

## Espagne : à bout de souffle

La croissance espagnole a finalement atteint le taux de 3,8 % en 2007 (contre 2,7 % dans la zone euro), en ligne avec les performances des années précédentes. Contrairement à la plupart de ses voisins européens, l'Espagne a toutes les caractéristiques d'une économie en surchauffe : surévaluation immobilière, déficit courant gigantesque, montée en flèche de l'endettement des entreprises et des ménages. La moindre distribution de crédits — liée au resserrement monétaire depuis un peu plus de deux ans dans la zone euro après une phase de taux réels exceptionnellement bas dans cette économie en rattrapage — à laquelle s'est récemment greffée l'accélération de l'inflation a entraîné un ralentissement des dépenses des ménages en fin d'année 2007 qui devrait se poursuivre dans les prochains trimestres. Les marges de manœuvre budgétaires vont toutefois permettre au nouveau gouvernement de soutenir la croissance (avec une impulsion budgétaire de 0,4 point en moyenne par an sur 2008-2009) et l'inflation devrait ralentir fin 2008. Cela n'empêcherait pas le rythme de croissance du PIB d'être divisé quasiment par deux entre 2007 et 2009 : la hausse du taux de chômage, la moindre demande adressée et le maintien des taux d'intérêt à leur niveau actuel pèseront sur les comportements des agents privés. La croissance passerait ainsi à 2,4 % en 2008 et à 1,9 % en 2009.

### 2007 : la dernière année d'une décennie exceptionnelle

La bonne performance du PIB en 2007 masque en fait un ralentissement de la demande intérieure. En comparant les contributions à la croissance en 2007 et en 2005, on constate des comportements bien différents des composantes du PIB. Alors que le commerce extérieur amputait la croissance de 2 points en 2005, ce n'est plus que de 1 point en 2007. Quant à la demande intérieure, sa contribution est passée de 5,4 points à 4,6 points. À 3,2 %, la croissance de la consommation privée a décéléré d'un point par rapport à 2005, celle de l'investissement en bâtiment ralentissant de 2 points dans le même temps (à 4,1 %). La moindre vigueur des dépenses des ménages n'a en revanche pas touché les entreprises, dont l'investissement est resté tout aussi vigoureux les trois dernières années. Au second semestre 2007, l'Espagne a bien résisté avec une croissance de 0,8 % en moyenne chaque trimestre. Face à une consommation privée peu dynamique et un investissement en logement atone, c'est l'investissement productif, la consommation publique et une contribution du commerce extérieur neutre qui ont permis à la croissance de se tenir.

Le ralentissement de la consommation des ménages au second semestre 2007 (0,4 % en moyenne, contre 0,9 % au premier semestre) tient à plusieurs facteurs. D'abord, malgré la vigueur de la masse salariale — l'accélération des salaires ayant compensé de moindres créations d'emplois —, la hausse des intérêts versés (+ 2,8 points de revenu depuis fin 2005, du fait de la hausse des taux courts) et le moindre dynamisme des revenus du capital (en lien avec l'atonie boursière) ont pesé sur le revenu disponible des ménages. Ensuite, les crédits accordés pour la consommation ont décéléré depuis la mi-2006 (7 % au troisième trimestre 2007, contre 15,6 % lors du pic de 2006), les taux appliqués sur ces prêts ayant augmenté de plus de 2 points depuis la fin 2005.

Enfin, la poussée d'inflation a érodé les salaires. L'accélération de l'inflation depuis septembre 2007, du fait de la hausse du prix du pétrole et du prix des produits alimentaires, a été plus marquée en Espagne que dans la zone euro. À 4,4 % en février 2008, l'inflation a ainsi augmenté de 2,2 points depuis le creux d'août 2007 (contre une hausse de 1,5 point dans la zone euro). Les taxes sur l'essence sont moins fortes en Espagne, expliquant les variations plus amples du prix de l'énergie. Ensuite et surtout, la hausse plus forte des prix alimentaires et leur poids plus important dans l'indice des prix expliquent l'essentiel de l'écart avec la zone euro. Au final, depuis août 2007, les produits alimentaires ont contribué pour 1 point à l'accélération des prix et l'énergie pour 0,7 point.

Du côté de l'investissement en logement, le tassement se poursuit après la frénésie des dix dernières années. À la forte hausse du taux d'investissement entre 1995 et 2005 (+ 2,8 points de PIB) a succédé en effet sa stabilisation à 7,5 % du PIB. Ceci se reflète dans les crédits hypothécaires accordés aux ménages, dont la croissance est passée de 24 % l'an lors du pic de 2005 à 13 % en décembre 2007. La solvabilité des ménages a continué de se dégrader, malgré des prix immobiliers moins dynamiques (+ 5 % au second semestre 2007, contre 15 % entre 2002 et 2004), du fait de la hausse des taux hypothécaires (à 5,6 % en janvier 2008 contre 3,5 % fin 2005), qui a écarté de nombreux ménages du marché immobilier. Les statistiques de prêts hypothécaires font état d'un net recul du nombre de prêts accordés depuis l'été 2007 et d'une baisse des montants depuis septembre 2007.

L'investissement productif est, quant à lui, resté dynamique, malgré un contexte économique et financier incertain. La situation opérationnelle des entreprises industrielles est très bonne, avec un taux de marge au plus haut depuis plus d'une décennie et qui continue de croître. En effet, même si le redressement de la productivité depuis plusieurs trimestres s'est accompagné d'une franche accélération des salaires, les coûts salariaux unitaires progressent toujours en deçà du déflateur de la valeur ajoutée (respectivement 2,6 % et 3,6 % au dernier trimestre 2007). Le taux d'utilisation des capacités de production, proche du pic de 2000, justifie aussi cette bonne tenue de l'investissement productif, face à une demande encore assez soutenue.

## 2008-2009 : la politique budgétaire en renfort

À l'horizon de notre prévision, la croissance du PIB devrait nettement ralentir, dans un contexte où aucun soutien de la politique monétaire n'interviendrait et où l'euro fort et un prix du pétrole élevé continueraient de peser sur la compétitivité des entreprises. En volume, la contribution du commerce extérieur à la croissance serait moins négative qu'en 2007, mais uniquement du fait du ralentissement des importations — en lien avec une moindre demande intérieure — puisque les entreprises espagnoles perdraient toujours des parts de marché à l'exportation. Les mesures annoncées par le gouvernement pour soutenir l'activité seront donc bienvenues pour limiter le ralentissement.

La consommation privée continuerait à pâtir du ralentissement du rythme de créations d'emplois et de l'alourdissement des charges financières. Ces dernières augmenteraient encore tant que la hausse passée des taux courts se répercute sur les prêts révisés annuellement. Cet effet s'essoufflerait fin 2008,

## ■ Sabine Le Bayon

mais le service de la dette resterait relativement élevé (fin 2007, il atteignait déjà 17 % du revenu disponible, soit 6 points de plus qu'il y a dix ans). La remontée du taux de chômage a été rapide, ce dernier étant passé de 8,1 % en mai 2007 à 8,8 % en début d'année 2008. Ce mouvement se poursuivrait à l'horizon de la prévision et le taux de chômage atteindrait presque 10 % fin 2009, effaçant la baisse intervenue depuis 2004. Sous l'hypothèse que le prix du pétrole se stabilise autour de 65-67 euros le baril et que les tensions sur les prix alimentaires se calment, l'inflation fléchirait nettement fin 2008 et atteindrait 2,4 % fin 2009. Les hausses de salaires négociées (du fait des clauses d'indexation sur l'inflation) ne se répercuteraient qu'en partie sur les salaires effectifs, en lien avec la remontée du taux de chômage, limitant l'emballement des coûts de production. Ce mouvement désinflationniste fin 2008, associé aux baisses d'impôt pour les ménages (notamment un crédit d'impôt de 400 euros pour tous les contribuables et un abattement de 2 500 euros pour chaque naissance), limiterait le ralentissement des revenus et de la consommation privée. Celle-ci serait toutefois très en retrait par rapport aux années précédentes (+ 1,5 % en 2008 et + 1,7 % en 2009).

Si le ralentissement de l'investissement en logement s'est avéré lent et progressif pour l'instant, la mauvaise orientation des indicateurs d'activité dans ce secteur plaide pour une décélération plus nette et même une contraction à l'horizon de notre prévision. Les permis de construire accordés ont chuté de 25 % en 2007 par rapport à 2006 (650 000 contre 865 000 un an plus tôt). Certes, les données de 2006 ont été gonflées par l'introduction de nouvelles normes techniques en 2007 mais, même en corrigeant les données de 2006, la chute des permis est de 10 %. De façon logique, les mises en chantier ont reculé de 4 % en septembre 2007 en cumulé sur douze mois, avec 690 000 logements commencés, contre 725 000 l'année précédente. Après le boom des prêts aux promoteurs observé ces dernières années, ce flux de crédits a commencé à se tarir, rendant plus difficile le financement de nouveaux logements. Conjugué au nécessaire apurement du stock de logements invendus, ceci devrait entraîner un recul du taux d'investissement en bâtiment, qui retrouverait fin 2009 son niveau de la mi-2004. Ce sérieux ralentissement de l'immobilier pourrait se transformer en krach si les promoteurs cherchaient à vendre rapidement leur stock aux premiers signaux de baisse des prix, amplifiant de ce fait la chute des prix immobiliers. La hausse, sur un an, de 130 % fin 2007 des crédits douteux liés aux services immobiliers n'est à cet égard pas de bon augure. Cependant, les mesures gouvernementales de soutien aux travaux publics et à la construction de logements sociaux devraient amortir le choc dans ce secteur.

L'investissement productif tirerait mieux son épingle du jeu. Certes, il pâtirait d'un moindre effet d'accélérateur, notamment en 2008, mais les entreprises bénéficieraient de la poursuite de la baisse de l'impôt sur les sociétés, le taux général passant de 32,5 % en 2007 à 30 % en 2008. Au final, l'investissement productif croîtrait de 4,4 % en 2008 et de 2,9 % en 2009. À 14,5 % du PIB fin 2009, le taux d'investissement productif rejoindrait presque le niveau du taux d'investissement en bâtiment. Au final, en 2008 comme en 2009, l'économie espagnole croîtrait moins vite que son rythme potentiel (estimé à environ 3,3 %).

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2007				2008				2009				2006				2007				2008				2009							
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB	1,0	0,9	0,7	0,8	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8	3,8
Consommation des ménages	1,1	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	3,8	3,2	1,5	1,7	3,8	3,2	1,5	1,7	3,8	3,2	1,5	1,7
Consommation publique	1,5	-0,1	1,7	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	4,8	5,1	5,4	5,8	4,8	5,1	5,4	5,8	4,8	5,1	5,4	5,8
FBCF totale <sup>1</sup>	1,6	1,6	0,6	0,9	0,6	0,5	0,3	0,3	0,6	0,5	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	6,8	5,9	2,5	1,1	6,8	5,9	2,5	1,1	6,8	5,9	2,5	1,1
Dont :																																
Productive	1,7	2,7	0,7	1,6	1,0	0,9	0,7	0,7	1,0	0,9	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9	0,7	0,8	0,9	0,9	7,8	8,0	4,4	2,9	7,8	8,0	4,4	2,9	7,8	8,0	4,4	2,9
Bâtiment	1,6	0,7	0,5	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	6,0	4,1	0,9	-0,4	6,0	4,1	0,9	-0,4	6,0	4,1	0,9	-0,4
Exportations de biens et services	-0,2	2,2	3,8	-0,7	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	5,1	5,3	4,1	3,4	5,1	5,3	4,1	3,4	5,1	5,3	4,1	3,4
Importations de biens et services	1,1	1,7	3,3	-0,7	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	8,3	6,6	4,2	4,4	8,3	6,6	4,2	4,4	8,3	6,6	4,2	4,4
Variations de stocks, en points de PIB	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,1	1,3	1,3	1,4	1,1	1,3	1,3	1,4	1,1	1,3	1,3	1,4
Contributions																																
Demande intérieure hors stocks	1,4	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	5,1	4,6	2,7	2,5	5,1	4,6	2,7	2,5	5,1	4,6	2,7	2,5
Variations de stocks	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3	0,2	0,1	0,1
Commerce extérieur	-0,5	0,0	-0,2	0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-1,6	-1,0	-0,4	-0,7	-1,6	-1,0	-0,4	-0,7	-1,6	-1,0	-0,4	-0,7
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	2,5	2,4	2,4	4,0	4,5	4,1	3,9	2,8	4,5	4,1	3,9	2,8	2,6	2,3	2,4	2,4	2,6	2,3	2,4	2,4	3,6	2,8	3,8	2,4	3,6	2,8	3,8	2,4	3,6	2,8	3,8	2,4
Taux de chômage, au sens du BIT	8,1	8,2	8,3	8,5	9,0	9,1	9,2	9,4	9,0	9,1	9,2	9,4	9,5	9,7	9,8	9,9	9,5	9,7	9,8	9,9	8,5	8,3	9,2	9,7	8,5	8,3	9,2	9,7	8,5	8,3	9,2	9,7
Solde courant, en points de PIB																					-8,6	-10,1	-10,5	-10,5	-8,6	-10,1	-10,5	-10,5	-8,6	-10,1	-10,5	-10,5
Solde public, en points de PIB																					1,8	2,2	1,2	0,3	1,8	2,2	1,2	0,3	1,8	2,2	1,2	0,3
Impulsion budgétaire																					-0,3	-0,2	0,6	0,3	-0,3	-0,2	0,6	0,3	-0,3	-0,2	0,6	0,3
PIB zone euro	0,7	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	2,9	2,6	2,0	2,2	2,9	2,6	2,0	2,2	2,9	2,6	2,0	2,2

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.

3. L'amélioration en 2005 tient principalement à la non reconduction de mesures exceptionnelles qui ont pesé sur le déficit en 2004 à hauteur de 0,7 point de PIB.

Sources : INE, prévision OFCE avril 2008.