

■ Sabine Le Bayon

Espagne : vers la normalisation ?

Avec une progression du PIB de 3,8 % en 2006 (après 3,5 % en 2005), l'Espagne est restée le plus dynamique des « grands pays » de la zone euro. Certes, du fait de la reprise européenne, l'écart de croissance avec la zone euro s'est réduit, mais il est toujours important (1,1 point). Si la demande intérieure a continué d'être vigoureuse, elle a un peu décéléré (4,8 % en 2006, après 5,3 % en 2005), l'accélération de la croissance espagnole s'expliquant par une contribution du commerce extérieur moins négative qu'en 2005 (-1,1 point, au lieu de -2,1). Cette très bonne performance dans un contexte monétaire moins accommodant tient en partie à l'accélération de la croissance mondiale, et en particulier de celle de ses partenaires de la zone euro. Ce répit serait de courte durée puisque, à l'horizon de notre prévision, le commerce extérieur soutiendrait moins la croissance espagnole. Surtout, les dynamiques d'investissement logement et de consommation privée fléchiraient.

2006 : un ralentissement sans cesse repoussé

La consommation des ménages a légèrement ralenti en 2006 à 3,7 % (après 4,2 % en 2005). Après un premier semestre en demi-teinte, la hausse du pouvoir d'achat en fin d'année a entraîné un rebond de la consommation. L'inflation n'a été que de 2,4 % en décembre 2006, soit 1,4 point de moins qu'en août 2006. La baisse du prix du pétrole après la flambée de l'été 2006 a contribué pour 0,9 point à ce ralentissement, la composante alimentaire pour 0,3 point. De ce fait, le différentiel d'inflation avec la zone euro s'est nettement rétréci, à 0,5 point. L'inflation sous-jacente est quant à elle restée proche de 3 %. Ce ralentissement de l'inflation globale conjugué à une plus franche accélération des salaires nominaux (3,9 % au dernier trimestre 2006, contre 2,8 % un an plus tôt, en raison de leur indexation partielle sur l'inflation passée) a permis une augmentation des salaires réels en fin d'année, après une année 2005 et un premier semestre 2006 de contraction. De plus, la baisse du taux d'épargne a soutenu la consommation, tout comme le recours massif aux crédits à la consommation. En revanche, les créations d'emplois ont un peu ralenti en 2006 (+3,3 % d'après les comptes nationaux). Comme dans le même temps, la croissance de la population active était un peu moins rapide (3,3 % en 2006), le taux de chômage n'a pratiquement pas bougé en 2006, après la nette baisse de 2004 et 2005. Il a fini l'année 2006 à 8,5 %.

La croissance des exportations de biens a été forte en 2006. A 5,6 %, c'est la meilleure performance depuis 2000. Elle s'est appuyée sur l'accélération de la croissance de ses principaux partenaires, la demande adressée à l'Espagne en provenance des autres pays de la zone euro ayant progressé de 7,5 %, (après 4,7 % en 2005). De plus, les parts de marché des entreprises espagnoles se sont moins dégradées, en lien avec une moindre progression des prix relatifs à l'exportation, les coûts dans le secteur exposé étant restés maîtrisés. Quant aux importations, elles ont aussi accéléré mais dans une moindre mesure. La contribution du commerce extérieur au PIB a donc été moins négative qu'en 2005 (-1,3 point au lieu de -2,1 points), mais cela n'a pas empêché le déficit commercial de continuer à se dégrader, pour atteindre 8,3 %.

Cette bonne tenue de la consommation privée et le boom des exportations ont joué un effet accélérateur sur l'investissement productif qui a poursuivi sur la dynamique initiée à la mi-2004. A 13,6 % du PIB, le taux d'investissement productif est supérieur de quasiment 1 point au pic de 2000. La bonne situation opérationnelle des entreprises et surtout leur recours à l'endettement dans un environnement monétaire assez accommodant ont soutenu ce mouvement. Malgré un taux de marge en hausse constante depuis 2000, la dynamique d'investissement a été telle que le taux d'autofinancement ne représentait plus que 54 % en 2005. Les données pour 2006 ne sont pas disponibles, mais ce ratio a du encore se dégrader, le stock de crédits accordés aux entreprises ayant crû à des rythmes supérieurs à 25 % sur un an depuis la mi-2005.

Investissement logement : la variable clé

Après un premier semestre 2006 bien orienté, l'investissement logement s'est contracté durant deux trimestres consécutifs (- 0,3 % au troisième trimestre puis - 0,1 % au dernier trimestre), pour la première fois depuis que les données sont disponibles (à savoir 1995). Plusieurs signes de ralentissement sont perceptibles. Les prix ont continué de ralentir : au quatrième trimestre 2006, ils ont progressé de 9,1 % sur un an, contre 12,8 % un an auparavant. De plus, si le montant moyen des hypothèques a continué d'augmenter fortement (12 % environ en 2006 comme en 2005), on observe un ralentissement du nombre d'hypothèques concédées par rapport à 2005 (5 %, au lieu de 13 %), signe que la demande fléchit. Ceci est confirmé par la moindre progression du stock de crédits aux ménages pour l'acquisition d'un logement (20 % au dernier trimestre 2006, contre 24 % un an plus tôt). La hausse de 1,5 point des taux hypothécaires entre septembre 2005 et décembre 2006 a donc commencé à mordre sur le crédit. Certes, à 4,7 %, ils restent bas, mais l'impact sur les intérêts versés par les ménages est déjà visible : + 1,2 point en un an au troisième trimestre 2006. Ce mouvement devrait se poursuivre en 2007 au fur et à mesure que les emprunts effectués à taux variables verront leurs conditions renégociées. Avec le ralentissement de l'inflation, les taux réels ont franchement accéléré durant les quatre derniers mois de 2006. Ils sont passés de - 0,3 % au premier trimestre 2006 à 2 % au dernier trimestre. Au final, ces éléments laissent augurer la poursuite du tassement de la demande de logements.

Paradoxalement, le fléchissement de l'offre qui s'était dessiné en 2004 et 2005 semble moins évident en 2006. Une déconnexion s'est en effet installée entre les statistiques de permis de construire et celles de mises en chantier. Ces dernières ont connu une évolution modérée sur les neuf premiers mois de 2006 par rapport à la même période de 2005 (2 %, contre 6 % un an plus tôt), alors que les permis de construire accordés s'inscrivaient en hausse de 18 % en 2006 (après 6 % en 2005), atteignant un maximum historique. L'instauration de nouvelles normes de construction en termes de sécurité et d'économie d'énergie aurait incité les promoteurs à anticiper leurs demandes de permis pour ne pas avoir à appliquer ces normes, sachant qu'une partie est entrée en vigueur en octobre 2006 et que le reste l'a été en mars 2007. Les constructions dont les permis ont été accordés avant fin septembre 2006 n'auront pas à remplir ces nouvelles conditions, si elles sont initiées avant la mi-2007. Ceci expliquerait le dynamisme des permis accordés en 2006, avec

une explosion de leur nombre en septembre (127 000, contre 67 000 en moyenne par mois les douze mois précédents) suivi d'un retour à la normale en fin d'année. Ces éléments devraient être favorables à l'activité dans la construction tout au long de l'année 2007 et dans une moindre mesure en 2008. Le dynamisme des prêts aux promoteurs jusqu'au troisième trimestre 2006 va dans le même sens. Au final, l'atterrissage du marché immobilier serait relativement lent, avec un tassement progressif de l'investissement logement et la poursuite du ralentissement des prix immobiliers. Il pèserait sur la croissance espagnole, sans toutefois la briser. Après 2008, le marché pourrait cependant être plombé par une offre pléthorique de logements, déconnectée d'une demande en ralentissement, avec pour conséquence une chute des prix.

2007-2008 : la normalisation espagnole

L'activité décélérerait progressivement en 2007 puis en 2008, sous l'effet d'un ralentissement de la consommation privée et de l'investissement logement, mais aussi de la demande étrangère adressée à l'Espagne. Ce moindre effet d'accélérateur se traduirait par un tassement de l'investissement productif. En revanche, la politique budgétaire soutiendrait la croissance. La bonne tenue des finances publiques permet en effet au gouvernement de bénéficier de marges de manœuvre pour diminuer l'impôt sur le revenu et l'impôt sur les sociétés en 2007 puis 2008 (impulsion de respectivement 0,4 point et 0,2 point de PIB).

Le rythme de croissance trimestrielle de la consommation des ménages diminuerait légèrement, passant de 1 % en moyenne en 2006 à 0,8 % en 2008, du fait de la conjonction d'éléments contraires. D'un côté, la situation financière des ménages est dégradée : leur taux d'endettement a atteint 120 % du revenu disponible au troisième trimestre 2006, leur taux d'effort est en hausse (43 % fin 2006 sans déductions fiscales, 30 % avec les déductions), tout comme la part du service de la dette dans le revenu (15 % au troisième trimestre 2006, dont 5 % pour les seules charges d'intérêt). De plus, l'emploi serait un peu moins dynamique et le taux de chômage remonterait à 8,7 % fin 2008, freinant le revenu disponible. Au contraire, la baisse de l'impôt sur le revenu et une moindre inflation soutiendraient le pouvoir d'achat des ménages. Le prix du pétrole influencerait favorablement l'inflation en 2007 et ne pèserait que légèrement en 2008 et le ralentissement de la croissance réduirait les pressions sur les coûts salariaux, permettant à l'inflation de rester à 2,5 % en 2008. Au final, la consommation resterait relativement dynamique (3,6 % en 2008).

La contribution du commerce extérieur à la croissance serait moins favorable, du fait d'une demande adressée moins forte. Mais, la compétitivité des produits espagnols bénéficierait du reflux de l'inflation et de la baisse de l'impôt sur les sociétés qui amplifierait les marges de manœuvre des entreprises pour limiter la progression de leurs prix. Les entreprises espagnoles n'en continueraient pas moins de perdre des parts de marché. L'investissement productif progresserait nettement à court terme, en lien avec des enquêtes bien orientées, mais il fléchirait en 2008, du fait d'une moindre demande.

Au final, bien qu'en 2007 la croissance espagnole atteigne encore 3,5 %, elle serait de 2,7 % « seulement » en 2008, soit inférieure à celle de l'Allemagne et de la France pour la première fois depuis plus d'une décennie.

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

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

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

Sources : INE, prévision OFCE avril 2007.