

Espagne : la récession est dans les tuyaux *

Après plus d'une décennie de croissance élevée, le PIB espagnol a ralenti en 2008 et devrait quasiment stagner en 2009 (respectivement 1,3 % et 0,1 % de croissance prévue). Le ralentissement qui touche actuellement l'ensemble des pays européens serait plus profond en Espagne du fait de la fin d'un cycle immobilier exceptionnel, tant au regard des autres pays que des précédents cycles espagnols. L'ajustement en cours dans ce secteur depuis plusieurs trimestres se poursuivrait, tout comme les destructions d'emplois, entraînant une contraction de la consommation des ménages et de l'investissement productif, malgré le soutien de la politique budgétaire. Face à une demande intérieure défaillante, la contribution du commerce extérieur au PIB serait positive en 2008 et en 2009 pour la première fois depuis dix ans.

Premier semestre 2008 : la fin d'un cycle exceptionnel

Alors que la croissance espagnole était restée exceptionnelle en 2007 (3,7 %), elle a nettement ralenti au premier semestre 2008 (0,3 % au premier trimestre, puis 0,1 % au deuxième trimestre). La consommation des ménages s'est révélée atone, dans un contexte de destructions d'emplois dans le secteur de la construction et d'accélération de l'inflation. D'après les données de l'enquête de population active, entre le pic du troisième trimestre 2007 et le deuxième trimestre 2008, 85 000 destructions nettes d'emplois ont été observées. La population active étant restée dynamique, la remontée du taux de chômage depuis un an a été spectaculaire : il est passé de 8 % à 10,4 %. Avec la hausse des cours du pétrole et des matières premières alimentaires, l'inflation a largement accéléré, passant de 2,3 % en juillet 2007 à 5,3 % un an plus tard. L'écart s'est donc de nouveau creusé avec la zone euro, avec un différentiel d'inflation de 1,3 point en juillet 2008 (contre 0,5 point en juillet 2007), car l'indice des prix alimentaires et celui de l'énergie ont un poids plus important en Espagne dans l'indice total. Les ménages ont aussi vu leurs charges d'intérêt augmenter d'environ 3 points de revenu depuis 2005 et le service de la dette atteignait près de 18 % de leur revenu début 2008 selon la Banque d'Espagne. Leur capacité d'endettement devient de plus en plus limitée, leur endettement dépassant désormais 130 % de leur revenu.

L'investissement productif a été décevant, en ligne avec une faible demande intérieure : il a crû de 0,4 % au premier trimestre et s'est contracté au deuxième trimestre (- 1,2 %). D'après l'enquête sur les prêts bancaires d'avril 2008, tant l'offre que la demande de crédits sont moins dynamiques du fait de perspectives économiques dégradées. Ceci s'est traduit par un net ralentissement de l'endettement : l'encours de crédits aux entreprises a progressé d'un peu moins de 15 % au deuxième trimestre 2008, contre 30 % fin 2006.

Immobilier : une correction de grande ampleur

Au premier semestre 2008, l'investissement en logement a reculé de 7 %. La contraction de l'emploi dans la construction a débuté dès la fin 2007, avec

*** Cette fiche pays a été établie sous l'hypothèse d'un retour des marchés financiers aux conditions d'avant le 16 septembre 2008. Dans le cas d'un dérèglement persistant et massif des marchés financiers, scénario développé en détail dans la partie « Perspectives 2008-2009 pour l'économie mondiale », la croissance pour l'Espagne serait de - 0,8 % en 2009.**

200 000 emplois détruits depuis le pic du troisième trimestre 2007, soit une baisse de 8 %. La baisse des permis de construire accordés et des logements mis en chantier depuis la mi-2007 s'est accentuée, avec un recul de 50 % des permis au premier trimestre 2008 sur un an (après correction des effets des nouvelles normes de construction en 2007) et de 36 % des logements commencés, laissant présager un net recul de l'investissement en logement pendant les prochains mois. Au final, au premier trimestre 2008, 430 000 constructions ont été initiées en rythme annualisé, contre 760 000 en 2006, soit un niveau juste supérieur à celui de 1998 (peu après le creux du précédent cycle). Cet ajustement de l'offre permettra-t-il d'éviter une chute des prix immobiliers ? Pour l'instant, le ralentissement de ces derniers s'est produit de façon mesurée et continue depuis le pic du taux de croissance de 2004. Au deuxième trimestre 2008, les prix du logement augmentaient encore de 2 % en glissement annuel (soit une baisse en termes réels d'environ 3 %), reculant de 0,3 % par rapport au trimestre précédent. L'évolution des prix dépendra de la résistance de la demande. Au premier semestre 2008, les ventes de logements ont reculé de 27 %, et l'encours de crédit aux ménages pour l'habitat était en nette décélération, avec une hausse de 8 % en juin 2008 (contre 24 % fin 2005).

Si la situation des ménages n'est pas exempte de risques (du fait de l'impact de la hausse passée des taux courts sur les charges financières des ménages et des destructions d'emplois), celle des promoteurs est plus préoccupante. Leur endettement a grimpé en flèche (28 % du PIB au deuxième trimestre 2008, contre 3 % au début de 1995) ; la part des créances douteuses dans le total de leur dette est passée de 0,5 % fin 2006 à 2 % au deuxième trimestre 2008 ; la baisse des ventes a gonflé leurs stocks de logements ; le risque d'une chute des prix qui plomberait leur bilan devient plus prononcé. Le gouvernement a annoncé début septembre la mise en place de lignes de crédits de 0,3 point de PIB pour aider les promoteurs en difficulté à refinancer leur dette s'ils s'engagent à louer les logements, initialement prévus à la vente, qu'ils ont en stock. Mais ce soutien est de faible ampleur au regard du montant de créances douteuses du secteur des services immobiliers dans son ensemble (0,6 point de PIB au deuxième trimestre 2008), montant qui pourrait rapidement s'alourdir. Les banques espagnoles qui paraissent pour le moment relativement bien armées pour faire face au ralentissement (provisions élevées face aux impayés notamment) pourraient toutefois voir leur situation se dégrader si les prix immobiliers chutaient et si des faillites en cascade de promoteurs se produisaient, avec pour conséquence une restriction plus forte de la distribution de crédits.

Au final, l'ajustement de l'immobilier se poursuivrait, avec un recul de 10 % en moyenne en 2008 et de 15 % en 2009. Le taux d'investissement en logement perdrait deux points entre le pic du premier trimestre 2007 (à 7,6 %) et la fin 2009 et retrouverait son niveau de la mi-1998.

2009 : une croissance quasi-nulle

Dans le sillage de l'ajustement de l'investissement en logement, des destructions d'emplois et d'une moindre distribution du crédit, la consommation privée se contracterait, tout comme l'investissement productif. Même si le plan de relance du gouvernement limitait l'impact du choc immobilier et financier sur la croissance, il ne pourrait empêcher l'économie espagnole d'entrer en récession au second semestre 2008. On observerait ensuite une reprise en douceur à

partir du deuxième trimestre 2009. Pour autant, la croissance du PIB en 2009 serait quasiment nulle en moyenne annuelle. Le taux de chômage remonterait fortement : de 11 % en juillet 2008 d'après Eurostat, il passerait à 14,1 % à la fin de 2009, retrouvant le niveau de la mi-1998. Sa hausse atteindrait alors 6 points en deux ans et demi. Cette remontée très rapide tient à plusieurs facteurs : d'abord la part élevée des contrats temporaires (33 % de l'emploi salarié en moyenne en 2005-2006), ce ratio atteignant même 56 % dans le secteur de la construction ; ensuite, la part plus forte de l'emploi dans la construction dans l'emploi total (12 % en Espagne, contre 7 % en France par exemple) ; enfin, le rythme toujours élevé de croissance de la population active (2,8 % en moyenne en 2008-2009).

Le revenu des ménages pâtirait de l'inflation élevée, des destructions d'emplois et de la poursuite de la hausse des charges d'intérêt. La baisse d'impôts de 400 euros qui s'étalera de juin 2008 à fin 2008 (évaluée à 0,6 point de PIB par le gouvernement) devrait donc en partie alimenter une hausse du taux d'épargne des ménages, tout comme la suppression de l'impôt sur le patrimoine en 2009. Peu à peu à partir du quatrième trimestre 2008 et surtout du deuxième trimestre 2009, la désinflation soutiendrait le pouvoir d'achat des ménages. Nous faisons l'hypothèse que l'évolution favorable du prix du pétrole et des prix alimentaires depuis quelques mois se poursuivra. De plus, le ralentissement de l'économie espagnole, conjugué à la hausse du taux de chômage, entraînerait un léger ralentissement de l'inflation sous-jacente. L'inflation refluerait à 2,4 % en moyenne en 2009. Il n'y aurait en revanche pas de soutien à attendre du côté de l'emploi. Au final, la consommation privée se contracterait au second semestre 2008 et en début d'année 2009, avant de croître à nouveau à un rythme atone.

Les entreprises devraient bénéficier, après la baisse de l'impôt sur les sociétés en 2008 (0,3 point de PIB), de liquidités supplémentaires aussi en 2009, du fait de l'avance du remboursement de la TVA par l'État qui sera désormais remboursée l'année en cours et non plus l'année suivante. Cette mesure injecterait de façon temporaire 0,6 point de PIB dans les comptes des entreprises en 2009. Malgré cela, l'investissement productif se contracterait, reculant de 3,3 % en 2009, du fait d'un moindre effet d'accélérateur de demande et d'un moindre accès au crédit, leur situation financière s'avérant moins bonne que celle de leurs partenaires européens. Leurs charges d'intérêt ont fortement augmenté depuis 2005, leur taux d'autofinancement est à un plus bas niveau depuis le début des années 1990 (à 34 % en 2007). La contribution du commerce extérieur serait positive en 2008 et en 2009 (respectivement 0,3 et 0,5 point) en raison de la faiblesse de la demande intérieure. Les exportations seraient un peu plus dynamiques que les importations, mais les entreprises espagnoles continueraient de perdre des parts de marché à l'exportation.

La dégradation de la conjoncture et la forte impulsion budgétaire de 2008 (1,1 point) entraîneraient un retour au déficit public, après trois années d'excédent. En 2009, en raison d'une croissance plus faible encore, le déficit pourrait atteindre 2,5 % du PIB selon nos estimations (avec une impulsion légèrement positive). La loi de stabilité budgétaire amendée en 2007 ne permet pas en théorie un déficit public supérieur à 1,5 % du PIB, même en cas de faible croissance. Nous avons fait l'hypothèse que le gouvernement passerait outre cette règle, mais s'il décidait de mener une politique restrictive, la croissance pourrait être largement revue à la baisse en 2009.

Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2007				2008				2009				2006	2007	2008	2009
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
PIB	1,0	1,0	0,6	0,6	0,3	0,1	-0,3	-0,2	0,0	0,2	0,3	0,3	3,9	3,7	1,3	0,1
Consommation des ménages	1,0	1,1	0,0	0,7	0,3	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,2	0,2	3,9	3,5	1,2	0,2
Consommation publique	1,4	0,8	1,1	1,0	0,7	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	4,6	4,9	3,9	4,8
FBCF totale ¹	1,9	1,0	1,2	0,3	0,0	-1,7	-2,4	-1,8	-0,9	-0,9	-0,5	-0,5	7,1	5,3	-1,8	-4,9
Dont																
Productive	1,7	1,7	1,7	0,9	0,4	-1,2	-1,2	-1,0	-0,7	-0,7	-0,5	-0,4	8,6	7,1	0,5	-3,3
Construction totale	2,1	0,4	0,7	-0,3	-0,3	-2,1	-3,5	-2,5	-1,2	-1,0	-0,6	-0,6	5,9	3,8	-4,0	-6,4
<i>dont</i> : logement	2,3	-0,4	0,6	0,0	-1,3	-5,6	-7,0	-5,0	-3,0	-3,0	-2,0	-2,0	6,0	3,8	-9,7	-14,8
Exportations de biens et services	-0,5	2,1	3,5	-1,0	-0,3	1,9	0,6	0,7	0,7	1,1	1,3	1,3	6,7	4,9	3,1	3,8
Importations de biens et services	0,7	1,9	2,7	-0,5	-0,1	0,2	-0,1	0,2	0,4	0,6	0,8	0,9	10,3	6,2	1,5	1,6
Variations de stocks, en points de PIB	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3
<i>Contributions</i>																
Demande intérieure hors stocks	1,4	1,1	0,6	0,7	0,3	-0,2	-0,5	-0,3	-0,1	0,1	0,2	0,2	5,2	4,6	1,0	-0,3
Variations de stocks	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,1	0,0	0,0
Commerce extérieur	-0,5	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,5	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	-1,9	-1,0	0,3	0,5
Prix à la consommation (IPCH) ²	2,5	2,4	2,4	4,0	4,5	4,7	4,8	3,5	2,9	2,1	2,2	2,4	3,6	2,8	4,3	2,4
Taux de chômage, au sens du BIT	8,2	8,0	8,3	8,7	9,4	10,4	11,4	12,4	12,9	13,4	13,7	14,1	8,5	8,3	10,9	13,5
Solde courant, en points de PIB													-8,9	-10,1	-10,7	-10,0
Solde public, en points de PIB													1,8	2,2	-0,2	-2,5
Impulsion budgétaire ³													-0,1	0,0	1,1	0,2
PIB zone euro	0,7	0,5	0,6	0,4	0,7	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,4	0,4	0,4	3,0	2,6	1,1	0,8

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, le remboursement de la TVA aux entreprises sera anticipé, ce qui dégradera temporairement le solde de 0,6 point de PIB.

Sources : INE, prévision OFCE octobre 2008.