

ESPAGNE : L'AJUSTEMENT PAR LA DÉFLATION

Danielle Schweisguth

Département analyse et prévision

Les derniers indicateurs disponibles pour l'économie espagnole sont plutôt bien orientés. Il semble que la production ait touché son point bas et les indicateurs de confiance se redressent. Les efforts d'assainissement commenceraient enfin à porter leurs fruits. La rigueur budgétaire, avec l'appui de la BCE, a permis une normalisation des primes de risque sur la dette publique espagnole. La déflation salariale a redonné de la compétitivité aux entreprises qui gagnent des parts de marché à l'exportation. L'ajustement de l'emploi a fortement redressé la productivité et porté le taux de marge des entreprises à un niveau historiquement élevé. Si la restructuration du système bancaire continue de peser sur la distribution de crédit, elle est le gage d'une autonomie budgétaire et financière future de l'économie espagnole. De la même manière, la baisse des prix immobiliers est un mal nécessaire pour apurer les excès du passé et permettre au secteur de la construction de renouer avec la croissance.

Mais ces bonnes nouvelles ne doivent pas laisser penser que l'Espagne est désormais sortie d'affaire. La route sera longue avant de retrouver les niveaux de production qui prévalaient avant la crise, et l'embellie ne sera que partielle car bridée par les ajustements nécessaires pour finaliser l'assainissement budgétaire. En particulier la situation des ménages reste préoccupante. Le chômage de masse, la pression fiscale et les contraintes de crédit pèsent sur leur capacité à consommer. Le revenu des ménages pâtira de salaires réels en baisse, de hausses d'impôts, de perte de pouvoir d'achat des retraites et de la perte des prestations pour les chômeurs en fin de droit. Les défauts des ménages sur leur dette

pourraient alors s'accélérer, fragilisant encore plus le système bancaire. La remontée des taux d'intérêt est un risque supplémentaire qui pèse sur les ménages du fait de leur endettement à taux variables. La hausse des inégalités nourrira les mouvements sociaux et l'instabilité politique. Enfin, de par sa profondeur, la crise actuelle aura des répercussions sur le potentiel de croissance à long terme. Le chômage de longue durée induit une perte de capital humain et le sous-investissement génère une baisse durable des capacités de production.

La sortie de récession interviendrait au premier trimestre 2014. La croissance des exportations, portée par le redémarrage des économies européennes et la compétitivité des produits espagnols, permettrait de relancer l'investissement productif. Le niveau élevé des marges des entreprises permettrait de financer l'investissement et de répondre à de nouveaux besoins de main-d'œuvre. L'économie espagnole cesserait de détruire des emplois et les créations d'emploi reprendraient à un rythme modéré, permettant une légère baisse du taux de chômage (de 26 % en 2013 à 23 % fin 2015). Mais la poursuite de l'ajustement dans le secteur de la construction paralyserait tout un pan de l'économie, compromettant le retour à des taux de croissance d'avant-crise. Le PIB enregistrerait une évolution de -1,4 % en 2013, +0,7 % en 2014 et +1,4 % en 2015. Fin 2015, le PIB réel espagnol serait encore inférieur de 5 % à son niveau d'avant-crise, et le PIB par tête de 6,6 %.

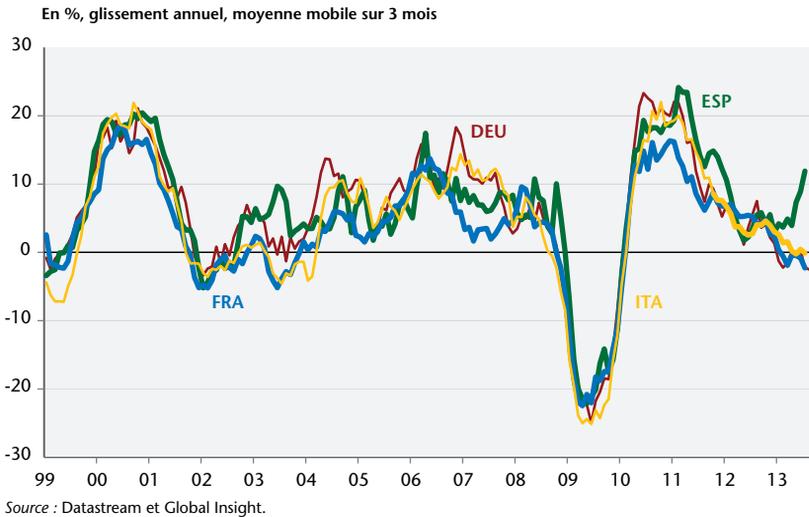
Une performance retrouvée à l'exportation

Depuis 2009, le commerce extérieur est l'unique moteur de la croissance en Espagne. Les exportations en biens et services, mesurées en volume, ont crû de 7,2 % en moyenne annuelle depuis quatre ans, pour une demande adressée à l'Espagne en hausse de 4,9 % par an. L'Espagne a ainsi gagné 12 points de parts de marché, soit environ la moitié du terrain perdu entre 2004 et 2008. Par ailleurs, la contribution du commerce extérieur au PIB s'élève à 1,4 point par an en moyenne entre les premiers trimestres 2009 et 2013, alors que le PIB a chuté de 1 % en moyenne chaque année sur la même période.

Depuis le début de l'année, les exportations espagnoles se sont montrées très dynamiques (+12 % en glissement annuel en valeur

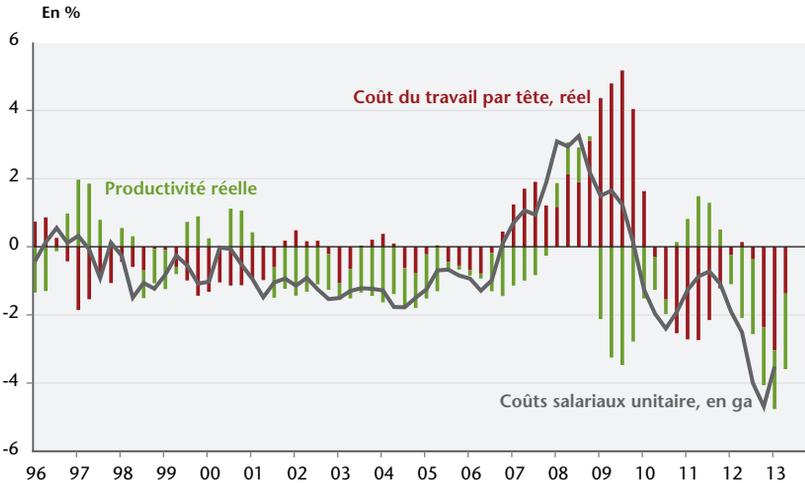
au mois de juin), alors qu'elles sont au point mort chez ses voisins européens (graphique 1). Il y a plusieurs raisons pour expliquer cette performance. Tout d'abord, l'amélioration de la compétitivité espagnole grâce à la baisse des coûts salariaux unitaires (graphique 2), conséquence de la déflation salariale et du dynamisme de la productivité. Elle s'accompagne d'une hausse du nombre d'entreprises qui vendent à l'étranger – elles sont 9,5 % de plus qu'en 2012 – signe du dynamisme du tissu industriel. Enfin, la forte hausse des exportations vers de nouveaux marchés, en particulier ceux des pays émergents (Afrique du Sud, Brésil, Chine, Golfe persique) est un très bon signal pour la poursuite de cette dynamique.

Graphique 1. Exportations en valeur des grands pays de la zone euro



La dépendance de l'Espagne vis-à-vis de ses partenaires de la zone euro tend à décroître : leur part dans les exportations espagnoles est passée de 57 % en 2007 à 49 % en 2013, tandis que la part des pays non OCDE dans les exportations espagnoles a augmenté de 7 points depuis 2007. Les exportations de services sont toujours soutenues par le secteur du tourisme. L'instabilité géopolitique sur le continent nord-africain ainsi que les mauvaises conditions climatiques du printemps 2013 ont contribué à une saison touristique record cet été.

Graphique 2. Évolution des coûts salariaux unitaires, du coût du travail et de la productivité en Espagne



Note : Les coûts salariaux unitaires (CSU) sont le ratio du coût du travail sur la productivité par tête. Ainsi, une hausse du coût du travail contribue positivement à l'évolution des CSU, et une hausse de la productivité négativement.

Sources : Comptabilité nationale, calcul des auteurs.

En prévision, nous anticipons une hausse de la demande adressée de l'ordre de 1 % par trimestre et une croissance des exportations de 1,5 %. L'Espagne continuerait ainsi à gagner des parts de marché (+9 points à l'horizon 2015) et résorberait son déficit commercial. Elle enregistrerait même un excédent de 0,3 point de PIB en 2015, alors que le déficit commercial s'élevait à 3 % du PIB en 2012 et à 8,4 % en 2007.

Le cycle de l'investissement productif enclenche la reprise...

Le dynamisme des exportations permettra de relancer l'investissement productif, *via* l'effet d'accélérateur. Stabilisé autour de 7,5 % du PIB depuis 2010, l'investissement productif atteindrait 9 % fin 2015. Le secteur de la construction, souffrant toujours de surcapacités non résorbées, ne profiterait pas de ce regain de croissance. L'investissement immobilier, après s'être effondré de 10 points de PIB en 6 ans, se stabiliserait autour de 12 % du PIB.

Le taux de marge a atteint un niveau record à 41 % du PIB (contre 34,5 % en 2000), ce qui fournit aux entreprises une large capacité d'autofinancement. Il devrait légèrement se tasser à l'horizon 2015 du fait du retournement du cycle de productivité,

mais se maintiendrait à un niveau très confortable pour les entreprises, leur permettant de financer leurs projets d'investissement. La capacité d'innovation des entreprises espagnoles conforterait leurs gains de parts de marché.

Depuis 2008, les destructions massives d'emploi, en particulier dans le secteur de la construction, ont fait bondir la productivité de l'économie espagnole. Dans le secteur marchand, elle est passée d'une croissance moyenne de 0,4 % entre 2000 et 2007 à un rythme de 2,9 % entre 2008 et 2012. Pour les années 2013 à 2015, nous anticipons une baisse moyenne de 0,5 % par an, ce qui permettrait de créer 550 000 emplois à l'horizon 2015.

Le taux de chômage commencerait alors à se réduire lentement, de 26,4 % au deuxième trimestre 2013 à 23 % fin 2015. À ce rythme, le retour à une situation d'équilibre sur le marché du travail prendrait près de 10 ans, et seul un rebond de la consommation des ménages permettrait d'accélérer le mouvement. Or celle-ci devrait rester déprimée du fait de la déflation salariale. En effet, comme le montre le graphique 2, le salaire réel par tête baisse en glissement annuel depuis le début de l'année 2010. Les salariés ont déjà perdu 5,4 % de pouvoir d'achat en trois ans (soit -1,8 % en par an), et nous anticipons une poursuite de la tendance baissière, mais à un rythme plus modéré de -0,7 % par an.

Le taux d'épargne s'est redressé au premier trimestre 2013, profitant d'un rebond du salaire par tête, et il ne devrait pas baisser significativement à l'horizon 2015. Le revenu disponible des ménages ne progresserait que modérément en termes réels, bridé par la perte de pouvoir d'achat des retraités, le maintien du gel des salaires des fonctionnaires et de nouvelles hausses des taux d'imposition sur le revenu et des impôts indirects (TVA sur certains produits, taxes environnementales). Seules les créations d'emploi (+0,7 % en 2014 et +1,6 % en 2015) apporteraient un peu d'air aux ménages espagnols. Après une baisse de 2,7 % en 2013, la consommation des ménages stagnerait en 2014 (+0,1 %) et progresserait légèrement en 2015 (+0,7 %).

... mais la sortie de crise est encore loin

Quel que soit le potentiel de croissance retenu pour l'économie espagnole, l'écart de production est très dégradé (-11,6 % en 2013

selon nos estimations, -9,6 % selon l'OCDE). La situation budgétaire est loin d'être apurée avec une dette approchant 100 points de PIB et un déficit que nous prévoyons à 6,8 % en 2013, 6,2 % en 2014 et 5,3 % en 2015. La consolidation annoncée pour 2014 continue à peser fortement sur la croissance, même si le report des objectifs de déficit par la Commission européenne a redonné un peu de temps au gouvernement. Mais la persistance de la crise maintient les multiplicateurs budgétaires à un niveau élevé (largement supérieurs à 1) et l'Espagne ne retrouvera une croissance dynamique, capable de faire baisser significativement le chômage, qu'une fois l'ajustement budgétaire réalisé.

Enfin, le niveau actuel des prêts non performants, qui ont atteint des sommets à 11,6 % du total des prêts au deuxième trimestre 2013 (soit 17 points de PIB) est de fort mauvais augure pour la santé du système bancaire espagnol, dont la restructuration pourrait être plus longue et plus coûteuse qu'anticipée.

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2012				2013				2014				2012	2013	2014	2015
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-0,4	-0,5	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,3	0,3	0,3	-1,6	-1,4	0,7	1,4
PIB par tête	-0,5	-0,6	-0,4	-0,8	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	-1,6	-1,2	0,9	1,7
Consommation des ménages	0,2	-1,1	-0,7	-2,0	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	-2,8	-2,7	0,1	0,7
Consommation publique	-1,8	0,0	-3,0	-0,3	0,0	0,9	-1,0	-1,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-4,8	-1,9	-2,3	-1,5
FBCF totale¹ dont	-1,7	-3,3	0,2	-3,0	-1,5	-2,1	0,3	0,3	0,6	0,6	0,9	0,9	-7,0	-5,8	1,6	3,5
Productive	1,5	-1,7	2,6	-5,6	1,9	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	-2,3	0,7	6,1	5,7
Logement	-2,1	-4,2	-1,7	-2,0	-1,8	-3,3	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,5	-8,7	-7,9	-1,1	1,9
Construction totale	-3,5	-4,2	-1,3	-1,4	-3,6	-4,4	-0,5	-0,5	0,0	0,0	0,5	0,5	-9,7	-9,7	-1,4	1,9
Exportations de biens et services	-3,1	0,6	6,5	0,6	-3,8	6,0	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,5	2,1	5,3	6,8	6,1
Importations de biens et services	-3,3	-2,2	4,6	-2,6	-4,5	5,9	0,8	0,8	1,0	1,0	1,1	1,2	-5,7	0,1	5,1	4,8
Variations de stocks, en points de PIB	0,7	0,8	0,8	0,8	1,0	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9
Contributions																
Demande intérieure hors stocks	-0,6	-1,3	-1,0	-1,8	-0,6	-0,3	-0,2	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	-3,1	-0,1	0,8	-3,1
Variations de stocks	0,2	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1
Commerce extérieur	0,0	0,8	0,6	1,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	1,6	0,7	0,7	1,6
Prix à la consommation (IPCH)²	1,9	1,9	2,8	3,2	2,8	1,8	1,4	0,9	0,7	0,8	0,3	0,1	1,7	0,5	0,8	1,7
Taux de chômage, au sens du BIT	23,8	24,8	25,6	26,1	26,4	26,4	26,1	25,8	25,6	25,3	24,9	24,6	26,2	25,1	23,6	26,2
Solde courant, en points de PIB													-1,1	1,3	2,2	2,8
Solde public, en points de PIB³													-10,6	-6,8	-6,2	-5,3
Impulsion budgétaire													-3,4	-1,6	-1,0	-1,0
PIB zone euro	-0,1	-0,3	-0,1	-0,5	-0,2	0,3	0,1	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	-0,6	-0,3	1,1	1,6

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. Le solde budgétaire inclut les aides au secteur bancaire, qui ne sont pas comptabilisées pour le respect des objectifs de déficit. Hors mesures exceptionnelles, le déficit s'élève à 8,9 % en 2011 et 6,7 % en 2012. La prévision n'inclut aucune mesure exceptionnelle pour 2013 et 2014.

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2013.