

ESPAGNE : TIMIDE PERCÉE

Danielle Schweisguth

Département analyse et prévision

La timide reprise annoncée lors de notre dernière prévision se concrétise. La situation est encore très fragile mais de nombreux indicateurs confirment que le pire est passé et l'économie espagnole commence à remonter la pente. La route sera longue et semée d'embûches avant d'espérer refermer l'écart de production et réduire significativement le chômage. Mais les ingrédients de la reprise sont présents. La confiance des marchés financiers est de retour, comme l'attestent la baisse des taux d'intérêt souverains et le relèvement de la note de l'Espagne par Moody's le 22 février. Les exportations restent dynamiques et la consommation des ménages donne des signes de reprise. L'emploi a progressé au dernier trimestre 2013 et les salaires nominaux ont cessé de baisser. Les taux de marge se maintiennent à des niveaux élevés, permettant un redémarrage de l'investissement productif alors que le désendettement privé se poursuit. La situation budgétaire reste cependant très préoccupante, avec un solde public qui s'est établi à -7,1 % en 2013 (-6,6 % hors aides au secteur bancaire), appelant à de nouvelles mesures de rigueur à court ou moyen terme.

Ainsi, après une timide hausse du PIB de 0,1 % au troisième trimestre 2014 et 0,2 % au quatrième, le rythme de croissance trimestriel atteindrait 0,4 à 0,5 % en 2014 et 2015. La croissance annuelle s'élèverait alors à 1,2 % en 2014 et 2 % en 2015, après 5 années de récession.

Un *policy-mix* plus accommodant à condition d'éviter la déflation

Le changement principal depuis notre dernière prévision concerne les conditions monétaires et budgétaires de l'Espagne. La forte baisse des taux souverains redonne de l'air au gouvernement

Rajoy et rend crédible la soutenabilité de la dette. Le taux à 10 ans est descendu en mars à 3,3 % : son plus bas niveau depuis 2005. Un an plus tôt il était encore supérieur à 5%. Cet assouplissement des conditions de crédit profite aussi aux ménages, principalement endettés à taux variables, et aux entreprises, même si les PME éprouvent toujours des difficultés à se financer.

Mais ce repli des taux nominaux s'accompagne d'un fort ralentissement de l'inflation, avec une baisse des prix depuis deux mois (février et mars 2014). La perspective d'une inflation durablement faible impliquerait un resserrement des conditions monétaires par le biais des taux réels, menaçant la solvabilité des agents endettés. Même si certains facteurs qui pèsent à la baisse sur les prix sont temporaires (repli du prix du pétrole, modération des prix depuis la hausse de la TVA en septembre 2012), la déflation salariale pourrait ancrer à la baisse les anticipations de prix et faire basculer l'Espagne dans un scénario à la japonaise : déflation, trappe à liquidité, long processus de nettoyage des bilans bancaires, chute ininterrompue des prix immobiliers, précarisation du marché du travail, gonflement de la dette publique, etc. Si l'on tient compte du fait que l'Espagne n'a pas la main mise sur sa politique monétaire, la sortie d'un tel scénario pourrait s'avérer encore plus compliquée que dans le cas japonais. Ce risque n'est cependant pas inscrit dans notre scénario de prévision, qui mise sur le retour d'une inflation modérée en 2015 du fait d'un regain de croissance et d'une stabilisation des salaires.

Par ailleurs, après trois années d'austérité à marche forcée et avec la perspective des élections législatives en 2015, le gouvernement tend à relâcher les efforts budgétaires. Le rapport d'experts pour une réforme fiscale en Espagne, paru en février 2014, fait état de mesures budgétaires plutôt accommodantes : baisse des taux d'imposition sur le revenu, baisse de 30% à 20% du taux de l'impôt sur les sociétés tout en limitant les possibilités de déductions fiscales, suppression de l'impôt sur la fortune et dévaluation fiscale via une baisse des cotisations sociales sur certains types d'emplois compensée par une hausse des revenus indirects. En contrepartie, les droits d'assises (tabac, alcool) et les taxes environnementales seraient relevées, tandis que de nombreux produits passeraient du taux réduit de TVA de 10 % au taux plein de 21 %. Enfin, le rapport recommande de nouvelles mesures pour renforcer la lutte contre la

fraude fiscale. Le rapport stipule que toutes ces mesures auraient un impact budgétaire neutre. Mais le ministre des Finances Christobal Montoro a d'ores et déjà rejeté l'idée d'une nouvelle hausse de TVA au cours de l'actuelle mandature, donc d'ici 2015, ce qui rend très difficile le financement de toutes ces baisses d'impôts.

Notre prévision est établie sur la base d'une impulsion budgétaire restrictive de -0,6% du PIB en 2014 et en 2015, soit légèrement inférieure à l'effort exigé par Bruxelles et accepté par l'Espagne dans son projet de budget publié fin 2013, qui s'élevait à -0,8 % du PIB. La possibilité d'une impulsion budgétaire neutre, voire positive en 2015 n'est pas à exclure, ce qui ne manquerait pas de doper la croissance espagnole, mais retarderait le retour à l'équilibre budgétaire.

Léger mieux sur le marché de l'emploi

L'inversion de la courbe du chômage, amorcée début 2013, se confirme en fin d'année. Selon les données de l'enquête sur l'emploi, le taux de chômage global serait redescendu de 26,5 à 26,1 % de la population active et de 57,2 à 55,1 % pour les moins de 25 ans. Mais si jusqu'au deuxième trimestre 2013 la baisse du chômage était due au déclin de la population active, l'emploi a enfin progressé en fin d'année. La hausse de l'emploi au quatrième trimestre s'élève à 0,6 % au total, mais se réduit à 0,1 % en équivalent temps plein.

Cette légère reprise du marché de l'emploi a soutenu la confiance des ménages et les ventes au détail progressent en nominal comme en réel pour la première fois depuis 2008. La consommation privée a donc rebondi aux troisième et quatrième trimestres 2013, soutenue également par une baisse du taux d'épargne.

La reprise du marché de l'emploi a sans doute été renforcée par la réforme des contrats de travail, qui permettent aux employeurs d'embaucher dans des conditions de salaires et de protection de la main-d'œuvre beaucoup moins contraignantes qu'auparavant. On peut cependant craindre que la relance de l'emploi ne s'accompagne d'une nouvelle baisse des salaires si les nouveaux entrants sont recrutés à des niveaux de rémunération inférieurs à ceux des salariés en place.

Comme nous l'avions anticipé, la productivité s'est tassée au second semestre 2013, permettant la reprise de l'emploi. Cette tendance à la stabilisation de la productivité, après cinq années de forte croissance (2,5% en moyenne annuelle entre 2008 et 2013), devrait se poursuivre à l'horizon 2015. Le niveau historiquement élevé des marges des entreprises rend possible une reprise tirée à la fois par l'emploi et l'investissement privé.

La poursuite de la modération salariale, voire une baisse des salaires, compensera la moindre progression de la productivité en termes de coûts salariaux unitaires. Ainsi l'Espagne restera compétitive et continuera à gagner des parts de marché à l'exportation. Le secteur du tourisme est en plein essor et l'Espagne a une carte à jouer en renouvelant son offre hôtelière afin d'attirer une clientèle plus haut de gamme, en provenance de Russie en particulier.

Les deux points noirs de l'Espagne restent le marché de l'immobilier et l'état du système bancaire. La purge n'est pas terminée car le nombre de logements neufs invendus reste proche des 600 000, malgré une baisse de 7 % en 2012. Selon les professionnels du secteur, il faudra attendre 2017 avant que le marché ne retrouve une situation d'équilibre permettant la stabilisation des prix. D'ici là, la valeur des contreparties immobilières détenues par le secteur bancaire ne fera que baisser, nécessitant la constitution de nouvelles provisions et accentuant les risques d'insolvabilité. Les taux de créances douteuses augmentent à une vitesse impressionnante, atteignant 13,6% pour l'ensemble de l'économie. Ce taux atteint 38% pour les promoteurs immobiliers et 34 % dans le secteur de la construction, mais se limite à 7 % chez les ménages. Ce sont donc 197 milliards d'euros de crédits qui pourraient ne jamais être remboursés au secteur bancaire, ce qui représente près de 20 points de PIB espagnol, qui pourraient s'ajouter à une dette publique qui dépassera déjà les 100 points de PIB en 2015...

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

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

Sources : INE, prévision OFCE avril 2014.

