



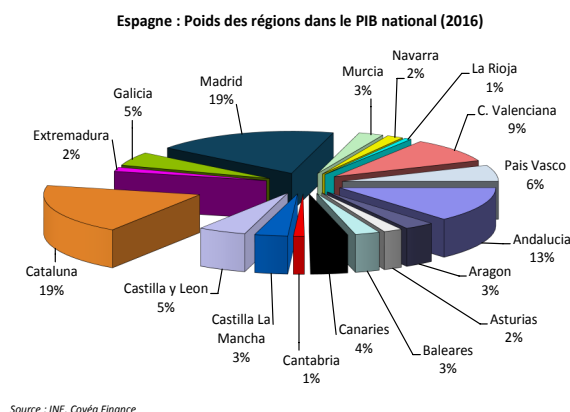
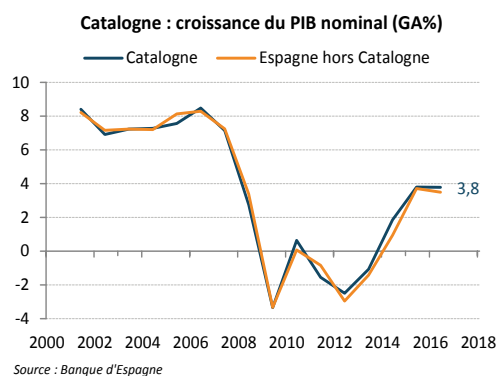
5 octobre 2017

Espagne : crise politique avec la Catalogne

Le référendum sur l'autodétermination de la région catalane, qui s'est tenu dimanche 1er octobre, s'est déroulé dans des conditions difficiles tant sur le plan logistique que sur l'image qu'il a véhiculé à travers les interventions dissuasives et le recours à la force de l'Etat central. Le scrutin, qui n'a aucun fondement légal au regard des décisions du Tribunal constitutionnel espagnol, aurait réuni 2,3 millions de votants de la région, correspondant à un taux de participation de 42%. Selon l'exécutif catalan, 90% des électeurs auraient voté en faveur de la création d'un Etat indépendant sous la forme d'une République. Ce résultat sans légitimité aux yeux du gouvernement espagnol a conduit le Président de la Généralité de Catalogne, Carles Puigdemont, a annoncé son intention de proclamer unilatéralement l'indépendance « d'ici la fin de semaine ou au début de la prochaine ». Face à cette situation politique, nous proposons dans cette publication de revenir sur les événements et les différentes prises de positions exprimées par les partis politiques espagnols et les institutions européennes. Dans un deuxième temps, nous évoquons, avec la précaution qui s'impose, les éventuelles répercussions économiques et financières d'une scission de la région avec l'Espagne.

La région de Catalogne en quelques chiffres

« La région autonome de Catalogne représente environ 20% du produit intérieur brut national (PIB) et 16% de la population espagnole. C'est la première région de pays en termes de PIB devant la région de Madrid. »



L'actualité récente autour du référendum

« La logique d'une spirale d'affrontement se met en place et pourrait ouvrir une longue période d'incertitude »

➤ Le vote par voie de référendum, qui s'est tenu le 1er octobre, était une promesse de longue date des représentants des partis indépendantistes. Lors d'une première tentative en novembre 2014, le scrutin avait été transformé en amont par une consultation populaire, convoquée non par le gouvernement catalan mais par des associations et partis politiques, suite à l'interdiction formelle énoncée par le Tribunal constitutionnel espagnol. Cette fois-ci, l'exécutif catalan a décidé de franchir une étape supplémentaire dans le rapport de force que se livrent les autorités de la région et l'Etat central depuis 2010. Selon les représentants du gouvernement catalan, le oui à un «Etat indépendant sous forme de République» l'a emporté à 90%, avec 2,26 millions de voix et un taux de participation de 42,3%. Le décompte officiel des résultats devrait être connu dans la semaine, mais sera, quoi qu'il advienne, sans légitimité aux yeux du gouvernement espagnol, qui s'appuie sur le verdict du Tribunal constitutionnel ne reconnaissant pas le droit d'autodétermination de la Catalogne. En effet, la Constitution, ratifiée par le peuple espagnol, y compris catalan, lors du référendum du 6 décembre 1978 dans une période de transition qui marqua la fin du franquisme, définit les contours du statut d'autonomie des régions espagnoles. De cette Constitution, l'article 2 portant sur l'Unité de la nation et le droit à l'autonomie, stipule le caractère « indissoluble de la Nation espagnole ». Selon le Tribunal constitutionnel, le droit à décider des catalans ne pourrait voir le jour que dans le cas d'une révision de la Constitution, ou bien encore dans le cadre d'un référendum organisé au niveau national et impliquant l'ensemble de la population espagnole, seule à même de pouvoir remettre en cause l'unité de la Nation. Pour les indépendantistes, ce principe ne tient pas et c'est à ce titre qu'ils ont inclus, dans la loi sur le référendum, la non reconnaissance des décisions des autorités centrales, notamment du Tribunal constitutionnel.

A l'issue du référendum, le Président de la Généralité de Catalogne, Carles Puigdemont, a annoncé son intention de proclamer unilatéralement l'indépendance « d'ici la fin de semaine ou au début de la prochaine ». Dans la pratique, cette proclamation devra être faite par le Parlement catalan dans les deux jours suivant l'annonce officielle des résultats. En principe, cette déclaration unilatérale d'indépendance aura vocation à poser les premières fondations de la République catalane et lancer le processus devant conduire à la rédaction, par une Assemblée constituante élue, d'une Constitution qui devra être validée par voie référendaire dans les six mois après sa publication. Cette période prévoit aussi la mise en place des institutions nécessaires au bon fonctionnement de la nouvelle administration, comme par exemple, la collecte des impôts. Dans ses démarches, C. Puigdemont a demandé au Parlement européen d'agir en qualité de médiateur international, alors même que cette question de l'autodétermination des peuples est un sujet pour certains pays membres comme la Belgique, avec la Flandre, ou le Royaume-Uni, avec l'Ecosse. Cette médiation paraît peu probable car elle reviendrait *de facto* à reconnaître l'existence d'un Etat catalan. Au lendemain du vote, des mobilisations d'ampleur se sont multipliées dans la région afin de maintenir une pression constante sur les dirigeants catalans pour ne pas céder sur leurs promesses alors que des divisions internes pourraient se faire jour au sein des indépendantistes.

De son côté, le gouvernement espagnol, par la voix de son premier ministre, M. Rajoy, a fait le choix de l'intransigeance en déclarant que le scrutin n'avait pas eu lieu. Sur le terrain, les interventions de l'Etat central pour faire respecter la décision du Tribunal constitutionnel ont explicitement ciblé la logistique du référendum avec la mise en détention de hauts responsables du gouvernement catalan, la saisie de millions de bulletins et la fermeture de certains bureaux de votes, la mise à l'amende des organisateurs et la mise sous tutelle du budget de la région. Sans compter la mobilisation des forces de

l'ordre dans la région pour limiter l'accès aux collèges électoraux qui a été perçu comme une réponse autoritaire de Madrid.

Cette stratégie a eu pour conséquence de mettre en doute la légalité et la fiabilité des résultats puisque, selon les médias, ce vote se serait tenue parfois sans liste d'émargement (mise en place d'un système de recensement universel qui permettait de voter dans n'importe quel bureau de vote), sans assesseur ou commission électorale, sans observateur neutre et sans obligation de mettre un bulletin dans une enveloppe, aux dépens du principe de confidentialité du vote. Dans une intervention télévisée, le roi d'Espagne Felipe VI a réitéré le caractère illégal du scrutin accusant les dirigeants catalans de se placer « en marge du droit et de la démocratie » avant de conclure sur la responsabilité de l'Etat à assurer l'ordre constitutionnel et le fonctionnement normal des institutions. Dans une décision du 5 octobre, le Tribunal constitutionnel espagnol a suspendu la séance plénière du Parlement catalan, prévue le lundi 9 octobre, pour acter les résultats du scrutin.

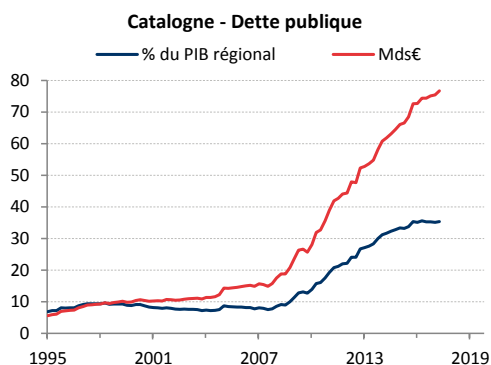
Du côté de Bruxelles, les parlementaires européens ont convoqué un débat en urgence le mercredi 4 octobre. La position des principaux groupes parlementaires (Parti Populaire européen, sociaux-démocrates et libéraux) se résume simplement : une dénonciation du non-respect de la Constitution espagnole par les autorités catalanes avec une condamnation des violences policières disproportionnées et un appel au dialogue. Cette prise de position, proche de celle de la Commission européenne, semble éloigner la perspective d'une médiation des institutions européennes sur une affaire politique interne.

Une première étape dans la résolution de cette crise politique suppose que les parties prenantes fassent part de leurs intentions d'ouvrir le dialogue sans aucune condition préalable. **A ce jour, le gouvernement espagnol semble disposé à recourir à l'article 155 de la Constitution si le Parlement catalan soutient la déclaration unilatérale d'indépendance.** Cet article permet de retirer à une région autonome ses prérogatives et compétences si elle ne remplit pas les obligations de la Constitution ou « porte gravement atteinte à l'intérêt général de l'Espagne ». L'article 155, qui nécessite un vote du Sénat à la majorité absolue, permet au gouvernement central de mettre en demeure le Président de la Communauté autonome afin qu'il se mette en conformité avec la Constitution et qu'en cas de refus de ce dernier, les autorités de la région sont contraintes de satisfaire aux instructions de l'Etat central avec à la clé l'organisation de nouvelles élections pour désigner les élus du Parlement catalan. L'usage de cet article serait inédit.

La région de Catalogne du point de vue économique et fiscal

« Une croissance économique redevenue dynamique mais des finances publiques fragilisées depuis la crise »

➤ **La région autonome de Catalogne représente environ 20% du PIB national et 16% de la population espagnole en 2016.** Le PIB nominal de la région, autour de 212Mds€, a enregistré une croissance de 3,8% en 2016, un rythme très légèrement supérieur à la croissance du pays (hors Catalogne) sur la même période (3,5%). C'est la première région en termes de PIB devant la région de Madrid. Son niveau d'endettement a été croissant depuis 2007 pour atteindre 35,4% du PIB régional au 2^{ème} trimestre 2017, correspondant à 77Mds€ (graphique ci-contre). L'endettement public rapporté au PIB s'est stabilisé depuis 2016. Toutefois la région présente un endettement public en % du PIB supérieur à la médiane et moyenne nationale. La Catalogne est la troisième communauté autonome la plus endettée du pays. Par ailleurs, son déficit public a été supérieur aux autres régions en 2016, à 1% du PIB régional, en amélioration depuis 2015. La Catalogne fait partie des quatre régions (sur 17) espagnoles n'ayant pas respecté les cibles annuelles en termes de déficit public sur la période 2010-2016.



La Catalogne est soumise au « régime commun » en ce qui concerne son autonomie fiscale. En effet, seul deux régions d'Espagne, la Navarre et le Pays Basque, dispose d'un système préférentiel, dit « régime foral » qui bénéficie d'un degré d'autonomie fiscale plus important dans lequel les régions sont responsables dans la conception, l'administration, l'inspection et la collecte de toutes les taxes à l'exception des tarifs douaniers. Ce régime spécifique permet de ne partager directement aucun revenu avec les autres régions ou l'Etat central. Le seul transfert de ressource de la région à l'Etat central concerne les dépenses liées à la sécurité sociale, à la défense nationale et aux relations diplomatiques. Ce transfert est fixé par une formule qui prend en compte le poids économique de la région. Dans le « régime commun », le degré d'autonomie fiscale est beaucoup plus faible que dans le « régime foral ».

Les régions sous ce type de régime financent leurs dépenses à travers trois sources : les revenus directs propres à la région, les revenus partagés entre les régions et le système de transfert intergouvernemental. Sous le « régime commun », les régions ne disposent pas des pouvoirs concernant l'administration et la collecte des taxes. Toutefois, le système commun a évolué depuis sa création à la fin des années 1970 et reste sujet à renégociation tous les cinq ans. Ainsi depuis sa mise en place, les réformes successives ont conduit à une augmentation graduelle de l'autonomie fiscale et de la décentralisation des dépenses (malgré un recul de celle-ci sur la période récente) en accordant aux régions une plus grande flexibilité et discrétion dans la fixation des taux et dans l'établissement des exemptions et autres déductions. Depuis 1997, le partage des revenus de la fiscalité avec l'Etat central a été modifié dans le sens d'un élargissement de la base de revenus directement captée par les régions.

En effet, depuis la dernière réforme datant de 2009, les régions peuvent récupérer 50% des recettes liées à l'imposition sur le revenu (contre 33% avant), 50% de la taxe sur la valeur ajoutée (contre 35%) et 58% des taxes spéciales sur l'alcool, le tabac ou les hydrocarbures (contre 40%). Cette décentralisation des recettes fiscales en faveur des régions a conduit à une hausse de la part des revenus propres dans le financement des régions. Selon le FMI, la part des revenus propres des régions a doublé entre 1995 et 2007.

Une autre source de financement des régions est le système de transfert intergouvernemental qui vise à une répartition équitable des ressources (*fiscal equalization*) entre les régions de sorte à fournir un niveau uniforme de prestation de services publiques sur tout le territoire, défini à travers leurs « besoins de dépense ». Les « besoins de dépense » dépendent de plusieurs facteurs incluant la structure démographique et la dispersion géographique de la population dans la région. L'égalisation des ressources au niveau national consiste donc à s'assurer que chaque région dispose de ressources similaires par unité de « besoins de dépense ». Les ressources de ce système proviennent des recettes de l'Etat central et de la base fiscale partagée des régions.

Une dernière source de financement des régions provient de la mise en place de « mécanismes de liquidité régionale ». Ces mécanismes prennent la forme de prêts du gouvernement central conditionnés à un programme d'ajustement budgétaire et sont financés par l'émission d'obligations du Trésor. Ces prêts sont garantis sur les ressources des régions. Le mécanisme est similaire à celui déployé à l'échelle de la Zone euro lors de la crise de la dette souveraine (ESM et EFSF). Ils permettent notamment de fournir de la liquidité d'urgence aux régions, de réduire les coûts de financement en passant par la signature souveraine et d'assurer que les retards de paiement aux entreprises privées ne s'accumulent pas dans les régions financièrement

en difficulté. Dans le cas du FLA (« fondo de liquidez Autonómico »), neuf régions sur quinze ont bénéficié d'environ 200Mds€ entre 2012 et 2016. Le gain en termes de réduction de la charge liée au paiement des intérêts a été conséquent depuis 2012. Au total, la Catalogne, à travers le FLA et FFPP (fonds destiné aux règlements des arriérés de paiement des régions), a demandé environ 63Mds€ depuis 2012, le montant le plus élevé parmi les régions. Par rapport à son poids dans l'économie espagnole (19% du PIB), la Catalogne a bénéficié de près d'un tiers (31%) des ressources allouées par ces fonds. **Cela met en évidence la dépendance financière de la région par rapport aux mesures de l'Etat central dans un contexte de dégradation généralisée des finances publiques depuis la crise financière.**

D'un point de vue purement budgétaire, la position des indépendantistes repose sur l'idée que la région disposerait d'une indépendance financière totale et même un excédent budgétaire conséquent si elle avait une pleine capacité dans la collecte de ses ressources fiscales. Selon une étude menée par un groupe de travail au sein de la Généralité de Catalogne en octobre 2014 sur la base des données budgétaires de 2011, le bénéfice budgétaire estimé sur une année pleine serait de 11,6Mds€ soit 5,9% du PIB régional, de quoi largement combler le déficit de la région et financer le plan d'urgence social proposé par les indépendantistes. Toutefois, cette étude d'impact de l'indépendance de la Catalogne se fonde sur un raisonnement *ceteris paribus* (toutes choses étant égales par ailleurs) qui ne prend pas en compte certaines répercussions économiques de premier ordre qui pourrait advenir en cas de scission avec l'Espagne que nous développons par la suite.

Les éventuelles répercussions économiques d'une scission

« L'interdépendance économique de la région avec l'Espagne et les autres pays membres de l'UE est un frein majeur aux velléités indépendantistes »

➤ La première de ces répercussions serait institutionnelle et concerne l'appartenance à l'Union européenne et la Zone euro d'un Etat catalan indépendant. La Commission Européenne avait clarifié sa position sur le sujet en déclarant qu'une sécession de la région avec l'Espagne constituerait *de facto* « la création d'un Etat distinct de l'Union européenne où les traités ne seraient pas applicables ». Sur ce point, l'incertitude juridique est la plus complète car les traités européens n'évoquent pas ce cas de figure. La vision de la Commission européenne impliquerait la mise en place d'une procédure d'adhésion à l'Union européenne incluant le respect des critères politique, économique, communautaire et d'intégration précisés lors du Conseil Européen de Copenhague en 1993, la recommandation de la Commission Européenne et l'approbation du Parlement européen et enfin, le vote à l'unanimité des membres du Conseil. Dans la pratique, comme dans le cas du Brexit, le Conseil européen pourrait décider d'instaurer une période de transition.

La seconde implication découlant directement de la première étant la sortie du Marché Unique ainsi que de la monnaie unique. Sur ce dernier point, la Banque centrale d'Espagne, a indiqué qu'une sortie de la Zone euro conduirait « les banques catalanes à ne plus avoir accès au refinancement de la Banque Centrale Européenne ». Une situation qui pénaliserait à coup sûr le financement des banques de la région auprès d'autres acteurs et *in fine* leur capacité à financer l'économie. Dans ce cas de figure, dont on ne sait pas si la mise en œuvre est crédible au vu de l'onde de choc qu'il provoquerait à la fois pour le secteur privé et pour le secteur public, un moyen de réponse du gouvernement catalan pourrait inclure l'instauration d'un contrôle des capitaux avec le gel des dépôts bancaires comme ce fut le cas en Grèce à partir de juin 2015. L'autre incertitude, similaire au cas de l'Irlande en 2010, sera la capacité du nouvel Etat catalan à venir au secours du système

bancaire, qui apparaît d'une taille disproportionnée par rapport aux ressources propres de la région.

Quoiqu'il en soit la perspective d'un tel scénario aurait une incidence macroéconomique significative. Les entreprises implantées en Catalogne seraient sévèrement affectées et pourraient vouloir se relocaliser pour accéder au Marché Unique tant le degré d'ouverture de l'économie est élevé et son rôle important en tant qu'économie de transit pour les exportations espagnoles. En effet, la Catalogne est la première région exportatrice d'Espagne avec 65Mds€ d'exportations en 2016 (environ 30% des exportations du pays) mais un déficit commercial de 12Mds€ avec le reste du monde. En montant, les principales exportations concernent le secteur automobile (12Mds€), l'industrie chimique (15,5Mds€) et l'alimentaire (8Mds€). La région exporte environ deux tiers de ces exportations vers les autres pays de l'Union européenne (42,8Mds€ en 2016). Sur le court terme comme le long terme, la réinstauration de droits de douanes aura probablement pour effet de diminuer les échanges commerciaux entre la Catalogne, l'Espagne et la France, qui reste un partenaire commercial majeur avec environ 10Mds€ d'exportations en 2016.

Cela pourrait conduire également à une réduction sans précédent des investissements directs étrangers en provenance principalement des autres pays européens. En 2016, les investissements directs étrangers entrants dans la région ont atteint 4,8Mds€, principalement dans le secteur de la construction (1,6Mds€), des industries manufacturières (0,6Mds€) et des industries de production d'énergie (0,8Mds€).

Enfin, l'Etat catalan devra être en mesure d'assurer la viabilité de ses finances publiques et notamment la gestion de la dette en émettant possiblement dans une nouvelle monnaie alors qu'il reste aujourd'hui dépendant du financement de l'Etat central via les mécanismes de liquidité.

Au final, il convient d'être lucide sur le fait que les motivations de l'indépendance ne se résument pas à des aspects purement économiques. Les revendications basées sur un argumentaire économique justifiant d'une sécession avec l'Espagne font l'impasse sur une chaîne de conséquences macroéconomiques et financières potentiellement inattendues et impondérables pour l'économie du pays. Les aspects culturels et émotionnels, fondés sur la promotion de l'identité et de la langue catalane, ne doivent pas être négligés pour apprécier le rapport de force et le niveau de crispation relativement élevé des parties prenantes.

Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 7 114 644 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs des droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.