

## Espagne : crédit épuisé

---

Le PIB espagnol a continué de se contracter au premier semestre 2009, après une fin d'année 2008 déjà très mauvaise. Et l'ajustement ne semble pas terminé, alors que dans la zone euro le PIB augmenterait dès le troisième trimestre 2009. Au final, en Espagne, la chute du PIB depuis la mi-2008 atteindrait 4,7 % fin 2009, soit proche de la moyenne zone euro. Ces données masquent toutefois l'ampleur de la contraction de la demande intérieure espagnole (- 8,5 % au total) par rapport à la zone euro (- 2,8 %). Cette correction très sévère en Espagne s'explique par les excès passés qui avaient gonflé la croissance (endettement des ménages et sur-investissement immobilier) et que l'Espagne doit résorber : les ménages se désendettent, reconstituent leur épargne, le secteur immobilier licencie massivement et le flux de nouvelles constructions retrouve son niveau des années 1980. Le PIB ne s'orienterait à nouveau à la hausse qu'en 2010. L'Espagne pourrait compter sur la reprise du commerce mondial, dans un contexte où les coûts salariaux unitaires des entreprises espagnoles sont en fort ralentissement. La consommation resterait en revanche plombée par le niveau élevé du taux de chômage. Les agents privés bénéficieraient toujours du soutien de la politique monétaire, mais plus de la politique budgétaire qui deviendrait restrictive en 2010.

### Premier semestre 2009 : la correction s'amplifie

Toutes les composantes de la demande intérieure se sont contractées au premier semestre 2009, à l'exception de la consommation publique. La consommation privée a continué de pâtir de la dégradation très rapide du marché du travail : l'emploi a baissé de 7,6 % depuis le pic de septembre 2007, ce qui correspond à 1,5 million de destructions d'emplois. Mais un léger mieux se dessine au deuxième trimestre 2009 (- 0,8 % en variation trimestrielle, après - 3,8 % au trimestre précédent), avec moins de destructions d'emplois dans le secteur de la construction en particulier. Du fait de la part élevée des emplois temporaires (34 % de l'emploi salarié avant la crise), l'ajustement sur le marché du travail a été très rapide puisqu'il a porté à 90 % sur ces contrats à durée déterminée. Le taux de chômage, qui a atteint 17,9 % au deuxième trimestre 2009, a augmenté de 10 points en deux ans. Cette explosion du taux de chômage a contribué à la remontée du taux d'épargne qui est passé de 10,1 % début 2008, son point bas, à 14,1 % au premier trimestre 2009. Dans le même temps, les ménages ont commencé à se désendetter, tant en raison d'une moindre demande de crédits que du durcissement des conditions d'octroi du crédit. L'endettement rapporté au revenu disponible brut s'est légèrement réduit, à 126 %. La masse salariale a reculé au premier trimestre 2009, tandis que les baisses d'impôt sur le revenu et des charges financières soutenaient un peu le revenu. Par ailleurs, la désinflation a induit une nette amélioration du pouvoir d'achat du salaire par tête (+ 6 % au deuxième trimestre 2009), le ralentissement du salaire nominal s'étant avéré peu prononcé par rapport au recul des prix à la consommation. Mais la contraction de l'emploi a été telle que le pouvoir d'achat de la masse salariale a reculé (- 1,4 % au deuxième trimestre 2009). Après un creux à - 1,4 % au mois de juillet 2009, l'inflation a été de 0,8 % en août 2009, en

raison des effets de base liés à l'évolution des prix du pétrole, effets qui vont s'atténuer dans les prochains mois. Le recul plus fort des prix en Espagne que dans la zone euro (respectivement  $-0,8\%$  et  $-0,2\%$ ) n'est pas seulement lié à l'intensité énergétique : l'inflation sous-jacente a beaucoup ralenti ( $0,4\%$  en août, contre  $1,3\%$  dans la zone euro) et les prix alimentaires se contractent plus franchement, dans un contexte de consommation des ménages bien plus déprimé.

La correction entamée mi-2007 dans le secteur du logement s'est poursuivie, avec une baisse cumulée de  $32\%$  de l'investissement en logement. La situation financière dégradée des ménages et l'ampleur des stocks de logements disponibles (évalués à  $600\,000$  par le Ministère du Logement fin 2008) justifient les baisses de mises en chantier. Au premier trimestre 2009,  $190\,000$  constructions ont ainsi été commencées en rythme annualisé, contre  $760\,000$  en 2006. Si l'ajustement du côté de l'offre est bien avancé, les baisses de prix sont encore faibles ( $-8,5\%$  par rapport au pic de début 2008) au regard de la hausse observée entre 1997 et 2007 ( $+200\%$ ) et le potentiel de correction est encore important. La situation de nombreux promoteurs reste critique, malgré les renégociations de dettes accordées par les institutions de crédit, dont le taux de créances douteuses est déjà élevé (il atteint  $7,5\%$  pour les entreprises des services immobiliers).

La FBCF productive a fortement reculé en raison de la contraction de la demande interne et des exportations, mouvement qui a été amplifié par les difficultés de financement des entreprises. Le taux d'investissement productif a perdu 3 points de PIB, revenant au ratio de 1998. Par ailleurs, les variations de stocks ont continué d'amputer la croissance au premier semestre 2009 (de  $0,5$  point globalement), comme en 2008. Après l'effondrement du commerce extérieur fin 2008 et début 2009, une timide reprise des exportations de biens a eu lieu au deuxième trimestre 2009 ( $+2,8\%$ , après une chute de  $20\%$  sur quatre trimestres). Les pays de la zone euro ont contribué pour près de  $60\%$  à cette hausse, principalement concentrée sur les biens industriels et les automobiles (dopées par les primes à la casse en Europe). Dans le même temps, les importations ont continué de se contracter, permettant à l'Espagne de compenser en partie le cataclysme qu'a connu la demande intérieure par une contribution largement positive du commerce extérieur depuis le début de l'année 2008.

## Perspectives 2009-2010 : suite de l'ajustement puis croissance molle

Le PIB augmenterait à nouveau à partir de début 2010, sous l'effet d'un moindre ajustement de l'emploi, d'une amélioration du commerce mondial et de meilleures conditions de crédit. Mais la croissance resterait freinée par le niveau élevé du chômage, des taux d'utilisation des capacités de production historiquement bas, la poursuite du processus de désendettement des agents privés et une politique budgétaire restrictive. En raison de la chute de la croissance (tirée précédemment par la consommation privée et l'investissement en logement notamment, et donc riche en recettes fiscales) et des plans de relance, le solde public s'est très fortement dégradé depuis 2007. Pour diminuer le déficit public en 2010, le gouvernement prévoit une contraction des dépenses ( $-0,5$  point de PIB), la fin de la déduction d'impôt sur le revenu de  $400$  euros instaurée en 2008 ( $-0,5$  point), la hausse de la TVA mi-2010 ( $-0,2$  point) et du taux d'imposition sur les revenus du capital ( $-0,1$  point). Nous inscrivons dans ce compte une impulsion de  $-1,3$  point qui ramènerait le déficit à  $9,6\%$  en 2010 (après  $10\%$  en 2009), étant donné la faible croissance. La réduction du déficit dépend toutefois de l'évolution des bases d'imposition, qui est soumise

à de nombreux aléas compte-tenu de la baisse cyclique de l'élasticité de certaines recettes au PIB. La consommation publique ralentirait, en lien avec la contraction des dépenses courantes, le quasi-gel des salaires des fonctionnaires et de moindres créations d'emplois publics.

Du côté des entreprises, l'embellie est avant tout technique avec une contribution positive des variations de stocks au second semestre 2010 et un rebond de l'investissement productif à partir du deuxième trimestre 2010, corrigeant le sur-ajustement du début 2009 lié au blocage des sources de financement. La remontée des marchés boursiers permettrait aux entreprises d'avoir un accès plus facile au financement de marché, leur taux d'autofinancement restant assez faible par rapport au début des années 2000 (49 % au premier trimestre 2009, contre 65 % en moyenne entre 2000 et 2004). La reprise timide de l'investissement se heurterait en revanche au faible niveau des taux d'utilisation. Par ailleurs, les entreprises qui se sont lourdement endettées depuis le début des années 2000 (+ 60 points depuis 2002 pour un taux d'endettement atteignant 140 % du PIB début 2009) ont moins de marges de manœuvre, malgré le bas niveau des taux d'intérêt.

La consommation privée se contracterait moins fin 2009, avant de renouer avec la croissance au premier semestre 2010. Deux éléments en particulier pousseraient la consommation à la hausse en début d'année, avant de provoquer sa contraction au troisième trimestre. D'abord, les effets de la prime à la casse mise en place en mai, qui sont visibles dans les statistiques d'immatriculations de voitures entre juin et août 2009 (- 10 % en glissement annuel sur ces trois mois, contre - 40 % en moyenne depuis la mi-2008), se feraient sentir sur la consommation du troisième trimestre 2009 au deuxième trimestre 2010, avant l'arrêt de cette aide. Ensuite, la hausse de la TVA à partir du 1<sup>er</sup> juillet 2010 (du taux général de 16 à 18 % et du taux réduit de 7 à 8 %) inciterait les ménages à anticiper leurs dépenses au premier semestre 2010. Le recul de la consommation au second semestre 2010 serait atténué par un revenu nominal qui se reprendrait. D'une part, les destructions d'emplois ralentiraient et des créations interviendraient de nouveau fin 2010. L'emploi dans le secteur du bâtiment, qui atteignait 13 % de l'emploi total en 2007, est revenu à 10 % au deuxième trimestre 2009, soit la part observée en 1998-1999. L'ajustement semble donc effectué en grande partie dans ce secteur qui a contribué à la moitié des pertes d'emplois depuis deux ans. De plus, les charges d'intérêt des ménages endettés diminueraient encore. L'investissement en logement diminuerait encore fin 2009 et début 2010, avant de repartir au cours de l'année 2010. Mais le taux d'investissement en logement qui avait perdu 2,2 points de PIB entre mi-2007 et mi-2009, pour atteindre 5,3 %, ne retrouverait pas fin 2010 son niveau de mi-2009. L'investissement en construction hors logement bénéficierait en 2010, comme en 2009, du soutien du plan de relance (*via* les investissements des municipalités).

Les exportations repartiraient en lien avec la demande adressée, avec un rattrapage au second semestre 2009 après le sur-ajustement du premier semestre, puis un rythme modéré de croissance en 2010. Les parts de marché se stabiliseraient, dans un contexte de coûts salariaux unitaires maîtrisés. En raison de la faiblesse de la croissance fin 2009, la contribution du commerce extérieur à la croissance resterait positive, avant de redevenir légèrement négative en 2010, avec la modeste accélération de la croissance du PIB.

## Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2008				2009				2010				2007	2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,4	0,0	-0,6	-1,1	-1,6	-1,1	-0,3	-0,2	0,1	0,5	0,1	0,3	3,6	0,9	-3,7	-0,1
PIB par tête	0,1	-0,3	-0,9	-1,4	-1,8	-1,3	-0,5	-0,4	-0,1	0,3	-0,1	0,1	1,8	-0,3	-4,4	-0,8
Consommation des ménages	-0,3	-0,8	-1,1	-1,2	-2,1	-1,5	-0,4	-0,2	0,2	0,4	-0,4	0,1	3,6	-0,6	-5,0	-0,4
Consommation publique	1,0	1,7	1,9	1,6	1,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	5,5	5,4	4,3	1,2
FBCF totale <sup>1</sup> dont	-1,5	-1,7	-3,5	-4,6	-6,3	-3,9	-1,7	-1,2	-0,1	0,9	1,0	0,9	4,6	-4,4	-15,1	-1,4
Productive	-1,3	-1,2	-4,3	-6,0	-10,3	-5,3	-3,0	-2,0	0,0	1,0	1,0	1,0	6,3	-3,6	-21,4	-2,9
Construction totale	-1,8	-2,2	-2,7	-3,3	-2,8	-2,7	-0,6	-0,6	-0,2	0,9	0,9	0,9	3,2	-5,1	-9,3	-0,2
dont : logement	-3,1	-4,8	-5,2	-5,9	-11,0	-6,2	-3,0	-3,0	-2,0	2,0	2,0	2,0	3,0	-10,3	-23,8	-4,4
Exportations de biens et services	2,2	-1,5	-2,4	-5,4	-9,4	0,6	2,7	2,4	1,1	1,2	1,2	1,2	6,6	-1,0	-12,4	6,3
Importations de biens et services	-0,7	-3,0	-4,1	-6,3	-11,5	-2,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	8,0	-4,9	-18,9	4,1
Variations de stocks, en points de PIB	1,4	1,3	1,1	0,9	0,5	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	1,4	1,2	0,3	0,1
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-0,4	-0,7	-1,3	-1,6	-2,7	-1,8	-0,6	-0,3	0,2	0,5	0,1	0,4	4,6	-0,6	-6,3	-0,3
Variations de stocks	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,3	-0,9	-0,1
Commerce extérieur	0,9	0,8	0,9	0,8	1,5	0,9	0,3	0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-1,2	1,7	3,6	0,4
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	4,5	4,7	5,0	2,5	0,5	-0,7	-0,9	0,7	1,7	2,0	2,2	2,0	2,8	4,1	-0,1	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	9,2	10,5	11,9	14,0	16,4	17,9	18,7	19,3	19,7	19,9	19,9	19,7	8,3	11,4	18,1	19,8
Solde courant, en points de PIB													-10,0	-9,6	-5,4	-4,4
Solde public, en points de PIB													1,9	-4,1	-10,0	-9,6
Impulsion budgétaire <sup>3</sup>													0,5	1,0	1,0	-1,3
PIB zone euro	0,8	-0,3	-0,3	-1,8	-2,5	-0,1	0,5	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	2,7	0,6	-3,8	0,8

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. En 2009 et 2010, les mesures exceptionnelles dégraderont le solde public respectivement de 0,8 point de PIB et de 0,1 point.

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2009.