

## Espagne : catastrophe annoncée

L'Espagne est en récession depuis le troisième trimestre 2008, comme ses voisins européens. Au regard de la seule croissance du PIB, la fin d'année pourrait sembler moins mauvaise que dans la zone euro, avec un recul de 1 % au dernier trimestre (contre -1,5 % dans la zone euro). Mais derrière ce constat se cache une contribution très négative de la demande intérieure au PIB (-2,6 points), en partie compensée par une contribution positive du commerce extérieur (1,6 point). Après plusieurs années de surchauffe, la correction est brutale en Espagne : le secteur immobilier est en plein marasme, le taux de chômage explose (à presque 15 %), la consommation des ménages et l'investissement des entreprises se contractent. À ces éléments s'ajoute un fort ralentissement du crédit bancaire qui pèse d'autant plus sur la demande privée. Le *policy mix* offensif tant au niveau monétaire que budgétaire n'empêcherait pas le PIB espagnol de reculer de 3 % en 2009 et de 0,7 % en 2010 (contre respectivement -3,3 % et -0,3 % dans la zone euro). L'apurement des excès de la décennie 2000 et de l'endettement important des agents privés qui en a découlé sera long.

### 2008 : éclatement de la bulle immobilière

Toutes les composantes de la demande intérieure se sont dégradées peu à peu à partir de la mi-2007. C'est l'investissement résidentiel qui s'est retourné le premier : après un pic début 2007, le taux d'investissement en logement a peu à peu baissé avant de s'effondrer en 2008 (sous l'effet de la hausse progressive des taux hypothécaires depuis 2006 puis de l'augmentation du taux de chômage à partir du second semestre 2007). L'investissement en logement a reculé de presque 11 % en 2008, mouvement qui devrait se poursuivre en 2009 et 2010 (respectivement -20 % et -12 %). Les permis de construire ont en effet continué de baisser fin 2008 (-60 % sur un an au quatrième trimestre), tout comme les mises en chantier (-50 % sur un an au troisième trimestre). En rythme annualisé, 300 000 constructions ont été initiées au troisième trimestre 2008 (contre 760 000 lors du pic de 2006). Pour les permis de construire accordés, le mouvement est encore plus spectaculaire, avec 200 000 fin 2008, contre 865 000 en 2006. Dans le même temps, les transactions de logements neufs se sont aussi ajustées, mais de façon moins brutale, avec un repli de l'ordre de 10 à 15 % par an depuis 2006. La baisse des prix immobiliers est désormais enclenchée (-3 % en glissement annuel fin 2008), après presque quatre années de ralentissement graduel. Elle devrait se poursuivre et même s'amplifier à l'horizon de la prévision.

Les établissements de crédit espagnols – peu exposés aux crédits *subprime* – ont bien résisté en 2008 à la crise financière internationale, ce qui aurait dû leur permettre de moins restreindre l'accès au crédit des agents domestiques non financiers. Mais ils sont très engagés dans le financement de l'immobilier : l'encours de dette lié à l'immobilier (entreprises de la construction, des services immobiliers, ménages) représente en effet 45 % de la dette totale accordée par les établissements de crédit. Et ils pâtissent du ralentissement immobilier, puisque 65 % des créances douteuses étaient liées à ce secteur fin 2008. Au total, le taux de défaut sur les crédits accordés aux agents non financiers est passé de 0,8 % en 2007 à 3,4 % au quatrième trimestre 2008. Les banques se montrent donc prudentes désormais. Les nouveaux crédits accordés aux ménages pour le logement ont ainsi diminué de moitié entre fin 2007 et fin 2008 et ont été divisés par trois depuis le pic de la mi-2006. En décembre 2008, l'encours de crédit hypothécaire aux ménages ne progressait plus que de 4 % sur un an (contre 13 % un an plus tôt).

Le retournement de l'activité dans le secteur immobilier s'est traduit par des destructions d'emplois massives dans la construction (580 000 depuis septembre 2007, dont 230 000

durant le quatrième trimestre 2008). L'emploi s'y est ainsi contracté de 20 % sur un an. Dans ce secteur, où environ 55 % des salariés étaient en contrats à durée déterminée (CDD) avant la crise, presque 40 % des CDD ont été détruits en un an et demi. L'ajustement de l'emploi, initialement concentré dans la construction, touche désormais tous les secteurs : l'emploi a reculé de 100 000 dans les services au dernier trimestre de 2008 et de 170 000 dans l'industrie. Au total, 650 000 emplois ont été détruits, selon l'enquête de population active, depuis fin 2007, dont 430 000 sur le seul dernier trimestre 2008. L'emploi est en baisse de 2,4 % sur un an fin 2008. Les entreprises espagnoles ont ajusté très fortement et rapidement l'emploi par rapport à la valeur ajoutée, provoquant une amélioration très nette de la productivité, à la différence des autres pays européens. Après des années de faibles gains de productivité, le redressement de la productivité est visible dans tous les secteurs, à l'exception des services marchands. Le nombre de chômeurs a donc fortement augmenté : il atteignait 3,2 millions fin 2008, soit 1,4 million de plus en un an et demi. La remontée du taux de chômage est impressionnante, à 14,8 % en janvier 2009 selon Eurostat, contre 8 % mi-2007.

L'évolution très défavorable sur le marché du travail a pesé sur la masse salariale et donc sur la consommation des ménages qui s'est contractée nettement au second semestre 2008, malgré le soutien fiscal puis la baisse du prix du pétrole en fin d'année. La baisse des impôts au troisième trimestre 2008 n'a pas été suffisante pour soutenir la consommation privée dans un contexte de forte inflation (5 %). Le taux d'épargne est remonté de 1,2 point, à 12 % du revenu disponible des ménages. Au quatrième trimestre 2008, l'inflation a enfin reflué (2,5 %), en lien avec la baisse du prix du pétrole et le ralentissement des prix alimentaires. La croissance de l'indice des prix à la consommation est ainsi passée de 5,3 % en août 2008 à 0,7 % en février 2009. Dans le même temps, l'inflation sous-jacente a ralenti à 1,6 % en février 2009 (contre 2,6 % en septembre 2008). Mais ce mouvement n'a pas été suffisant pour contrer l'impact des destructions d'emplois et des tensions financières sur les dépenses des ménages.

Alors que les exportations espagnoles ont été atones en 2008, c'est la mauvaise tenue des importations, en lien avec la demande intérieure, qui a permis à l'Espagne de bénéficier d'une contribution positive du commerce extérieur. Face à la faiblesse de la consommation privée et au fort recul des exportations de biens au dernier trimestre 2008 (-13 % en variation trimestrielle), les entreprises ont accentué l'ajustement de l'investissement productif fin 2008. Malgré cela, le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie est en forte baisse, bien qu'encore supérieur au creux de 1993, ce qui laisse présager une poursuite de la contraction de l'investissement productif dans les prochains trimestres.

## 2009-2010 : le début d'un long assainissement

Malgré la hausse des créances douteuses, le système financier espagnol a bien résisté, bénéficiant du système de provisionnement dynamique imposé par la Banque d'Espagne qui oblige les établissements de crédit à constituer des provisions dès l'octroi de crédits (*i. e.* avant l'apparition d'impayés), ce qui limite le provisionnement en cas de ralentissement conjoncturel. Mais ce système devrait bientôt trouver ses limites : le taux de couverture est passé à 70 % au quatrième trimestre 2008 (contre 270 % deux ans plus tôt). Certes, il demeure supérieur au taux français (environ 55 %), mais sa rapide dégradation n'est pas de bon augure. L'État a pour l'instant soutenu le système financier *via* trois types de mesures : un relèvement du plafond de la garantie des dépôts bancaires (de 20 000 à 100 000 euros), la création d'un fonds pour l'acquisition d'actifs financiers auprès des banques doté initialement de 30 milliards d'euros (fin janvier 2009, des obligations sécurisées et des MBS avaient été acquis pour un montant de 19,3 milliards d'euros) et enfin la mise en place d'une garantie pouvant aller jusqu'à 100 milliards d'euros pour les émissions de dette des institutions financières en 2008 puis en 2009 (89 milliards ont été garantis dès 2008). L'État

a aussi approuvé par décret la possibilité d'acquérir des titres émis par les organismes de crédit nécessitant un renforcement de leurs fonds propres, mesure qui n'a pas été utilisée. L'État n'a pas eu à intervenir directement pour sauver un établissement bancaire. Toutefois, la hausse des défauts devrait s'amplifier avec la poursuite de la hausse du taux de chômage et la baisse des prix immobiliers, fragilisant les institutions financières et contraignant encore l'accès au crédit des agents non financiers.

Le taux de chômage atteindrait 20,5 % fin 2010, un niveau légèrement supérieur au pic de la mi-1994. Les dernières statistiques disponibles pour janvier et février 2009 indiquent toujours une forte hausse du nombre de demandeurs d'emplois (sept mois consécutifs avec des augmentations de plus de 100 000 chômeurs par mois). Environ 950 000 destructions d'emplois supplémentaires interviendraient d'ici fin 2010, en majorité dans le secteur de la construction mais avec une accélération dans les services. Quelques éléments positifs viendront tout de même soutenir le revenu des ménages, limitant ainsi les défauts de paiement et la contraction des dépenses des ménages. D'abord, la baisse des taux courts devrait peu à peu entraîner une réduction des mensualités payées par les ménages endettés à taux variables au fur et à mesure qu'ils renégocient leurs prêts (tous les ans en moyenne). De plus, le gouvernement a adopté en novembre 2008 une mesure d'aide aux chômeurs endettés pour leur logement : ces derniers pourront geler 50 % du remboursement de leur emprunt immobilier pendant deux ans (dans la limite de 500 euros par mois). Les sommes non remboursées durant ce moratoire seront ajoutées aux mensualités restantes et remboursées dans un délai de dix ans à partir de 2011. Au final, les destructions d'emplois, couplées à un effet richesse négatif, impliqueraient une consommation privée en recul en 2009, comme en 2010. Notre prévision est fondée sur une remontée du taux d'épargne à 15,3 % en 2010, compatible avec une baisse de la richesse financière brute de 15 % par rapport au pic de fin 2007 (soit une perte de 40 points de RDB) et une baisse de 10 % de la richesse immobilière (soit 90 points de RDB). Une chute plus forte du prix des actifs se traduirait donc par un recul plus prononcé encore de la consommation privée.

Du fait du marasme dans l'immobilier, le taux d'investissement en logement repasserait sous le niveau de 1995, annulant en quatre ans la hausse graduelle intervenue entre 1995 et 2006. Les mesures de relance des travaux publics par les municipalités décidées en novembre 2008 entraîneront une distribution d'environ 0,7 point de PIB au secteur du bâtiment à l'horizon de la prévision. Malgré cela, l'investissement en construction reculerait en 2009 et 2010 (-9,3 % et -3,4 % respectivement).

Du côté productif, les statistiques ne sont guère mieux orientées : la production industrielle s'est effondrée en janvier 2009 (-20 % sur un an). Les entreprises qui avaient diminué leurs stocks au quatrième trimestre 2008 (contribution au PIB de -0,5 point) poursuivraient ce mouvement face aux incertitudes de demande. Il n'y a donc pas de soutien à attendre de l'investissement productif. Enfin, le commerce mondial resterait peu dynamique. Contrairement à ce qui avait été observé après la récession de 1993, l'Espagne ne pourrait pas compter sur une relance *via* les exportations, le ralentissement conjoncturel étant généralisé. La contribution du commerce extérieur serait malgré tout positive, en lien avec une demande intérieure plus faible que celle de ses partenaires et donc une croissance des importations moindre que celle des exportations.

Au final, en 2010, la croissance du PIB espagnol serait inférieure à celle de la zone euro pour la première fois depuis 1993 (respectivement -0,7 % et -0,3 %). Le secteur immobilier plomberait de façon durable l'économie, et les finances publiques qui se sont fortement dégradées après plusieurs années d'excédent ne pourront plus soutenir la croissance comme en 2008 et 2009. Le déficit a en effet atteint 3,8 % du PIB en 2008 et il pourrait être de 7,9 % en 2009 et de 8,6 % en 2010. En revanche, le secteur privé se désendetterait et le déficit courant se réduirait (passant de 9,6 % du PIB en 2008 à 6,4 % en 2010).

## Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2008				2009				2010				2007	2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	0,4	0,1	-0,3	-1,0	-1,2	-0,9	-0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	3,7	1,2	-3,0	-0,7
PIB par tête													2,1	-0,6	-4,2	-1,9
Consommation des ménages	0,1	0,0	-0,9	-1,4	-0,8	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	0,2	0,2	3,5	0,1	-2,8	-0,2
Consommation publique	0,7	2,1	2,2	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	4,9	5,3	4,8	3,6
FBCF totale <sup>1</sup> <i>dont</i>	-0,1	-2,1	-2,2	-5,2	-3,7	-3,1	-2,0	-1,3	-1,1	-0,9	-0,7	-0,7	5,3	-3,0	-12,3	-5,0
Productive	0,3	-1,6	-0,9	-6,5	-5,5	-4,5	-3,0	-2,0	-1,5	-1,2	-0,7	-0,7	7,1	-1,0	-15,6	-6,9
Construction totale	-0,4	-2,7	-3,4	-4,0	-2,0	-1,8	-1,2	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	3,8	-4,8	-9,3	-3,4
<i>dont</i> : logement	-1,9	-6,4	-7,3	-5,7	-5,0	-5,0	-4,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	3,8	-10,9	-19,5	-12,4
Exportations de biens et services	0,2	1,7	0,6	-10,1	-1,7	-0,5	-0,4	0,3	0,3	0,5	0,7	0,7	4,9	0,7	-9,2	1,1
Importations de biens et services	-0,5	0,1	-1,1	-11,9	-2,5	-1,0	-0,7	0,0	0,0	0,5	0,7	0,7	6,2	-2,5	-12,9	0,3
Variations de stocks, en points de PIB	1,3	1,2	1,0	0,5	0,2	0,0	-0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	1,3	1,0	0,0	-0,4
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	0,2	-0,3	-0,8	-2,1	-1,3	-0,9	-0,5	-0,2	-0,1	0,0	0,1	0,2	4,6	0,2	-4,2	-0,6
Variations de stocks	0,0	-0,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	-1,0	-0,3
Commerce extérieur	0,3	0,5	0,6	1,6	0,4	0,2	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-1,0	1,2	2,3	0,2
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	4,5	4,7	5,0	2,5	0,7	0,5	0,3	1,6	2,4	1,8	1,7	1,7	2,8	4,1	0,8	1,9
Taux de chômage, au sens du BIT	9,4	10,4	11,8	13,7	15,9	17,1	18,0	18,7	19,2	19,7	20,2	20,5	8,3	11,3	17,4	19,9
Solde courant, en points de PIB													-10,1	-9,6	-6,7	-6,4
Solde public, en points de PIB													2,2	-3,8	-7,9	-8,6
Impulsion budgétaire <sup>3</sup>													0,2	1,2	0,8	-0,2
PIB zone euro	0,7	-0,2	-0,2	-1,5	-1,3	-0,7	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,2	2,7	0,7	-3,3	-0,3

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 dégraderont le solde public respectivement de 1 point de PIB et de 0,3 point.

Sources : INE, prévision OFCE avril 2009.