

Espagne : cure d'austérité

Le PIB espagnol a renoué timidement avec la croissance au premier semestre 2010, après sept trimestres de baisse. Avec 0,1 % puis 0,2 % respectivement de croissance au premier puis au deuxième trimestre 2010, l'Espagne reste cependant largement à la traîne de la zone euro dont le PIB a crû de 0,3 % puis de 1 % sur la même période. La progression du PIB espagnol a reposé entièrement sur la demande intérieure, tandis que le commerce extérieur contribuait négativement à la croissance, contrairement à ce qui s'était passé depuis le début de la crise. Après une chute de 10 % entre fin 2007 et fin 2009, la reprise de la demande intérieure est liée à trois éléments : d'abord un mouvement de restockage, ensuite une progression de l'investissement productif au deuxième trimestre 2010, enfin une consommation privée dynamique tirée de façon temporaire par des mesures gouvernementales. La reprise du commerce mondial, qui avait soutenu la croissance fin 2009 *via* une reprise des exportations, n'a pas été suffisante au premier semestre 2010, les importations ayant progressé plus vite que les exportations, en lien avec cette demande intérieure plus dynamique. L'investissement en logement a continué de se contracter, dans un contexte où les surcapacités se résorbent lentement, les ménages cherchant plutôt à assainir leur situation financière (désendettement, hausse du taux d'épargne). Le secteur de la construction resterait sinistré, plombant la croissance à l'horizon de la prévision. Le mouvement de reprise entrevu dans le secteur industriel serait tué dans l'œuf par une politique budgétaire très restrictive visant à rassurer les marchés financiers à court terme et à retrouver un déficit de 3 % du PIB en 2013. Le seul soutien à la croissance viendrait de la politique monétaire.

Une reprise temporaire de la demande intérieure

L'embellie du début d'année 2010 s'est accompagnée d'une inversion de signe des contributions de la demande intérieure et du commerce extérieur à la croissance du PIB. En effet, alors que depuis le début de la crise le commerce extérieur limitait la baisse du PIB induite par une contraction intense de la demande intérieure, c'est le contraire qui s'est produit au premier semestre 2010. Mais cette croissance de la demande intérieure (0,2 % puis 0,7 % respectivement au premier puis au deuxième trimestre) repose principalement sur un rebond de la consommation des ménages qui n'est pas durable, car lié à la prime à la casse mise en place mi-2009 et à l'anticipation des achats avant la hausse de la TVA au 1^{er} juillet 2010. La prime à la casse a en effet dopé les ventes de voitures à partir de septembre 2009 : après un recul des immatriculations de l'ordre de 40 % fin 2008 et début 2009, la remontée a été spectaculaire avec des taux de croissance compris entre 30 et 45 % en glissement annuel entre fin 2009 et mi-2010. Autre élément de soutien à la consommation, la hausse de la TVA de deux points en juillet 2010 (le taux général passant de 16 à 18 % et le taux réduit de 7 à 8 %), qui a stimulé la consommation privée temporairement avant son entrée en application. La faible progression du revenu disponible des ménages et le mouvement de désendettement (-6 points de RDB en deux ans, soit un taux d'endettement de 125 % début 2010) auraient en effet justifié une consommation des ménages atone au début de l'année 2010.

Le recul de la masse salariale initié début 2009 a été moins fort que précédemment. Tandis que l'emploi salarié se contracte moins depuis la mi-2009, les salaires par tête au contraire ralentissent de plus en plus (avec une progression de 1,3 % mi-2010, contre 6 % fin 2008 sur un an). Le niveau élevé du taux de chômage (20 % au deuxième trimestre 2010) pèse en effet sur les négociations salariales. Le revenu des ménages a seulement été soutenu par les stabilisateurs automatiques (baisse de l'élasticité de l'impôt sur le revenu au PIB et hausse des prestations chômage) et la politique monétaire (baisse des charges d'intérêt de 2,3 points de RDB entre fin 2008 et début 2010). Finalement le rebond de la consommation privée au premier trimestre 2010 dans un contexte de revenu faible a entraîné une légère baisse du taux d'épargne des ménages de 18,8 % fin 2009 à 18,6 %. Le ralentissement de la croissance des salaires conjugué à une demande des ménages déprimée depuis 2008 (à l'exception du premier semestre 2010) s'est traduit par une inflation sous-jacente quasi nulle entre fin 2009 et juin 2010. Son accélération depuis juillet n'est due qu'à la hausse de la TVA. L'inflation, après avoir été négative mi-2009, est remontée à 1,8 % en août, en raison des effets de base liés au prix du pétrole.

L'ajustement dans le secteur immobilier entamé en 2007 s'est poursuivi : l'investissement en logement a chuté de 43 % en trois ans. Malgré la baisse importante du nombre de mises en chantier depuis 2007 (de l'ordre de 80 % jusqu'au premier trimestre 2010), le stock de logements neufs disponibles a continué d'augmenter en 2009 (de 90 000 unités) et était de 690 000 fin 2009 selon le ministère du Logement. La correction n'est donc pas terminée dans ce secteur, d'autant plus que la demande reste faible. La conjonction de taux sur les nouveaux emprunts hypothécaires historiquement bas (2,5 % en juillet 2010) et de prix immobiliers en baisse (-12 % depuis le début de l'année 2008) se traduit par une diminution nette du taux d'effort calculé par la Banque d'Espagne qui aurait dû relancer les transactions si le marché du travail n'était pas aussi mal orienté.

La reprise de la demande (extérieure depuis la mi-2009, interne au premier semestre 2010) a mis fin à la chute de l'investissement productif. Après avoir baissé de près de 30 % en deux ans, il a renoué timidement avec la croissance. Quant aux variations de stocks, elles ont contribué positivement à la croissance au premier semestre 2010. La situation des entreprises s'est améliorée : leur taux de marge est élevé, leur taux d'autofinancement est passé de 30 % début 2008 à 80 % début 2010. Cependant, leur taux d'endettement bancaire demeure élevé (près de 140 % du PIB) et elles peuvent peu compter sur le crédit pour se financer, du fait du durcissement des conditions d'octroi de crédit au deuxième trimestre 2010 à la suite des tensions sur les marchés financiers. Le rebond des importations depuis la fin 2009 a été net mais le taux de pénétration demeurait encore inférieur de 4 points à la mi-2010 à son niveau de la fin 2007. Depuis le début de l'année 2009 (à l'exception du deuxième trimestre 2010), les exportations ont plus progressé (ou moins baissé initialement) que la demande adressée, permettant à l'Espagne de regagner des parts de marché à l'exportation et ainsi d'effacer en partie la chute de 2008, même si l'érosion amorcée en 2004 demeure.

La politique budgétaire hypothèque le retour de la croissance

L'évolution du PIB inscrite en prévision est marquée principalement par l'impact de la politique budgétaire restrictive mais aussi par la décélération du commerce mondial en 2011 après un rattrapage d'après-crise en 2009-2010. La poursuite de la baisse des coûts salariaux unitaires dans l'industrie permettrait cependant aux entreprises espagnoles de stabiliser leurs parts de marché à l'exportation.

Les premières mesures de rigueur inscrites dans le budget 2010 ont été complétées en janvier 2010 lors de l'actualisation du programme de stabilité puis en mai 2010, alors que l'Espagne était malmenée sur les marchés financiers dans le sillage de la Grèce. En effet, la dégradation du solde public de 13,1 points de PIB entre 2007 et 2009 – du fait de la chute de la demande intérieure et des plans de relance – et la faiblesse des perspectives de croissance ont fait naître des doutes sur la soutenabilité des finances publiques espagnoles, alors même que sa dette publique était encore faible au sein de la zone euro (53,2 % du PIB en 2009, contre 78,7 % dans l'ensemble de la zone). Les agences de notation ont dégradé la note sur la dette souveraine espagnole depuis le printemps 2010. Les primes de risque sur les obligations publiques et les CDS de dette publique espagnole ont atteint des sommets : ces dernières oscillent entre 2 et 2,5 points depuis mai 2010, avec une forte volatilité, tandis que le taux sur les obligations publiques à dix ans (4,2 % à la mi-septembre) est supérieur de 1,7 point au taux allemand. Certes ces primes sont de moindre ampleur que celles qui affectent la Grèce, mais les tensions persistent malgré les mesures de rigueur déjà annoncées. Dans le contexte actuel de restriction budgétaire, les prévisions de croissance du gouvernement pour 2011 semblent en effet bien optimistes (1,3 %, contre 0,4 % selon nos prévisions), rendant difficilement atteignables les objectifs de solde public (-9,3 % du PIB en 2010 et -6 % en 2011, après -11,2 % en 2009).

L'impulsion budgétaire devrait être de -2,2 % en 2010 et de -1,8 % en 2011. Pour 2010, les hausses d'impôt représentent 1 point de PIB et concernent exclusivement les ménages (hausse de la TVA, fin de la déduction d'impôt mise en place en 2008 et hausse de l'impôt sur les revenus du capital). Des réductions de dépenses à hauteur de 0,7 point ont été inscrites dans notre prévision (baisse des salaires des fonctionnaires, baisse de l'investissement et non remplacement de départs en retraite dans la fonction publique). La fin de plusieurs pans du plan de relance amputerait aussi la croissance en 2010. En 2011, outre l'effet de la hausse de la TVA, les ménages ne bénéficieront plus de la déduction d'impôt de 2 500 euros en cas de naissance. Les réductions de dépenses s'amplifieront (0,9 point de PIB), dans la lignée de celles de 2010, avec en plus un gel des pensions. La fin des dernières mesures du plan de relance pèsera sur l'investissement en construction.

La consommation privée progresserait faiblement après la correction du troisième trimestre 2010 (imputable à la fin de la prime à la casse et à la hausse de la TVA), pâtissant de la politique budgétaire, malgré la timide reprise des créations d'emplois et la baisse du taux de chômage en 2011. Le taux d'épargne baisserait peu en raison du désendettement. L'investissement des entreprises serait bridé par une demande faible. L'activité dans le secteur immobilier cesserait de se dégrader, avec un taux d'investissement en logement qui se stabiliserait à 4,1 % du PIB (soit 3,4 points en dessous du pic de 2006-2007). La persistance des tensions sur les marchés financiers devrait continuer d'affecter le financement des banques – qui doivent se tourner massivement vers la Banque centrale européenne pour obtenir des liquidités – et donc *in fine* celui des agents privés espagnols. Selon l'enquête réalisée par la Banque d'Espagne, c'est la détérioration des conditions d'accès au financement des établissements de crédits au deuxième trimestre 2010 (sur le marché interbancaire et les marchés obligataires) qui a entraîné un nouveau durcissement des conditions d'octroi de crédits. En raison de la faiblesse de la demande, accentuée par les problèmes de financement de l'économie, le PIB ne croîtrait que de 0,4 % en 2011 (contre 1,7 % dans la zone euro).

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2009				2010				2011				2008	2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	-1,6	-1,1	-0,3	-0,2	0,1	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,9	-3,7	-0,2	0,4
PIB par tête													-0,7	-4,5	-0,5	0,2
Consommation des ménages	-1,4	-1,0	-0,4	0,2	0,9	1,2	-0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,6	-4,2	1,4	0,6
Consommation publique	0,7	0,1	-0,1	-0,6	0,3	0,7	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	5,8	3,2	0,1	-1,2
FBCF totale ¹ dont	-5,6	-4,4	-2,8	-2,0	-1,7	-0,7	-0,2	0,0	0,1	0,2	0,4	0,4	-4,8	-16,0	-6,3	0,3
Productive	-8,4	-7,3	-2,9	0,1	-0,2	1,2	1,0	1,0	0,5	0,5	0,5	0,5	-3,9	-21,4	-2,0	2,8
Construction totale	-3,2	-2,0	-2,7	-3,6	-3,0	-2,2	-1,2	-0,9	-0,2	-0,1	0,2	0,4	-5,5	-11,0	-9,7	-1,9
dont : logement	-9,5	-4,4	-7,1	-6,5	-5,0	-2,3	-1,5	-1,5	-1,0	-1,0	0,0	0,5	-10,7	-24,5	-16,5	-4,0
Exportations de biens et services	-6,6	-0,9	2,8	2,8	3,9	0,7	2,2	2,0	1,3	1,3	1,3	1,3	-1,1	-11,6	9,6	6,1
Importations de biens et services	-7,4	-3,1	-0,1	1,3	4,0	2,8	1,4	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0	-5,3	-17,8	7,4	5,0
Variations de stocks, en points de PIB	0,5	0,4	0,3	0,2	0,4	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	1,1	0,4	0,6	0,8
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	-2,1	-1,7	-0,9	-0,5	0,2	0,7	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	-0,7	-6,3	-0,7	0,2
Variations de stocks	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,8	0,2	0,2
Commerce extérieur	0,7	0,8	0,8	0,4	-0,2	-0,7	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1,8	3,4	0,2	0,1
Prix à la consommation (IPCH) ²	0,5	-0,7	-1,0	0,2	1,3	1,6	1,8	1,7	1,7	1,5	1,4	1,3	4,1	-0,3	1,6	1,5
Taux de chômage, au sens du BIT	16,6	17,9	18,7	19,0	19,3	20,0	20,2	20,1	20,1	20,0	19,9	19,8	11,4	18,1	19,9	19,9
Solde courant, en points de PIB													-9,7	-5,5	-5,3	-5,1
Solde public, en points de PIB													-4,1	-11,2	-9,7	-7,8
Impulsion budgétaire ³													1,0	1,3	-2,2	-1,8
PIB zone euro	-2,5	-0,1	0,4	0,2	0,3	1,0	0,5	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	-4,0	1,7	1,7

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

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

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

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2010.