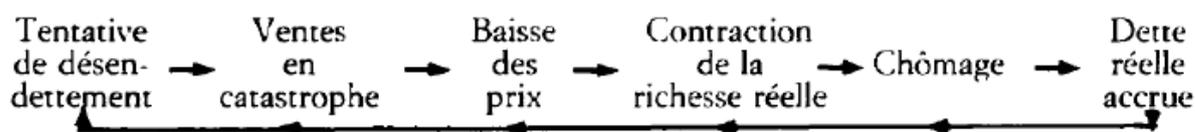
Le cas de Bankia était, à cet égard, à couper le souffle. Bankia résultait de la fusion, en 2010, de sept *cajas* de dimension essentiellement locale (Caja Madrid, Bancaja, Caja de Canarias, Caja de Ávila, Caixa Laietana, Caja Segovia, Caja Rioja). Le dégonflement en cours de la bulle immobilière espagnole a touché de plein fouet Bankia dont l'exposition au secteur immobilier s'élevait à 37.5 milliards d'euros fin 2011, dont 31.8 milliards considérés comme problématiques. C'étaient là les plus mauvais chiffres du secteur bancaire espagnol dont l'exposition à des actifs immobiliers problématiques atteignait, à la fin de l'année 2011, 184 milliards d'euros (soit 60% du portefeuille d'actifs). On voit ici que la méthode suivie par les autorités espagnoles reposait sur un axiome vicié en son fondement. La question de la stabilisation des prix de l'immobilier, soit le problème de départ, n'a jamais été abordée de front avant de s'attaquer au problème de la solvabilité des établissements bancaires, soit la conséquence directe de l'effondrement des cours de l'immobilier. Nous reviendrons sur cet aspect des choses dans la partie du texte consacrée aux alternatives à la politique des gouvernements Zapatero et Rajoy.

Début mai 2012, le gouvernement Rajoy entrainé, contraint et forcé, au capital de Bankia en convertissant en actions les 4.5 milliards d'euros de fonds publics déjà prêtés. La portée concrète de cette « intervention » était évidemment des plus limitées dans la mesure où ce « capital » injecté ne correspondait à aucune réalité tangible et présentait en fait toutes les caractéristiques d'une manipulation comptable. Il s'agissait, en l'occurrence, de modifier l'affectation comptable de ces 4.5 milliards d'euros par le truchement d'un pur jeu d'écritures. Comme nous l'avons vu, le gouvernement espagnol éprouvait, de toute manière, les pires difficultés à recourir à l'emprunt pour recapitaliser, en bonne et due forme, les banques ibères. Or, une recapitalisation directe des banques espagnoles par la Banque centrale européenne (BCE) était, à l'époque, impossible, les traités existant empêchant ce type de pratiques. Nous verrons comment, face au danger de contagion, l'Union européenne a organisé une prise en charge de la crise banco-immobilière espagnole. Nous analyserons et critiquerons ce modèle dans la suite de ce texte.

Urgentes nécessités

La question de l'éclatement de la bulle immobilière espagnole risquait de finir par poser un sérieux problème aux grands argentiers de la zone euro. Il apparaissait de plus en plus clairement que les besoins de liquidités du système bancaire devaient être pris en charge par un mécanisme permanent *ad hoc*.

Les chiffres parlent d'eux-mêmes. En termes de risques pour la stabilité financière de la zone euro, la dette privée espagnole s'avérait, d'évidence, bien plus dangereuse que la dette publique grecque (350 milliards d'euros à la fin 2011), dans la mesure où elle dépassait largement le PIB du pays (soit environ 1.500 milliards de dollars). La situation était tout simplement inextricable. Les ventes massives de biens que les banques espagnoles auraient dû réaliser pour se débarrasser de la partie la plus dégradée de leurs bilans auraient inmanquablement fait pression à la baisse sur le reste des actifs immobilier du pays et donc des bilans bancaires, selon un mécanisme de déflation par la dette se présentant selon la forme d'un cercle vicieux de la forme suivante.



Source : Robert Boyer, « D'un krach boursier à l'autre – Irving Fisher revisité », *Revue française d'économie*, vol.3., n°3, Paris, 1988, p.190.

Le théâtre de l'immobilier espagnol devenait potentiellement explosif pour tout le monde en Europe. Les besoins du système bancaire espagnol, suite aux pertes déjà cumulées du secteur immobilier, s'élevaient, au printemps 2012, à près de 300 milliards d'euros, soit près de 25% du PIB espagnol. La réponse adoptée par la Banque centrale européenne (BCE) a consisté en un plan de sauvetage mobilisant plus de 100 milliards d'euros pour les banques espagnoles. La récolte des fonds s'est effectuée par le biais du Fonds de restructuration financière qui est allé se financer sur les marchés alors qu'à l'époque, un financement direct par la BCE aurait permis d'alléger la facture, les taux directeurs dans la zone euro étant à l'époque de 1%.

Le caractère incohérent, pour ne pas dire chaotique, de la gestion de la crise immobilière en Espagne saute aux yeux puisque les actifs toxiques des *cajas* vont être placés dans une *bad bank*, la *SAREB* (*Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria*) à partir du 31 août 2012, après cinq ans de baisse ininterrompue des cours de l'immobilier en Espagne. Pour la première fois depuis l'éclatement de la crise, le secteur privé était enfin mis à contribution. La *Sareb* était, en effet, financée à 55% par du capital privé et à 45% par du capital public (en provenance du *Frob*). La *Sareb* est supposée liquider l'ensemble de ses actifs sur une période de quinze ans. La présence de la Deutsche Bank, parmi les actionnaires de la *Sareb*, reste très modeste³⁷ : 0.3% du capital de la *Sareb* au 1^{er} décembre 2015. On voit donc clairement que les excédents de capitaux en Allemagne ont financé la bulle immobilière espagnole via le crédit interbancaire. C'est d'ailleurs l'extinction de ce dernier entre 2011 et 2012 qui a mis les banques espagnoles en grande difficulté. « *Privées de financements de marché, les banques des pays en crise se sont tournées vers la BCE via les différentes opérations de politique monétaire. Ce faisant, la BCE s'est substituée au marché et a implicitement porté le risque que les acteurs du marché interbancaire ne souhaitent plus porter* »³⁸. On notera, au passage, le traitement absolument chaotique de Bankia qui, avant de voir ses actifs filer dans la comptabilité de la *Sareb* en 2012, avait fait l'objet d'une introduction en Bourse alors que le gouvernement espagnol en était propriétaire à hauteur de 45% du capital depuis mai 2012. C'était, sans ironie aucune, placer beaucoup d'espoir dans la confiance des marchés dans les valeurs immobilières espagnoles. La cotation de l'action Bankia connaîtra une véritable descente aux enfers, au point de ne plus valoir que 11 centimes en

³⁷ SAREB, *Informe anual 2015*, p.67.

³⁸ ANTONIN Céline, BLOT Christophe, CREEL Jérôme, HUBERT Paul, LABONDANCE Fabien, TOUZE Vincent, « Comment lutter contre la fragmentation du système bancaire de la zone euro ? », *Revue de l'OFCE*, 5/2014 (N° 136), pp. 171-219. www.cairn.info/revue-de-l-ofce-2014-5-page-171.htm.

avril 2013. On comprendra, dès lors, la colère du public espagnol puisque Bankia, qui ne valait plus un clou en 2013, avait donné lieu au sauvetage bancaire le plus cher de l'histoire espagnole, pour 23.5 milliards d'euros. Le tout en pure perte. Il ne servait donc à rien de restructurer un secteur bancaire miné par des actifs immobiliers dépréciés sans d'abord expurger les bilans de ce dernier.

Mettre l'austérité au ban des accusés

Livrons enfin sans plus de détours ce qui nous semble aujourd'hui constituer la pierre d'angle d'une critique et d'une esquisse d'alternative à la politique qui a été menée en Espagne. L'eurozone ne s'est véritablement profilée comme acteur monétisant les dettes et assurant de manière volontariste la liquidité sur les marchés que fort tardivement, lorsque Mario Draghi, après avoir repris les rênes de la BCE, annonçait en septembre 2012 un programme de rachat de dettes illimité pour les pays ne se finançant plus sur les marchés.

Cette politique de *quantitative easing* ne s'est jamais accompagnée d'un effort d'assouplissement budgétaire permettant des politiques expansionnistes et volontaristes qui auraient assuré un stimulus de l'activité économique et un soutien fort opportun à la croissance. Cette dernière aura permis de résorber à plus ou moyen terme les déficits budgétaires par les rentrées fiscales additionnelles que la croissance aurait précisément dû permettre. De ce point de vue, le TSCG s'est avéré absolument contre-productif. La comparaison avec les Etats-Unis qui n'ont pas hésité à mener une politique particulièrement active sur le plan monétaire, pour bénéficier, aujourd'hui, d'un retour (relatif) de la croissance, est brandie aujourd'hui dans des milieux que l'on croyait immunisés contre toute forme d'hétérodoxie économique. C'est par exemple le cas du FMI qui n'hésite plus aujourd'hui à fustiger les politiques d'austérité en Europe.

Le cas de l'Espagne est, de ce point de vue, spécialement emblématique. Faute d'une philosophie et d'un traitement uniformes des crises bancaires en Europe impliquant un rôle actif de la BCE, bien du temps a été perdu entre l'éclatement de la crise en 2007 et le moment où une *bad bank* financée par les institutions européennes a commencé à œuvrer en Espagne. Il aurait, d'entrée de jeu, fallu mettre une politique monétaire accommodante au service d'une restructuration plus vigoureuse et davantage axée sur la constitution d'une *bad bank* en Espagne. On peut gager que la dette espagnole aurait été davantage crédibilisée sur les marchés si l'effet de baisse des prix de l'immobilier sur les finances publiques avait pu être neutralisé par une politique de soutien actif de la BCE.

Avant de conclure, on n'omettra pas de préciser que la dégradation des performances économiques de l'Espagne soumise à une cure d'austérité – dont le caractère antiéconomique commence, depuis peu, à être reconnu même par les économistes *mainstream* – a amené à une impressionnante montée du chômage (toujours supérieur à 20% de la population active au début de l'année 2016). La montée du chômage, couplée à une politique de baisse des salaires à des fins de rattrapage compétitif, a conduit à des difficultés de remboursement de leurs prêts hypothécaires de la part des ménages les plus fragilisés socialement. En juin 2015, on estimait qu'entre 2008 et le premier trimestre 2015, il y a eu près de 600 000 procédures d'expulsion en Espagne³⁹. Vu la carence de logements sociaux en Ibérie, il aurait été important de maintenir ses personnes dans leurs logements via un programme de reprise de dettes par la BCE ou la Banque d'Espagne.

En définitive, la chute de l'économie espagnole a été causée par une sur-spécialisation dans le secteur de l'immobilier. Et, à cet égard, l'adoption de l'euro a, jusqu'en 2008, irrigué le pays en capitaux qui ont rendu possible une croissance impressionnante et, pour tout dire, démesurée de ce secteur. Cette croissance était, pour reprendre une métaphore usée jusqu'à la corde, celle d'un

³⁹ *El Mundo*, 23 juin 2015.

colosse aux pieds d'argile tant elle dépendait, *in fine*, du recyclage des excédents des pays du Nord de la zone euro. Lorsque ce mouvement a été bouleversé à la suite de la crise mondiale de 2007-2008, le système financier espagnol fut plombé net. Il faut dire que le développement de la titrisation avait été particulièrement spectaculaire au cours des années 2000. L'Etat espagnol allait prendre le relais du secteur bancaire mais sans véritable plan d'action. Ce qui ajoutait clairement une difficulté. La multiplication de plans d'intervention sans véritable cohérence allait contribuer à décrédibiliser le gouvernement espagnol et partant, sa dette publique. Ce n'est qu'en 2012 que l'Espagne s'est dotée d'une *bad bank* permettant de racheter à bas prix les actifs dépréciés et de les revendre avec profit. La valse-hésitation des autorités espagnoles ne tranchait, de surcroît, guère avec l'attitude des autorités monétaires européennes.

Et c'est en 2012 seulement, alors que le secteur bancaire espagnol menaçait de vaciller, que les autorités monétaires européennes ont décidé de financer les dettes publiques du pays éprouvant des difficultés à se financer sur les marchés. On ne peut qu'être frappé par l'arrivée tardive de ce type de politiques, en vigueur aux Etats-Unis depuis 2008 ; et par le carcan budgétaire, toujours en vigueur, qui est imposé aux Etats-membres et empêche ces derniers de soutenir la croissance de leurs économies et partant, celle des recettes fiscales. L'Espagne représente la plus grande défaite de l'Europe austéritaire car lorsqu'un pays, membre d'une union monétaire comme la zone euro, passe d'une dette publique de moins de 40% du PIB en 2008 à près de 100% en 2016, il convient de pointer un échec collectif pour l'ensemble des pays-membres de cette union. Aux dernières nouvelles, l'Espagne, ainsi que le Portugal, faisaient l'objet d'une procédure pour déficit excessif⁴⁰. Dans le cas espagnol, les données sont claires. En 2015, le pays comptait un déficit primaire de l'ordre de 5.2% du PIB. L'engagement pris auprès des institutions européennes était de le ramener à 4% du PIB. L'objectif pour 2016 était d'atteindre un déficit de 2.8 % du PIB alors que la Banque d'Espagne anticipe un déficit du solde primaire de 4.4%⁴¹.

A l'heure où l'Espagne renoue, enfin, avec la croissance, l'acharnement de Bruxelles semble particulièrement malvenu. Mais il semble qu'en Europe de nos jours, on ne puisse guère changer une formule qui perd...

Pour citer cet article : Dupret, Xavier, Association culturelle Joseph Jacquemotte (ACJJ), L'ESPAGNE ET SON SECTEUR IMMOBILIER. UN ECHEC POUR L'EUROZONE, décembre 2016, Url : http://www.acjj.be/publications/analyses/
--

⁴⁰ *L'Echo*, 7 juillet 2016.

⁴¹ *Le Figaro*, 6 avril 2016.