

■ Sabine Le Bayon

## Espagne : croissance hypothéquée

À 4,1 % en glissement annuel au premier semestre 2007, le PIB a connu sa meilleure performance depuis 2000. La consommation des ménages et l'investissement en bâtiment ont continué de tirer la croissance, et la vigueur retrouvée de l'investissement productif ne s'est pas démentie. L'acquis de croissance s'élève à 3,3 % et le PIB devrait croître de 3,9 % en 2007, comme en 2006. Mais le durcissement de la politique monétaire, déjà visible dans les statistiques de crédit et de charges financières des ménages, plaide pour un net ralentissement de l'investissement en logement dans les prochains trimestres. La bonne situation financière des entreprises et un revenu des ménages toujours dynamique permettraient toutefois à l'investissement productif et à la consommation privée de bien résister. Après avoir été largement supérieur à celui de la zone euro pendant une décennie, le rythme de croissance de l'Espagne (2,7 %) rejoindrait ce dernier en 2008 (2,5 %).

### 2007 : un dynamisme qui ne se dément guère

La révision des comptes nationaux fait apparaître un moins bon second semestre 2006 pour la consommation privée. La remontée du taux d'épargne, après la baisse initiée en 2004, a en effet plus que compensé l'accélération du revenu des ménages. Ce dernier est resté dynamique : non seulement les créations d'emplois ont accéléré, mais le pouvoir d'achat des salaires individuels s'est redressé. Les salaires nominaux réaccélérent depuis la mi-2005 et surtout le déflateur de la consommation ralentit depuis la mi-2006. De ce fait, les salaires réels se sont moins contractés et on a même observé des gains de pouvoirs d'achat début 2007. Avec une hausse des créations d'emplois de 3,2 % au premier semestre 2007, et malgré une population active toujours dynamique (2,8 %), le taux de chômage s'est replié à 8,1 % au deuxième trimestre 2007. Le recours au crédit a soutenu la consommation, l'encours ayant progressé de 14 % au premier trimestre 2007.

Les tendances de l'investissement se confirment : le taux d'investissement en logement est stable depuis le début de l'année 2006 à son plus haut niveau depuis plus d'une décennie (7,5 % du PIB) tandis que le taux d'investissement productif progresse rapidement. L'investissement productif est en effet soutenu par une demande favorable, la baisse de l'impôt sur les sociétés et le niveau élevé des taux de marge des entreprises marchandes. Ce dernier point s'explique par le maintien d'un déflateur de la valeur ajoutée toujours en forte croissance (3,5 % au premier semestre 2007) et de coûts salariaux unitaires qui restent maîtrisés (1,8 %) : l'accélération des salaires est compensée par des gains de productivité. De plus, la baisse de 2,5 points du taux général de l'impôt en 2007 (de 35 à 32,5 %) et celle de 5 points appliquée aux PME (de 30 à 25 %) apporte un surcroît de trésorerie aux entreprises, même si elle est en partie compensée par la suppression de nombreux abattements. Enfin, l'encours de prêts aux entreprises a crû d'environ 30 % par an depuis la mi-2006.

Les performances du commerce extérieur se sont révélées en demi-teinte au premier semestre 2007. Les efforts réalisés par les entreprises industrielles pour limiter leurs coûts et leurs marges à l'exportation leur ont certes permis

de mettre fin à la dégradation de leurs parts de marché à l'exportation depuis la mi-2006. Mais, dans un contexte où la demande adressée marquait le pas, le rythme des exportations est resté faible, au regard de celui des importations. De ce fait, le solde commercial a continué de se détériorer, pour atteindre 8,2 % du PIB au premier semestre 2007.

### Immobilier : simple ralentissement ou krach ?

Les signaux de ralentissement progressif dans le secteur de l'immobilier se sont multipliés en 2007, même si le krach redouté ne s'est pas encore produit. La décélération des prix s'est poursuivie, avec 5,8 % d'augmentation sur un an au deuxième trimestre 2007 (contre 10,8 % un an plus tôt). Le mouvement est identique concernant le stock de crédits hypothécaires accordés aux ménages : ce dernier a crû de « seulement » 17,2 % au deuxième trimestre 2007, soit 7 points de moins que lors du pic de fin 2005. Avant même que n'éclate la crise financière à l'été 2007, les enquêtes sur la distribution du crédit bancaire au premier trimestre 2007 faisaient état d'une évolution défavorable de la demande et de l'offre de crédit aux ménages. Le durcissement des critères d'octroi de crédits hypothécaires aux ménages s'est traduit par une hausse des marges sur les prêts standards, une baisse du montant des prêts accordés par rapport à la valeur du bien et une augmentation des garanties exigées. En revanche, la durée des emprunts a continué d'augmenter.

Cette moindre demande est le reflet d'une détérioration de la solvabilité des ménages. La hausse des taux d'intérêt a amplifié la dégradation du taux d'effort des ménages<sup>1</sup>, amorcée en 2000. Les taux hypothécaires ont augmenté de 2 points en deux ans, pour atteindre 5,3 % en juillet 2007. Le taux d'effort des ménages est passé d'un creux de 20 % fin 1999 à 30 % fin 2006, en tenant compte des déductions fiscales d'intérêt. La réforme de l'impôt sur le revenu de 2007, en rendant ces mesures un peu moins favorables, a provoqué une hausse de ce taux à 35 % au premier trimestre 2007. Pour le moment, la part des créances douteuses reste faible, à 0,5 % au deuxième trimestre 2007. Mais la hausse des mensualités, dans un contexte où le taux de chômage devrait augmenter (voir ci-dessous), pourrait provoquer une nette hausse des défauts.

Alors que le ralentissement de la demande ne fait pas de doute, l'analyse de l'offre est rendue malaisée par l'entrée en vigueur de nouvelles normes de construction en matière de sécurité et d'environnement en octobre 2006 puis en avril 2007. Ces dernières devraient conduire à un renchérissement du coût, ce qui a induit une anticipation des demandes de permis. On a ainsi observé un pic des permis accordés fin 2006 et début 2007. L'activité dans la construction devrait donc rester soutenue dans les prochains trimestres. Un risque d'excès d'offre se dessine nettement, qui conduirait à un ajustement important dans ce secteur à moyen terme. La correction sur les prix pourrait même intervenir plus rapidement si les promoteurs cherchaient à vendre massivement leurs stocks aux premiers signes de stagnation ou de baisse des prix. L'évolution des crédits accordés aux promoteurs et aux constructeurs est inquiétante à cet égard, puisqu'ils augmentaient encore de 45 % fin 2006. Les ventes de promoteurs associées à celles de tous les spéculateurs qui sont inter-

1. Il s'agit des charges financières remboursées la première année par un ménage endetté en pourcentage de son revenu, avec un prêt équivalent à 80 % de son bien.

## ■ Sabine Le Bayon

venus sur ce marché conduiraient alors à un éclatement de la bulle immobilière. Si un krach immobilier ne peut être exclu, nous n'avons retenu qu'un scénario de sérieux ralentissement. Les perspectives d'investissement dans les travaux publics restent favorables, ce qui limiterait la décélération de l'investissement en bâtiment. La contribution de ce dernier à la croissance passerait de 0,9 point de pourcentage en 2006 (dont 0,5 point imputable au seul investissement logement) à 0,7 point en 2007 et 0,4 point en 2008. Les créations d'emplois pâtiraient du ralentissement de ce secteur, qui représentait 23 % des nouveaux emplois en 2006.

### Une croissance plus faible en 2008

En conséquence, l'activité ralentirait progressivement : la croissance du PIB ne serait plus que de 0,6 % par trimestre en 2008, contre 1 % en moyenne en 2006. Le resserrement passé de la politique monétaire freinerait le crédit, amputant l'investissement comme la consommation privée. Cependant, la baisse des taux en 2008 limiterait l'ajustement, tout comme le caractère expansionniste de la politique budgétaire. En effet, en 2008 entreraient en vigueur la deuxième phase de la réforme de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (avec une baisse à 30 % du taux général), la première partie de la loi sur la dépendance et de nouvelles baisses de l'impôt sur le revenu, via une hausse des abattements de base et des crédits d'impôts visant à encourager la natalité et la location. L'impulsion atteindrait 0,5 point (comme en 2007) et l'excédent budgétaire se réduirait, à 1,3 point de PIB.

L'investissement productif, bien qu'en ralentissement, progresserait plus vite que l'investissement en bâtiment. Le niveau élevé des taux d'utilisation des capacités de production et l'effet de la réforme fiscale contrebalanceraient la hausse du coût du financement des entreprises. L'investissement pâtirait cependant d'un moindre effet d'accélérateur en 2008, dû tant à l'évolution des exportations que de la consommation privée. Cette dernière resterait dynamique (3 % en 2008), mais ralentirait nettement par rapport aux dernières années, en lien avec de moindres créations d'emplois, une légère remontée du taux de chômage et une dégradation de la solvabilité des ménages, du fait de la hausse passée des taux d'intérêt. En revanche, les ménages bénéficieraient de la poursuite de la décélération de l'inflation et de mesures fiscales favorables.

L'inflation, qui a nettement ralenti passant de 4 % en juillet 2006 à 2,3 % un an après, a bénéficié du reflux du prix du pétrole par rapport à l'année passée. L'inflation sous-jacente a aussi décéléré, du fait de moindres hausses des prix des produits manufacturés (tant importés que produits). Le sursaut de l'inflation attendu au dernier trimestre 2007 est entièrement imputable aux effets de base liés au recul des prix énergétiques fin 2006. La tendance baissière de l'inflation sous-jacente ne serait pas remise en cause, facilitée par l'appréciation de l'euro qui se poursuivrait. Cette dernière contrecarrerait en revanche l'amélioration du commerce extérieur qu'auraient dû induire l'accélération de la demande adressée et le ralentissement de l'économie espagnole. On peut s'attendre à une légère décélération des importations, en lien avec une demande intérieure moins dynamique, mais les pertes de parts de marché à l'importation comme à l'exportation seraient de nouveau d'actualité.

## Espagne : résumé des prévisions

	2006				2007				2008				2005				2006				2007				2008							
	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.....	0,9	1,1	0,9	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	3,6	3,9	3,9	3,9	3,6	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,6	3,9	3,9	3,9
Consommation des ménages	1,3	0,9	0,7	0,8	1,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	4,2	3,8	3,8	3,8	4,2	3,8	3,8	3,8	4,2	3,8	3,8	3,8	4,2	3,8	3,8	3,8
Consommation publique	1,0	1,0	1,6	1,9	1,1	0,8	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	5,5	4,8	4,8	4,8	5,5	4,8	4,8	4,8	5,5	4,8	4,8	4,8	5,5	4,8	4,8	4,8
FBCF totale <sup>1</sup>	2,3	1,3	1,4	1,8	1,9	1,3	1,0	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	6,9	6,8	6,8	6,8	6,9	6,8	6,8	6,8	6,9	6,8	6,8	6,8	6,9	6,8	6,8	6,8
Dont																																
Productive	2,5	1,8	1,6	2,7	2,0	2,3	1,2	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8	7,8
Bâtiment	2,1	1,0	1,2	1,1	1,9	0,4	0,8	0,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	6,1	6,0	6,0	6,0	6,1	6,0	6,0	6,0	6,1	6,0	6,0	6,0	6,1	6,0	6,0	6,0
Exportations de biens et services	1,8	1,1	1,0	1,7	-0,1	2,2	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	1,0	1,0	0,9	0,9	2,6	5,1	4,4	4,4	2,6	5,1	4,4	4,4	2,6	5,1	4,4	4,4	2,6	5,1	4,4	4,4
Importations de biens et services	3,8	1,1	1,7	2,1	0,9	1,9	1,5	1,5	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	7,7	8,3	6,3	6,3	7,7	8,3	6,3	6,3	7,7	8,3	6,3	6,3	7,7	8,3	6,3	6,3
Variations de stocks, en points de PIB	1,0	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,8	1,1	1,1	1,1	0,8	1,1	1,1	1,1	0,8	1,1	1,1	1,1	0,8	1,1	1,1	1,1
Contributions																																
Demande intérieure hors stocks	1,6	1,1	1,2	1,3	1,4	1,0	1,1	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	5,4	5,1	4,8	4,8	5,4	5,1	4,8	4,8	5,4	5,1	4,8	4,8	5,4	5,1	4,8	4,8
Variations de stocks	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
Commerce extérieur	-0,9	-0,1	-0,4	-0,3	-0,4	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-2,0	-1,6	-1,1	-1,1	-2,0	-1,6	-1,1	-1,1	-2,0	-1,6	-1,1	-1,1	-2,0	-1,6	-1,1	-1,1
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	4,1	4,0	3,6	2,6	2,5	2,4	2,3	2,7	2,3	2,0	2,1	2,1	2,3	2,0	2,1	2,1	3,4	3,6	2,5	2,5	3,4	3,6	2,5	2,5	3,4	3,6	2,5	2,5	3,4	3,6	2,5	2,5
Taux de chômage, au sens du BIT	8,8	8,6	8,3	8,3	8,2	8,1	8,0	7,9	8,0	8,1	8,2	8,3	8,0	8,1	8,2	8,3	9,2	8,5	8,0	8,2	9,2	8,5	8,0	8,2	9,2	8,5	8,0	8,2	9,2	8,5	8,0	8,2
Solde courant, en points de PIB																																
Solde public, en points de PIB <sup>3</sup>																																
Impulsion budgétaire																																
PIB zone euro	0,8	1,0	0,5	0,9	0,6	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5	1,6	2,9	2,6	2,6	1,6	2,9	2,6	2,6	1,6	2,9	2,6	2,6	1,6	2,9	2,6	2,6

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 octobre 2007.