

## Espagne : ralentissement retardé

La croissance espagnole est restée élevée au premier semestre 2006, avec une progression du PIB de 3,7 % en glissement sur un an. L'écart de croissance avec la zone euro s'est cependant réduit, du fait de la reprise observée dans cette dernière depuis le début de l'année 2006 (avec une croissance du PIB de 2,6 % en glissement annuel au deuxième trimestre 2006). Cette relative « convergence » des croissances espagnole et de la zone euro devrait s'accroître à l'horizon de notre prévision. En effet, le resserrement de la politique monétaire commencerait à affecter l'activité espagnole, après plusieurs années de croissance essentiellement basée sur une intense stimulation monétaire et un endettement massif des agents privés. En termes réels, les conditions monétaires resteraient cependant assez accommodantes pour que la dynamique interne ne se brise pas, en particulier l'investissement résidentiel et la consommation privée. De ce fait, la croissance ralentirait mais serait juste inférieure au potentiel. Elle atteindrait 2,7 % en 2007, après 3,6 % en 2006 (contre respectivement 2,2 % et 2,5 % dans la zone euro). La correction des déséquilibres tant intérieurs (tensions inflationnistes, endettement des ménages élevé, prix immobiliers surévalués) qu'extérieurs (déficit courant élevé) serait donc différée.

### Un début d'année 2006 euphorique

Le ralentissement de l'économie qui semblait se dessiner début 2006 ne s'est finalement pas produit, et la croissance a même accéléré au deuxième trimestre. De ce fait, l'acquis de croissance pour 2006 s'élève à 3 % et le PIB progresserait de 3,6 % sur l'année. Plusieurs éléments expliquent cette meilleure performance. D'abord, la demande adressée a été plus forte que prévu, en particulier en provenance des autres pays de la zone euro. Ensuite, les ménages ont continué de s'endetter pour consommer et investir, la remontée des taux d'intérêt réels ayant été limitée du fait de l'accélération de l'inflation.

La demande adressée a progressé rapidement (2,4 % en moyenne sur chacun des deux premiers trimestres de 2006, après 1,7 % au second semestre 2005). De plus, les exportateurs espagnols ont contracté leurs marges à l'exportation : alors que les prix de production augmentaient de 2,8 % sur le premier semestre 2006, les prix à l'exportation en euros reculaient de 0,3 %. Cette stratégie est bien ancrée chez les entreprises espagnoles depuis 2002 et leur a permis de limiter leurs pertes de parts de marché malgré une inflation élevée et l'appréciation de l'euro. Au final, les exportations ont été très dynamiques sur le semestre (4,4 %, après 2,8 % au semestre précédent) et, malgré des recettes touristiques en berne, le commerce extérieur n'a pas pesé sur la croissance.

La consommation des ménages a aussi été particulièrement soutenue (+ 2,2 % par rapport au semestre précédent). En effet, la masse salariale a été dynamique (+ 3,3 % en termes nominaux sur le semestre, + 1,8 % en termes réels), tout comme le crédit à la consommation (13 % de croissance de l'encours au premier trimestre 2006). Non seulement les créations d'emplois ont été fortes (215 000 durant le premier semestre en équivalent temps plein), mais les salariés ont vu leur salaire réel augmenter pour la première fois depuis 2004. Depuis plusieurs années, les salaires effectifs ont en effet eu tendance à croître

moins vite que les salaires négociés (c'est-à-dire incluant les clauses d'indexation) et les salariés ont perdu quasi continûment du pouvoir d'achat au niveau individuel, dans un environnement très inflationniste, où les entreprises ont plus que répercuté les augmentations de salaires sur les prix de production pour accroître leurs marges. Le taux de marge des entreprises des branches principalement marchandes a ainsi atteint fin 2005 son plus haut niveau depuis 1995 (début de la disponibilité de la série en base 2000), la main-d'œuvre abondante — du fait de l'immigration et de la hausse du taux d'activité des femmes — ayant réduit les pressions salariales qui auraient pu naître de la forte réduction du taux de chômage.

La croissance de l'investissement résidentiel a été très dynamique au premier semestre 2006. Le taux d'investissement logement a atteint 7,6 %, soit trois points de plus que le creux de 1995 et s'établit à l'un des plus hauts niveaux en Europe. La hausse des taux hypothécaires de 1 point (ces derniers étant passés de 3,3 % en octobre 2005 à 4,3 % en juillet 2006) n'a pas freiné le recours au crédit pour le logement. Il est vrai que le resserrement monétaire a été atténué par le regain d'inflation. Les taux d'intérêt hypothécaires n'ont que peu augmenté en termes réels et s'élevaient à 0,1 % seulement au deuxième trimestre 2006. La baisse du chômage et la croissance élevée du revenu nominal ont aussi soutenu l'endettement des ménages. La croissance de l'encours de dette hypothécaire n'a ainsi cessé d'accélérer, pour atteindre 27 % en glissement sur un an au premier trimestre 2006. Si l'activité dans ce secteur reste soutenue, quelques signes d'assagissement sont cependant visibles du côté des prix immobiliers, puisque leur taux de croissance continue de décélérer (11 % au deuxième trimestre 2006 après un pic à 18 % début 2004).

En revanche, après une croissance vigoureuse en 2005, l'évolution de l'investissement productif s'est révélée en deçà des attentes au premier semestre 2006, d'autant que la croissance de la consommation et des exportations aurait pu justifier une accélération de l'investissement des entreprises. De ce fait, le taux d'investissement productif s'est tassé, alors qu'il s'était fortement redressé depuis la mi-2004.

## Un resserrement monétaire en partie efficace

En lien avec le resserrement de la politique monétaire et le ralentissement de l'économie mondiale, l'économie espagnole croîtrait moins vite en 2007 qu'en 2006. La poursuite de la remontée des taux directeurs par la Banque centrale européenne (BCE), conjuguée au ralentissement de l'inflation, affecterait la demande de nouveaux crédits et pèserait sur les charges financières des agents, entraînant un ralentissement de la croissance de la consommation et de l'investissement. Il serait cependant limité par la mise en place de baisses d'impôt en 2007 qui viendraient soutenir le revenu des agents privés. Ainsi, grâce à l'excédent budgétaire qu'elle connaît depuis 2005, l'Espagne compenserait en partie le resserrement de la politique monétaire en menant une politique budgétaire expansionniste, contrairement à la plupart de ses partenaires européens.

Après des rythmes trimestriels de l'ordre de 1,1 % entre 2004 et 2006 en moyenne, la croissance de la consommation privée ne serait plus que de 0,7 % par trimestre en 2007, performance au demeurant tout à fait correcte au regard de celles des principaux pays de la zone euro. Le ralentissement de l'inflation, en lien avec le reflux du prix du pétrole, et la baisse de l'impôt sur le revenu

## ■ Sabine Le Bayon

ne compenseraient pas l'effet sur l'évolution du revenu des ménages de moindres créations d'emplois, en particulier dans le bâtiment. De plus, après trois années de nette baisse, le taux d'épargne se stabiliserait autour de 10 %, les ménages devenant plus sensibles aux variations de taux d'intérêt, étant donné le niveau atteint par leur endettement (120 % de leur revenu en 2005) et la part très élevée d'endettement à taux variable.

Quant à l'investissement logement, il resterait dynamique à court terme, 330 000 permis de construire ayant été accordés entre janvier et mai 2006, soit 11 % de plus que sur la même période de l'année passée. La demande de logements resterait élevée, les facteurs à l'origine de son dynamisme n'étant pas amenés à disparaître brusquement mais à se tasser progressivement (immigration, décohabitation, fortes créations d'emplois...). Cependant, cette demande qui était solvable — la hausse considérable des prix immobiliers ayant été en partie compensée par la baisse des taux et l'allongement de la durée de crédit — pâtirait de la politique menée par la BCE. Malgré une concurrence acharnée, les établissements bancaires ont relevé dans la première moitié de l'année 2006 leurs taux hypothécaires dans le sillage des taux directeurs européens, et ce mouvement se poursuivrait dans les prochains mois. La demande de crédits immobiliers s'infléchirait alors peu à peu, et avec elle la demande de logements puis l'activité dans ce secteur, même si la persistance d'un environnement monétaire accommodant écarte a priori un ajustement brutal sur ce marché.

L'investissement productif se tasserait aussi en 2007, mais croîtrait plus vite que l'investissement en bâtiment. Les derniers indicateurs laissent entrevoir une fin d'année 2006 bien orientée : l'indice de confiance des industriels est en retrait en juillet et en août 2006, mais il reste supérieur à sa moyenne de long terme, tout comme le taux d'utilisation des capacités de production dans l'industrie. Quant à l'indice de production industrielle, l'accélération de sa croissance depuis la fin 2005 ne s'est pas démentie jusqu'en juillet 2006 (dernier point connu), en particulier concernant les biens d'équipement et les biens de consommation durable. La croissance de l'investissement productif serait toutefois bridée par de moindres débouchés : au ralentissement de la consommation des ménages s'ajouterait celui de la demande adressée, qui croîtrait à des rythmes de 1,4 % par trimestre en 2007. Dans ce contexte, le resserrement monétaire ne jouerait qu'un rôle limité dans l'infléchissement de l'investissement productif, d'autant plus que les entreprises bénéficieraient de la réforme de l'impôt sur les sociétés (baisse sur cinq ans du taux général de 35 à 30 % et du taux concernant les PME de 30 à 25 %, compensée en partie par une suppression progressive de différents crédits d'impôt).

Les tensions inflationnistes devraient persister à l'horizon de la prévision. L'inflation ralentirait avec la stabilisation du prix du pétrole, mais elle serait nettement supérieure à 2 % (2,8 % fin 2007, contre 4 % au deuxième trimestre 2006). Sur les marchés extérieurs, les entreprises espagnoles continueraient d'adopter un comportement prudent sur leurs prix à l'exportation, d'autant plus que la baisse de l'impôt sur les sociétés leur procure des marges de manœuvre. Mais cette stratégie ne suffirait pas à empêcher la poursuite des pertes de parts de marché. Par ailleurs, la croissance des importations resterait soutenue, la nette hausse des prix de production, relativement aux prix des importations, favorisant les achats à l'étranger. En 2007, le commerce extérieur continuerait donc de peser nettement sur la croissance.

Espagne: résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2005				2006				2007				2004				2005				2006				2007							
	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	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9	1,0	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	3,2	3,5	3,6	2,7	3,2	3,5	3,6	2,7	3,2	3,5	3,6	2,7
Consommation des ménages	0,8	0,6	1,2	0,7	1,6	0,6	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	4,3	4,2	4,0	3,1	4,3	4,2	4,0	3,1	4,3	4,2	4,0	3,1
Consommation publique	0,2	1,1	1,9	1,6	-0,3	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	6,3	4,8	3,9	4,9	6,3	4,8	3,9	4,9	6,3	4,8	3,9	4,9
FBCF totale <sup>1</sup>	1,7	1,6	1,1	2,1	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	1,2	1,1	1,0	0,9	1,2	1,1	1,0	0,9	5,0	7,0	6,1	4,9	5,0	7,0	6,1	4,9	5,0	7,0	6,1	4,9
Dont																																
Productive	1,8	0,9	3,1	1,8	0,9	0,7	1,4	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	4,5	8,2	5,8	5,1	4,5	8,2	5,8	5,1	4,5	8,2	5,8	5,1
Bâtiment	1,6	2,1	-0,6	2,3	1,7	2,0	1,5	1,5	1,2	1,0	0,8	0,6	1,2	1,0	0,8	0,6	1,2	1,0	0,8	0,6	5,4	6,0	6,5	4,8	5,4	6,0	6,5	4,8	5,4	6,0	6,5	4,8
Exportations de biens et services	-1,1	2,6	2,1	-1,2	5,7	-1,3	1,1	1,0	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	1,5	6,4	3,0	4,2	1,5	6,4	3,0	4,2	1,5	6,4	3,0
Importations de biens et services	-1,2	3,3	3,4	0,9	4,2	-0,8	1,9	1,9	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	9,6	6,9	8,5	6,3	9,6	6,9	8,5	6,3	9,6	6,9	8,5	6,3
Variations de stocks, en points de PIB	0,6	0,8	0,9	1,2	0,7	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	0,6	0,8	0,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8
Contributions																																
Demande intérieure hors stocks	1,0	1,0	1,4	1,3	1,3	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	5,0	5,3	4,9	4,2	5,0	5,3	4,9	4,2	5,0	5,3	4,9	4,2
Variations de stocks	-0,2	0,2	0,1	0,3	-0,4	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	0,3	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0
Commerce extérieur	0,1	-0,4	-0,7	-0,7	0,1	-0,1	-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	-2,0	-2,1	-1,3	-1,5	-2,0	-2,1	-1,3	-1,5	-2,0	-2,1	-1,3	-1,5
Prix à la consommation (IPCH) <sup>2</sup>	3,3	3,2	3,5	3,5	4,1	4,0	3,6	3,4	3,2	2,9	2,8	2,8	3,2	2,9	2,8	2,8	3,2	2,9	2,8	2,8	3,1	3,4	3,8	2,9	3,1	3,4	3,8	2,9	3,1	3,4	3,8	2,9
Taux de chômage, au sens du BIT	9,9	9,4	8,9	8,6	8,8	8,2	8,1	8,0	8,0	7,9	7,8	7,8	8,0	7,9	7,8	7,8	8,0	7,9	7,8	7,8	11,0	9,2	8,3	7,9	11,0	9,2	8,3	7,9	11,0	9,2	8,3	7,9
Solde courant, en points de PIB																																
Solde public, en points de PIB <sup>3</sup>																																
Impulsion budgétaire																																
PIB zone euro	0,4	0,4	0,6	0,4	0,7	0,9	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	1,7	1,5	2,5	2,2	1,7	1,5	2,5	2,2	1,7	1,5	2,5	2,2

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. L'amélioration en 2005 tient principalement à la non reconduction de mesures exceptionnelles qui ont pesé sur le déficit en 2004 à hauteur de 0,7 point de PIB.

Sources: INE, prévision OFCE octobre 2006.