

ECONOTE

Société Générale

Département des études économiques

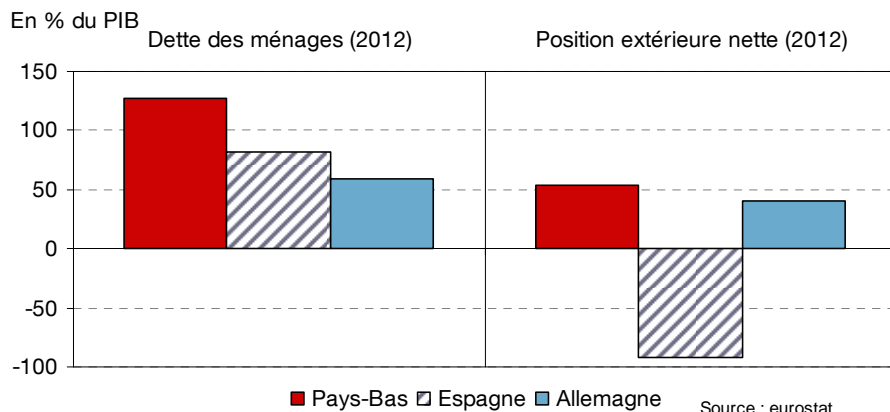
PAYS-BAS : À LA PÉRIPHÉRIE DU CŒUR

— Les Pays-Bas présentent plusieurs traits caractéristiques des pays périphériques de la zone euro : endettement particulièrement élevé des ménages, éclatement d'une bulle immobilière qui a mis deux grandes banques en difficulté – obligeant l'État à les nationaliser en urgence – récession profonde, difficultés à réduire le déficit public.

— Néanmoins, ils partagent également les points forts du cœur de la zone euro : une épargne privée importante, des comptes extérieurs largement excédentaires, un endettement public limité et une confiance des marchés lui permettant de bénéficier de taux d'intérêt très faibles.

— Au total, si le pays traverse bel et bien une double crise, immobilière et bancaire, il apparaît à même d'y faire face sans aide externe. En effet, il n'est pas exposé à la troisième composante de la crise que connaissent les pays périphériques de la zone euro : la crise de la balance des paiements (qui survient quand un pays n'est plus en mesure de financer son déficit extérieur ni de renouveler sa dette extérieure existante). En effet, les Pays-Bas ne sont pas dépendants des financements étrangers : leur position extérieure nette (créances sur l'étranger moins engagements vis-à-vis de l'étranger) s'établit à 54 % du PIB, soit le 3^{ème} ratio le plus élevé des pays de la zone euro (derrière le Luxembourg et la Belgique et devant l'Allemagne).

ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET POSITION EXTÉRIEURE DU PAYS

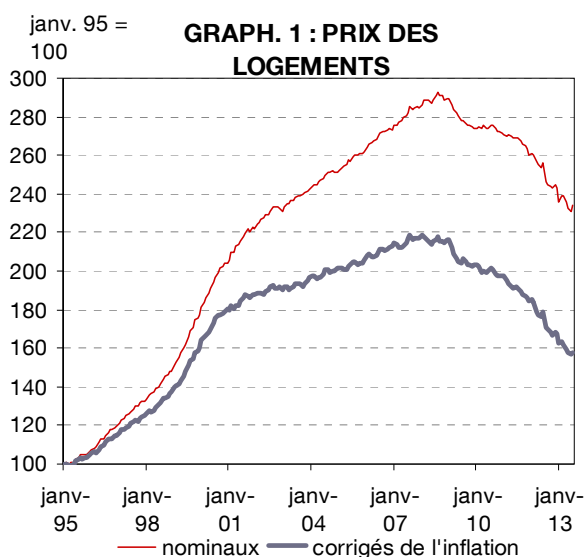


Benoît HEITZ
+33 1 58 98 74 26
benoit.heitz@socgen.com

LES PAYS-BAS PRÉSENTENT CERTAINES FAIBLESSES PROCHES DE CELLES DES PAYS PÉRIPHÉRIQUES

L'IMMOBILIER EN CRISE ET LES MÉNAGES SURENDETTÉS

Le prix des logements aux Pays-Bas avait quasiment triplé entre début 1995 et son plus haut, atteint en août 2008, soit une hausse moyenne de 8 % par an. Corrigé de l'inflation, le point haut avait été atteint un an plus tôt, avec une hausse annuelle moyenne de 6 % au-delà de l'inflation (cf. graphique 1). Puis ce prix est revenu mi-2013 à son niveau de fin 2002, voire même de fin 1999 si l'on corrige son évolution de l'inflation.



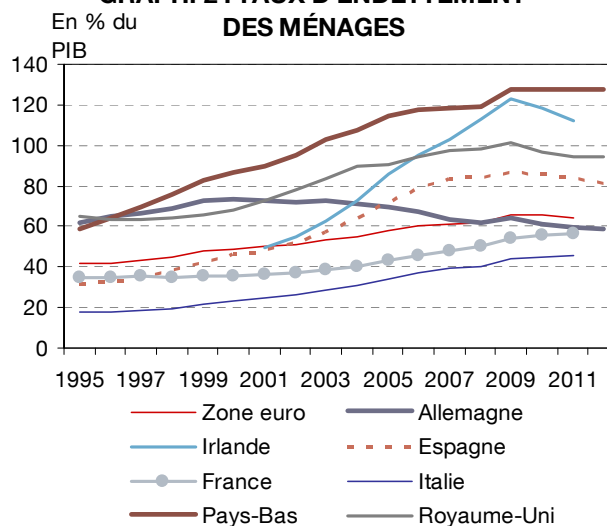
Source : datastream

En lien notamment avec cette véritable explosion des prix de l'immobilier, l'endettement des ménages a fortement progressé dans la période précédant la crise, pour atteindre des niveaux records. Ainsi, le taux d'endettement des ménages est nettement supérieur à celui observé en Espagne ou au Royaume-Uni, ou même en Irlande : il atteint ainsi 128 % du PIB en 2011, contre 123 % en Irlande et 86 % en Espagne au plus fort de leur bulle immobilière respective (cf. graphique 2). Par comparaison, la dette des ménages de la zone euro, prise dans son ensemble, ne représente que 65 % du PIB de la zone. Cette dette des ménages hollandais est essentiellement constituée (à plus de 95 %) de crédits immobiliers.

Ce gonflement de la dette des ménages a été favorisé par des spécificités fiscales hollandaises. Les charges d'intérêt sont intégralement déductibles du revenu dans le calcul de l'impôt sur le revenu, de même que les versements d'épargne dans les fonds de pension. L'optimisation fiscale a donc conduit les ménages à,

d'une part, s'endetter au maximum pour acquérir un bien immobilier, typiquement sous la forme de prêt *in fine*¹, et, d'autre part, à se constituer une importante épargne pour la retraite en parallèle.

GRAPH. 2 : TAUX D'ENDETTEMENT DES MÉNAGES



Source : eurostat

En plus d'être particulièrement élevée à l'émission du prêt, le ratio du capital emprunté rapporté au prix du bien acheté ne baisse pas mécaniquement au cours du temps lorsqu'il s'agit d'un prêt *in fine*, contrairement au cas d'un prêt amortissable. Par conséquent, pendant la vie du prêt, ce ratio est intégralement piloté par l'évolution des prix de l'immobilier : il baisse si ceux-ci augmentent mais s'ils baissent, comme c'est le cas actuellement, alors il augmente.

Au total, c'est donc maintenant plus d'une décennie d'emprunteurs qui sont potentiellement en possession d'un bien immobilier dont la valeur est inférieure à celle de l'échéance finale de leur prêt *in fine*. À fin 2010, la banque centrale des Pays-Bas estimait déjà que 22 % des emprunteurs faisaient face à une dette hypothécaire supérieure à la valeur de leur bien immobilier.

LA CRISE BANCAIRE À L'ŒUVRE

Le risque que fait peser cet endettement des ménages est supporté en premier lieu par les banques, celles-ci détenant près de 60 % des prêts immobiliers aux ménages. Néanmoins, cette dette a également été largement titrisée, et de plus en plus au cours du

¹ Les prêts à remboursement *in fine* représentaient 50 % des prêts immobiliers octroyés en 2010 contre 30 % en 2000 et seulement 5 % en 1994 selon la banque centrale des Pays-Bas. Dans le cadre de ces prêts, seuls les intérêts sont payés pendant la durée de vie du prêt et le capital n'est remboursé qu'à l'échéance, typiquement sur 30 ans avec un ratio d'emprunt sur le prix du bien supérieur à 100 % afin de maximiser l'avantage fiscal

temps : ainsi, la dette immobilière des ménages est détenue aujourd'hui à plus d'un tiers par des SPV² (contre 5 % seulement en 2000) à des fins de titrisation³, et moins de 20 % des créances titrisées restent aux bilans des banques.

En outre, la crise ne touche pas seulement l'immobilier résidentiel mais également l'immobilier commercial. Cette crise immobilière a notamment été à l'origine des difficultés de Fortis/ABN Amro, qui a dû être nationalisé en 2008, et de SNS Reaal, nationalisée à son tour en 2013. Dans les deux cas, il est à noter que les foyers de pertes ont été particulièrement concentrés au sein des actifs liés à l'immobilier acquis à l'occasion de l'opération record de rachat / démantèlement de ABN Amro juste avant la crise. Dans le cas de SNS Reaal, les pertes réalisées sur le portefeuille de financement immobilier ont, à elles seules, englouti plus que la totalité des fonds propres de la filiale bancaire du groupe SNS Reaal, l'amenant avant injection de capitaux par l'État à un ratio de fonds propres (core tier 1) de -2,9 %. C'est donc bel et bien une banque en faillite que le gouvernement a dû nationaliser en urgence.

Au total, pour sauver deux des cinq principales banques du pays, l'État néerlandais aura été contraints d'injecter près de 30 Mds EUR, soit 5 % du PIB, dans ces deux banques, hors les garanties qu'il a également dû apporter.

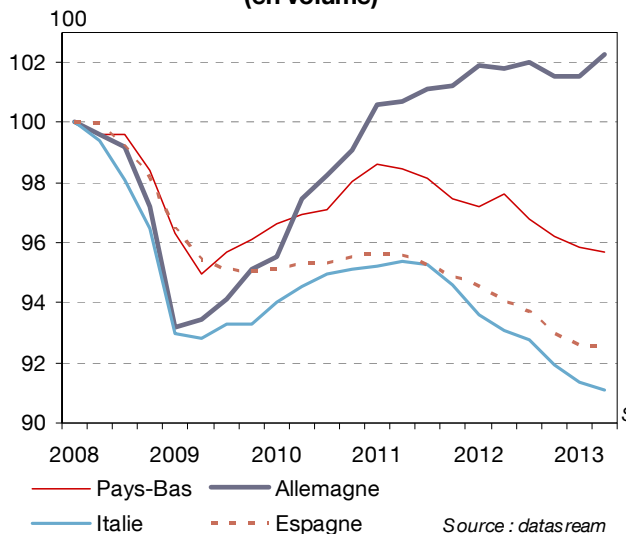
LE PAYS N'ARRIVE PAS À SORTIR DE LA RÉCESSION...

A l'image des autres pays de la zone euro, et notamment de l'Allemagne, l'activité a plongé aux Pays-Bas en 2008-2009, puis elle a commencé à se redresser fin 2009.

Mais, contrairement à l'Allemagne et à l'image des pays de la périphérie de la zone euro, elle a ensuite lourdement rechuté à partir de début 2011 : en deux ans et demi, le pays a enregistré 8 trimestres de contraction de l'activité. Ainsi, au 2^{ème} trimestre 2013, le PIB réel demeure plus de 4 % en dessous de son niveau de début 2008 (cf. graphique 3). Cette rechute tient à la forte baisse de la consommation des ménages et de l'investissement des entreprises, alors que le commerce extérieur est venu en soutien à l'activité grâce à la résistance des exportations. Tant d'après les prévisions de la Commission européenne que celles du Centraal Planbureau, l'activité se

replierait encore en 2013 et ne rebondirait que faiblement en 2014.

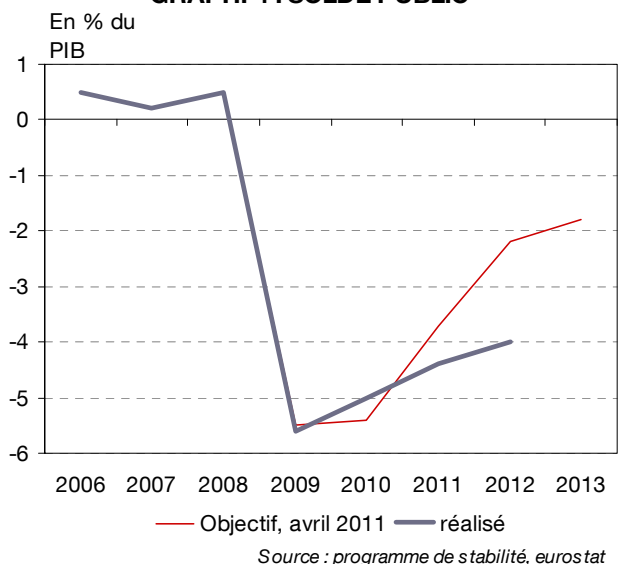
GRAPH 3 : PRODUIT INTÉRIEUR BRUT (en volume)
2008T1 = 100



... NI À AJUSTER SES FINANCES PUBLIQUES...

Après le creusement brutal du déficit public avec la crise, le gouvernement hollandais tablait, dans son programme de stabilité d'avril 2011, sur un déficit ramené à 3,7 % du PIB en 2011, contre 5,4 % l'année précédente, puis à 2,2 % du PIB en 2012. En réalité, la réduction du déficit a été nettement plus limitée : il s'est ainsi établi à 4 % du PIB en 2012 (cf. graphique 4).

GRAPH. 4 : SOLDE PUBLIC



² Special Purpose Vehicle

³ Dans ce cadre, les créances hypothécaires détenues par les banques sont transférées à des entités juridiquement distinctes, appelées « Special Purpose Vehicle » ou SPV, qui se financent en émettant des titres de dettes adossés à ces portefeuilles de crédit (ces titres sont appelés « Residential Mortgage-Backed Securities », ou RMBS)

+1,75 % et +1,5 % prévus) et du coût des plans d'aides au secteur financier hollandais.

... NOTAMMENT PARCE QUE LE CONSENSUS POLITIQUE S'EST EFFRITÉ

Un autre point commun des Pays-Bas avec les pays périphériques de la zone euro réside dans les tensions et l'instabilité politiques générées par la crise. En effet, jusque début 2012, il y avait un relatif consensus dans la classe politique sur la nécessité de mettre en œuvre des mesures d'austérité pour rétablir la situation des finances publiques, et notamment ramener rapidement le déficit public sous le seuil des 3 % du PIB.

Néanmoins, ce consensus a été mis à mal par le dérapage des finances publiques. En effet, suite à un désaccord sur le budget 2013, qui devait permettre de corriger le dérapage des finances publiques, le gouvernement de coalition, issu des élections de juin 2010, a perdu sa majorité au parlement en avril 2012. S'en est suivi une phase d'instabilité politique qui a débouché sur des élections anticipées en septembre 2012, puis la formation d'un nouveau gouvernement de coalition, après avoir trouvé un compromis sur l'ampleur de l'ajustement budgétaire.

Le budget 2014 pourrait constituer un test pour la coalition gouvernementale. La Commission européenne a certes acté en mai 2013 qu'il faudrait un an de plus qu'initialement escompté pour ramener le déficit public sous le seuil des 3 % du PIB, soit en 2014 plutôt que 2013. Mais elle a simultanément souligné que des mesures de consolidation budgétaires supplémentaires, à hauteur de 0,6 % du PIB, seront nécessaires en 2014.

MAIS SES POINTS FORTS LES PLACENT CLAIREMENT AU CŒUR DE LA ZONE EURO

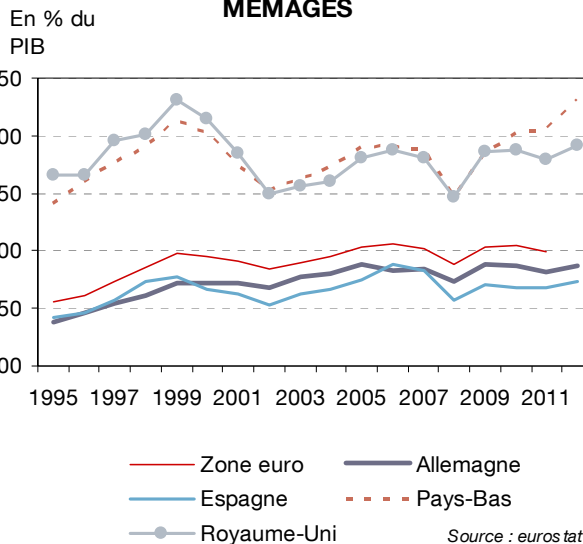
UN IMPORTANT PATRIMOINE DES MÉNAGES

Du fait du poids de la retraite par capitalisation et des incitations fiscales, les ménages hollandais se démarquent par un patrimoine financier nettement plus important que ceux des autres pays européens : leurs actifs financiers bruts représentaient en 2012 plus de 330 % du PIB (contre environ 200 % du PIB en moyenne dans la zone euro), soit le ratio le plus élevé (avec celui du Royaume Uni, autre pays où la retraite par capitalisation a un poids important) au sein des grands pays européens (cf. graphique 5).

Outre l'épargne retraite, le patrimoine financier brut des ménages hollandais a été soutenu par un autre mécanisme : si la majorité des prêts sont *in fine*, seul un tiers du total des prêts immobiliers a été commercialisé sans être garanti, au moins pour partie, par des actifs financiers. En effet, les banques ont

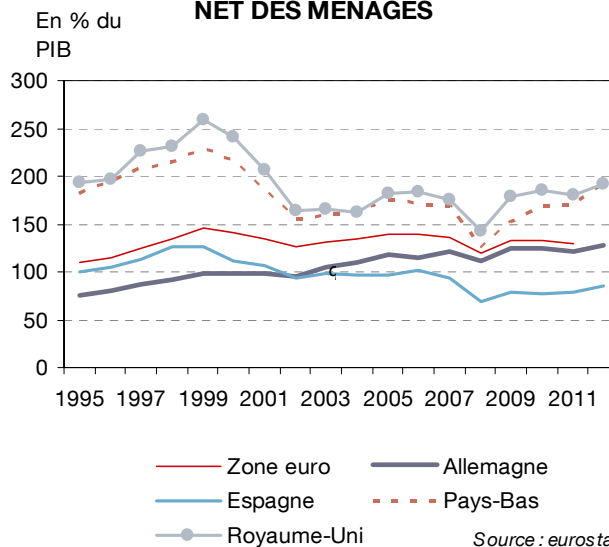
largement proposé des formules permettant de maximiser l'avantage fiscal en couplant un prêt *in fine* à un plan d'épargne bloqué, qui ne peut servir qu'à rembourser l'emprunt. Toutefois, selon la banque centrale des Pays-Bas, l'épargne ainsi constituée serait généralement d'un montant faible par rapport à celui de la dette contractée.

GRAPH. 5 : ACTIFS FINANCIERS DES MÉNAGES



Au final, en termes de patrimoine financier net (actifs financiers diminués des dettes), la position des ménages hollandais n'apparaît pas excessivement problématique : de l'ordre de 190 % du PIB, elle est nettement plus favorable que celle des ménages irlandais ou espagnols, et même plus confortable que la moyenne de la zone euro (cf. graphique 6).

GRAPH. 6 : PATRIMOINE FINANCIER NET DES MÉNAGES



Toutefois, l'épargne retraite, qui représente la moitié de l'actif financier des ménages hollandais, ne serait pas mobilisable pour couvrir la dette hypothécaire en cas de difficultés de revente, ou de revente à forte perte,

d'un bien immobilier. En effet, la loi interdit formellement la sortie en capital des fonds de pensions (sauf pour des rentes très faibles). Mais, jusqu'ici, les prêts immobiliers aux ménages n'ont pas connu de difficultés particulières, leur taux de défaut restant faible. Et le gouvernement a pris des mesures afin de limiter le risque qu'ils font peser sur le secteur financier. Ainsi, depuis 2011, le recours à un prêt hypothécaire *in fine* seul a été durci : celui-ci ne peut plus représenter que la moitié de la valeur du bien immobilier, contre la totalité précédemment.

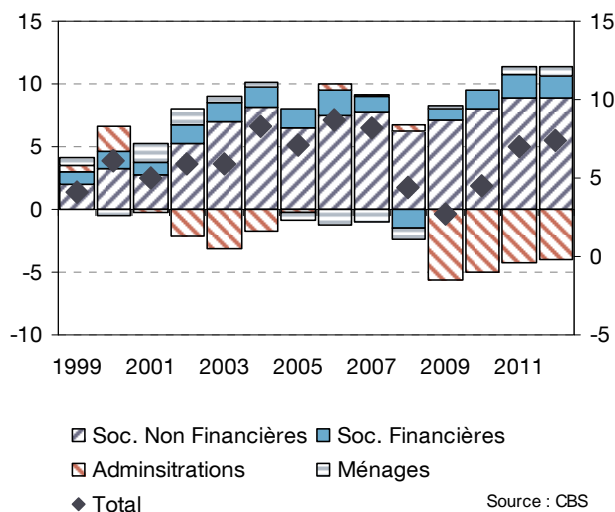
UNE LARGE ÉPARGNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES

Plus largement, le pays se caractérise par une épargne nationale abondante : la capacité de financement de l'économie hollandaise, soit l'excès de l'épargne nationale par rapport à l'investissement, est en moyenne supérieure à 6 % du PIB sur la dernière décennie (et déjà près de 5 % du PIB sur la précédente).

Notamment, la capacité de financement des sociétés financière, i.e. leur excès d'épargne par rapport à leur investissement, est très élevée : elle a atteint en moyenne près de 8 % du PIB sur la dernière décennie (cf. graphique 7). De fait, il faut remonter à 1992 pour trouver un besoin de financement des sociétés non-financières.

En outre, la dette publique reste encore relativement limitée, à l'aune des standards de la zone euro, puisqu'elle atteint 71 % du PIB en 2012. Et elle est financée à moindre coût : ainsi, l'écart de taux d'intérêt par rapport à l'Allemagne est faible (autour de 0,4 % pour la dette à 10 ans à l'été 2013) et inférieur à celui de la France ou de l'Autriche.

En % du PIB
GRAPH. 7 : CAPACITÉ / BESOIN DE FINANCEMENT

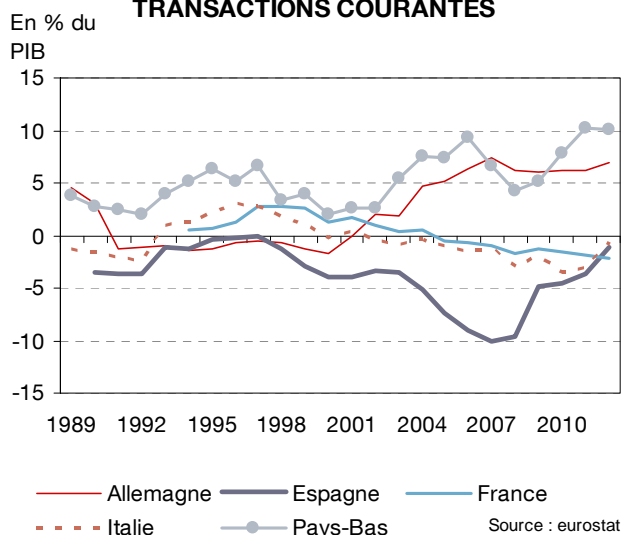


CONTRAIREMENT À LA PÉRIPHÉRIE, DES COMPTES EXTÉRIEURS SOURCE DE RÉSILIENCE ET NON DE FRAGILITÉ

Contrepartie de cette épargne abondante, les comptes extérieurs des Pays-Bas sont un facteur fort de résilience, et non de fragilité comme c'est le cas pour les pays périphériques de la zone euro.

Ainsi, ils présentent un excédent courant (la somme du solde commercial et du solde entre les revenus touchés de l'étranger et ceux versés à l'étranger) de nature structurelle et très important (plus de 7 % du PIB en moyenne sur les dix dernières années), supérieur même à celui de l'Allemagne (cf. graphique 8). À l'opposé, l'Italie est en déficit courant depuis 2000. Surtout l'Espagne a connu un déficit courant abyssal, qui a culminé à 10 % du PIB en 2007, avant le douloureux rééquilibrage enregistré depuis lors.

GRAPH. 8 : SOLDE DU COMPTE DES TRANSACTIONS COURANTES



Conséquence de ces importants écarts de soldes courants, les positions extérieures nettes, soit la différence d'encours entre les investissements des résidents du pays à l'étranger et ceux des étrangers dans le pays, sont également totalement divergentes. Ainsi, les Pays-Bas présentent une position extérieure nette largement positive, à hauteur de 54 % du PIB en 2012 contre « seulement » 40 % pour l'Allemagne, là où celle de l'Italie est négative de 24 % du PIB et, surtout, celles de l'Espagne et de l'Irlande sont négatives de 91 et 108 % du PIB respectivement.

**AU TOTAL, LES PAYS-BAS DISPOSENT
D'IMPORTANTES RESSOURCES
INTERNES POUR SURMONTER LA CRISE**

À l'image de l'Irlande et de l'Espagne, mais à une échelle nettement moindre, les Pays-Bas font donc face à une double crise, à la fois immobilière et bancaire.

Néanmoins, leur épargne nationale élevée et leur situation extérieure excédentaire leur permettent d'écarter le risque de la 3^{ème} crise que connaissent les pays de la périphérie de la zone euro : la crise de la balance des paiements.

En effet, les Pays-Bas ne sont pas, contrairement à l'Espagne par exemple, cruciallement dépendants de financements étrangers. Par conséquent un arrêt brutal de ces financements n'accuserait pas le pays à recourir à une aide externe. Ce qui justifie d'ailleurs que ces financements se poursuivent normalement.

Les Pays-Bas appartiennent donc bien au cœur de la zone euro, en dépit d'un certain nombre de fragilités qu'ils partagent avec les pays de la périphérie.

NUMÉROS PRÉCÉDENTS ECONOTE

- N°1 Le dollar : la monnaie des américains, leur problème ?**
Benoît HEITZ (Mars 2011)
- N°2 Vers un décollage africain ?**
Clément GILLET (Mai 2011)
- N°3 États-Unis : États fédérés et collectivités locales, un frein à la reprise économique**
Clémentine GALLES, Kim MARCH (Juin 2011)
- N°4 Chine : l'internationalisation sans convertibilité du renminbi**
Sopanha SA, Meno MIYAKE (Décembre 2011)
- N°5 L'ajustement letton est-il un bon exemple pour les pays de la périphérie de la zone euro ?**
Anna SIENKIEWICZ, Ariel EMIRIAN (Janvier 2012)
- N°6 Royaume-Uni : Retour du spectre de l'inflation ?**
Marc-Antoine COLLARD (Février 2012)
- N°7 Chine : Investissements directs à l'étranger : beaucoup de bruit pour rien**
Sopanha SA, Meno MIYAKE (Mai 2012)
- N°8 Turquie : Une politique monétaire atypique mais dépendante**
Régis GALLAND (Juillet 2012)
- N°9 Le «Quantitative Easing» britannique : plus d'inflation mais pas plus d'activité ?**
Benoît HEITZ (Juillet 2012)
- N°10 Marché immobilier et politiques macro-prudentielles : le Canada est-il synonyme de réussite ?**
Marc-Antoine COLLARD (Août 2012)
- N°11 Zone euro : une crise unique**
Marie-Hélène DUPRAT (Septembre 2012)
- N°12 La performance à l'exportation de l'Allemagne : analyse comparative avec ses pairs européens**
Marc FRISO (Décembre 2012)
- N°13 Le financement de la dette des États : vecteur de (dés-)intégration de la zone euro ?**
Léa DAUPHAS, Clémentine GALLÈS (Février 2013)
- N°14 Chine : Prix immobiliers : l'arbre ne doit pas cacher la forêt**
Sopanha SA (Avril 2013)
- N°15 Chine : Débat sur la croissance**
Olivier DE BOYSSON, Sopanha SA (Avril 2013)
- N°16 Pays développés : Qui détient la dette publique ?**
Audrey GASTEUILL-ROUGIER (Avril 2013)
- N°17 Indépendance énergétique des États-Unis**
Marc-Antoine COLLARD (Mai 2013)
- N°18 France : Pourquoi le solde des paiements courants se dégrade-t-il depuis plus de 10 ans ?**
Benoît HEITZ (Juin 2013)
- N°19 États-Unis : Un exportateur de gaz naturel liquéfié**
Marc-Antoine COLLARD (Juin 2013)

DÉPARTEMENT DES ÉTUDES ÉCONOMIQUES

CONTACTS

Olivier GARNIER

Chef économiste du Groupe
+33 1 42 14 88 16
olivier.garnier@socgen.com

Olivier de BOYSSON

Adjoint et chef économiste Pays
Émergents
+33 1 42 14 41 46
olivier.de-boysson@socgen.com

Marie-Hélène DUPRAT

Conseiller auprès du chef économiste
+33 1 42 14 16 04
marie-helene.duprat@socgen.com

Ariel EMIRIAN

Études risques-pays / Pays CEI
+33 1 42 13 08 49
ariel.emirian@socgen.com

Clémentine GALLÈS

Études macro-financières / États-Unis
+33 1 57 29 57 75
clementine.galles@socgen.com

Benoît HEITZ

Prévisions économiques mondiales /
zone euro et Europe
+33 1 58 98 74 26
benoit.heitz@socgen.com

Constance BOUBLIL

Europe centrale et du sud-est
+33 1 42 13 08 29
constance.boublil@socgen.com

Marc-Antoine COLLARD

Pays du Golfe, Amérique Latine,
Matières Premières
+33 1 57 29 62 28
marc-antoine.collard@socgen.com

Marc FRISO

Zone euro, Europe du nord et Afrique
Subsaharienne
+33 1 42 14 74 49
marc.friso@socgen.com

Régis GALLAND

Bassin Méditerranéen et Asie Centrale
+33 1 58 98 72 37
regis.galland@socgen.com

Audrey GASTEUIL-ROUGIER

OCDE hors zone euro et Études macro-
financières
+33 1 57 29 52 26
audrey.gasteuil@socgen.com

Sopanha SA

Asie
+33 1 58 98 76 31
sopanha.sa@socgen.com

Isabelle AIT EL HOCINE

Assistante
+33 1 42 14 55 56
isabelle.ait-el-hocine@socgen.com

Valérie TOSCAS

Assistante
+33 1 42 13 18 88
valerie.toscas@socgen.com

Sigrid MILLEREUX-BEZIAUD

Documentaliste
+33 1 42 14 46 45
sigrid.millereux-beziaud@socgen.com

Tiphaine CAPPE de BAILLON

Études statistiques et édition
+33 1 42 14 00 25
tiphaine.cappe-de-baillon@socgen.com

Société Générale | Direction des Risques

Département des Études Économiques | 75886 PARIS CEDEX 18

www.societegenerale.com/nos-metiers/etudes-economiques

Tél : +33 1 42 14 55 56 — Tél : +33 1 42 13 18 88 – Fax : +33 1 42 14 83 29

Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux seuls, mais ne dispense pas ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.