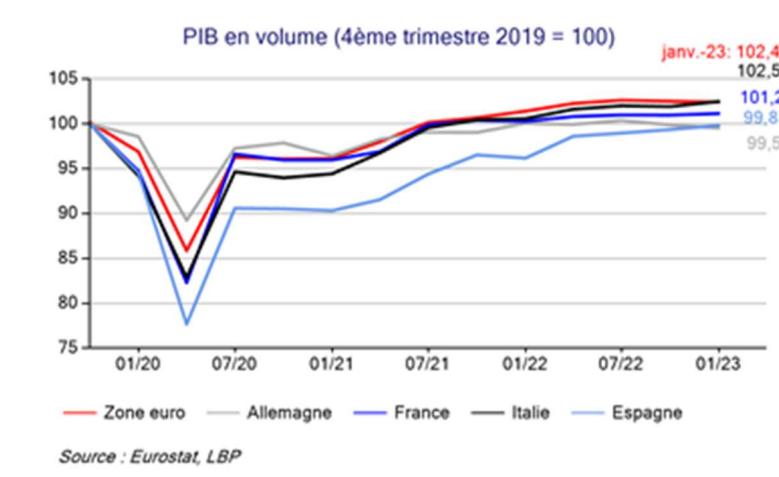


15 juin 2023

## Espagne

### Un rattrapage inégal



- **La reprise économique s'est poursuivie en Espagne en 2022, avec une croissance du PIB de 5,5 %, comparable à celle de 2021 et supérieure à celle observée en moyenne en zone euro (3,5 %).** Toutefois, **contrairement à beaucoup d'autres Etats membres, le PIB espagnol n'avait toujours pas totalement retrouvé début 2023 son niveau de fin 2019.**
- Très affectée par la pandémie et par ses conséquences sur les activités touristiques en 2020, la performance de l'économie espagnole en 2022 s'explique par un rattrapage qui est intervenu après la levée des restrictions sanitaires et des contraintes de déplacement. **Au 1<sup>er</sup> trimestre 2023, les dépenses des touristes internationaux dépassaient de 11,8% le niveau observé durant la même période de 2019 (une évolution qui doit néanmoins être relativisée avec l'inflation).**
- A moyen terme, **plusieurs défis se profilent pour l'Espagne.** Le marché du travail a connu ces dernières années une évolution étonnante avec un net rebond de l'emploi en 2021 et 2022, qui l'a amené à un niveau supérieur à celui observé fin 2019, surtout dans les services. La faiblesse de la **productivité** restera donc un enjeu pour les années à venir, avec un questionnement : le plan de relance européen permettra-t-il de dynamiser ? Par ailleurs, l'Espagne sort de la crise sanitaire avec une **dette publique élevée**, bien que celle-ci ait reculé en 2022 (à 108 % du PIB après 118 % en 2020 et 2021). Il faudra qu'elle conserve la confiance des investisseurs pour éviter un écartement de son spread (qui est passé un peu au-dessus du spread portugais récemment) dans un contexte de réduction des achats de titres de la BCE.

Alain Henriot

## ❖ Un niveau d'activité encore légèrement en retrait par rapport à l'avant crise sanitaire

- **Après une croissance très faible au second semestre 2022 (s'expliquant notamment par un recul de la consommation des ménages), la croissance du PIB a été plus soutenue au 1<sup>er</sup> trimestre 2023 (+0,5 %), tirée essentiellement par les exportations.**
- **Le PIB reste encore légèrement en retrait par rapport au 4<sup>ème</sup> trimestre 2019 (-0,2 %), avant l'entrée dans la crise sanitaire.** La consommation publique excède nettement son niveau d'avant crise (fruit des divers soutiens budgétaires) tout comme les exportations (en partie sous l'effet du ressaut des recettes touristiques). En revanche, l'investissement reste nettement en retrait, à la fois pour les dépenses en équipement et pour la construction. Le plan de relance européen n'a donc pas eu des effets similaires à ceux observés en Italie. En termes sectoriels, l'activité est en retrait par rapport à son niveau d'avant crise dans l'industrie et encore plus dans la construction, secteur fragilisé par l'éclatement de la bulle immobilière au milieu des années 2000 et qui a déjà commencé à pâtir de la remontée des taux d'intérêt (la production du secteur a baissé de 7 % en 2022). En revanche, l'activité a dépassé son niveau d'avant crise dans l'agriculture (peu touchée pendant la crise sanitaire) et le secteur de l'information et des communications. C'est un point positif pour l'Espagne que ce secteur technologique décolle en termes d'activité mais aussi d'emplois.

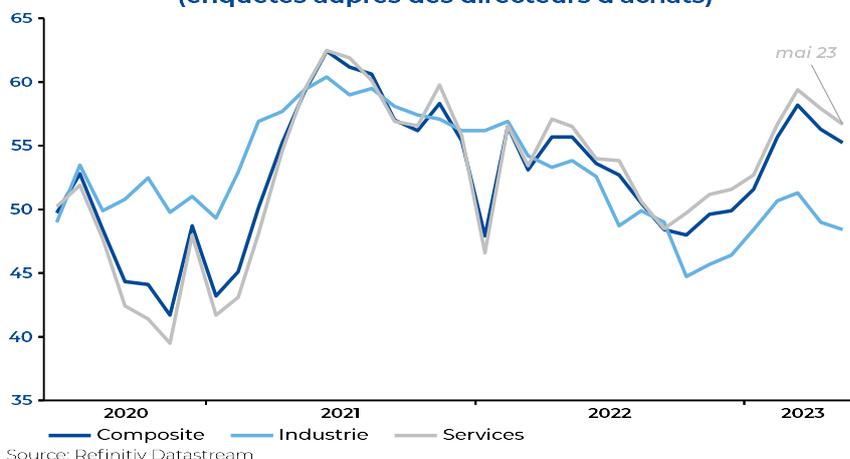
### Niveau des variables et de la valeur ajoutée par secteur

(en volume) au T1 2023 par rapport au T4 2019

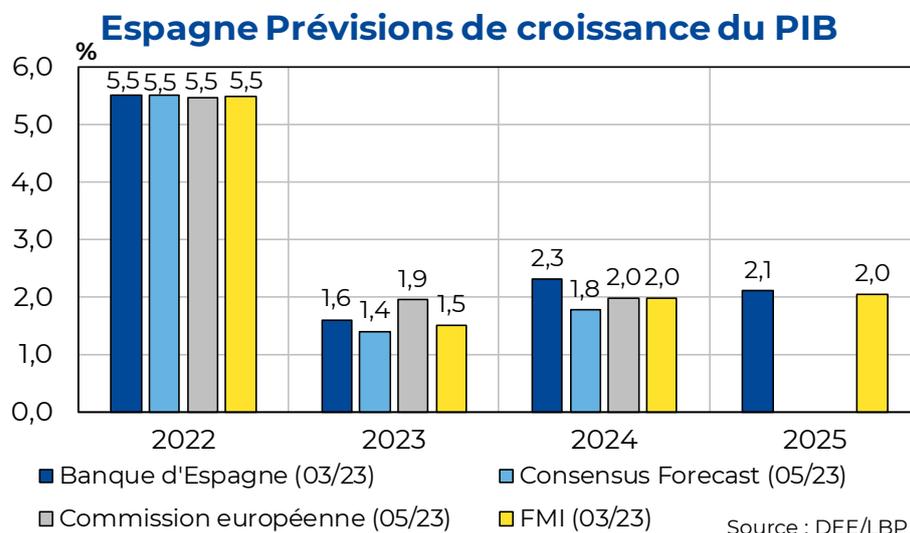
PIB	99,8	Agriculture	113,5
Consommation totale	97,7	Industrie manufacturière	98,2
Consommation publique	105,8	Construction	90,8
Conso. des ménages	95,1	Services	100,6
FBCF	95,0	Commerce, transport et hébergement	103,9
Biens d'équipement	96,0	Information et communication	112,8
Construction	97,3	Loisirs, culture	94,4
Exportations	112,9	Services aux entreprises	101,9
Importations	107,8	Immobilier	98,5

- **Début 2023, les indices de climat des affaires ont montré des signes de rebond**, surtout dans les services, traduisant notamment la détente des prix de l'énergie et donnant un signal de résilience de l'économie. Mais **un tassement est intervenu en avril et en mai. Cela signale -t-il (déjà) la fin du rattrapage ?**

### Espagne : indices de climat des affaires (enquêtes auprès des directeurs d'achats)



- **En 2023, la croissance espagnole avoisinerait 1,5 % selon les projections des principaux organismes de prévision économique, puis s'élèverait à 2 % en 2024. Si ces projections se réalisaient, le niveau du PIB espagnol serait inférieur en 2024 en moyenne annuelle de l'ordre de 6,5 % à ce qui était attendu par le FMI à l'automne 2019.** Cela pourrait laisser penser qu'un potentiel de rattrapage existe mais les chocs pourraient aussi avoir conduit à une perte permanente de PIB (notamment toute l'activité touristique et de services qui a été perdue avec la crise sanitaire).

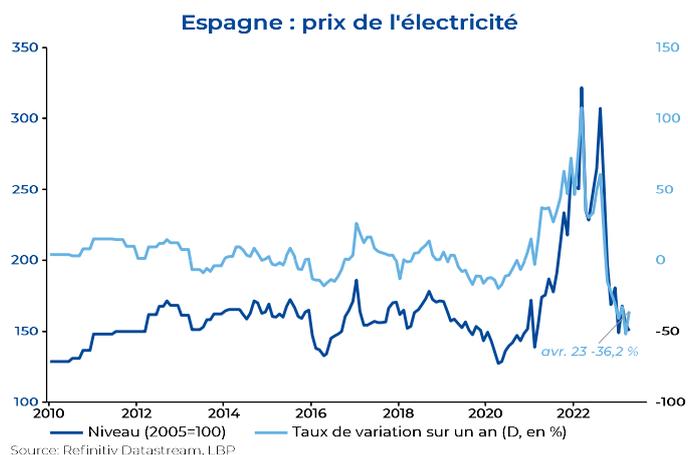


- **Il faut aussi conserver en tête que le PIB espagnol par tête demeure inférieur de 17 % au PIB par tête français (estimation 2022, à parité de pouvoir d'achat),** ce qui explique que, sous l'hypothèse d'un processus de convergence, l'évolution tendancielle à long terme pourrait être plus élevée qu'en France ou en Allemagne.
- Dans le cadre de la **Facilité pour la Reprise et la Résilience (FRR), l'Espagne a déjà reçu trois versements de fonds européens** : 6 Md€ le 31/3/23, 12 Md€ le 29/7/22, 27 Md€ le 27/12/21 et un pré-financement de 9 Md€ le 17/8/21, soit au total **54 Md€ sur un montant global de subventions prévues de 69,5 Md€ (5,6 % du PIB de 2019)**. L'impact des versements à venir sur la croissance sera donc modeste, l'essentiel des versements ayant déjà eu lieu.

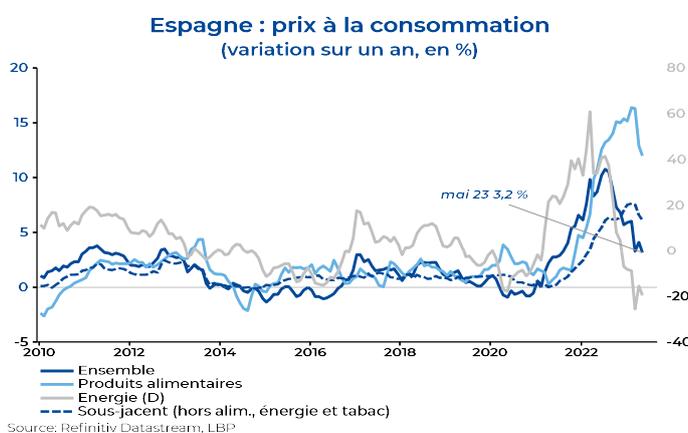
#### ❖ **Un choc inflationniste violent en 2022 contré par des mesures spécifiques**

- **L'inflation a très fortement augmenté sur la première moitié de 2022, pour culminer à 10,8 % sur un an en juillet.** Cela a tenu à un **emballement des prix de l'énergie** (pic à 41,4 % sur un an en juillet 2022).
- L'Espagne importait peu de gaz russe. Son approvisionnement provenait surtout d'Algérie et du Maroc. Mais les prix de l'électricité ont connu une hausse spectaculaire avec les tensions sur le marché de gros européen. L'Espagne se caractérisant par une faible interconnexion avec les autres pays européens (comme le Portugal), **elle a obtenu un régime dérogatoire qui a permis de plafonner à 40 euros par mégawattheure le prix du gaz utilisé dans la production d'électricité (contre un pic à plus de 300 €/MWh fin août 2022 sur le marché de gros européen)**. Il en est résulté une baisse spectaculaire du prix de l'électricité après sa mise en œuvre au 15 juin 2022. Ce mécanisme, qui devait prendre fin en mai 2023, a été prolongé jusqu'à la fin de cette année mais avec un prix plafond progressivement plus élevé (de 55 €/MWh actuellement à 65 €/MWh fin 2023<sup>1</sup>).

<sup>1</sup> A la date d'aujourd'hui ces prix plafonds sont sensiblement au-dessus du prix du gaz sur le marché de gros (environ 30 €/MWh début juin).



- **L'inflation totale a nettement reflué depuis l'été dernier (à 3,2 % sur un an en mai) sous l'effet du tassement des prix de l'énergie (ils affichaient même un recul sur un an en mars, par effet de base).**



#### ❖ **Marché du travail : l'énigme de la productivité**

- **L'Espagne pâtit depuis de nombreuses années d'un taux de chômage élevé.** Il s'était envolé à **plus de 25 % lors de la crise de la dette** au début des années 2010.
- Grâce à différentes mesures prises par le gouvernement espagnol lors de la crise sanitaire (avec le soutien financier du système européen SURE, qui visait à encourager le chômage partiel), **la hausse du taux de chômage est restée très limitée en 2020** malgré la contraction exceptionnelle du PIB.

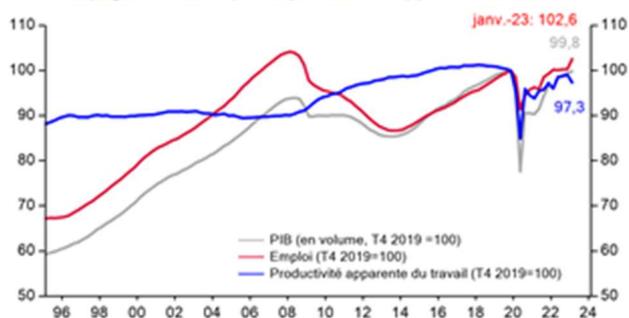
### Zone euro : taux de chômage (en % de la population active)

NB : taux de chômage harmonisé par Eurostat



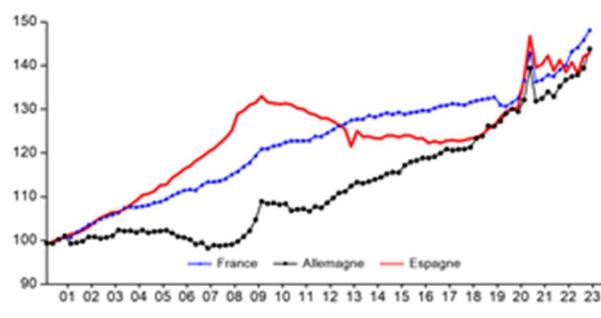
- Depuis le printemps 2022, le taux de chômage est à peu près stabilisé. Il ne baisse plus mais il n'augmente pas vraiment non plus.** Le niveau de l'emploi se situe au-dessus de son niveau d'avant la crise sanitaire (surtout dans les services), ce qui contraste avec ce qui est observé pour le PIB. Dit autrement, la productivité apparente du travail est en recul par rapport à son niveau de 2019. Cette dernière était à peu près stable avant la crise financière de 2008 mais la progression des salaires dans un contexte de convergence économique et d'inflation élevée avait conduit à une forte détérioration de la compétitivité-prix de l'Espagne. La volonté de redresser cette compétitivité au début des années 2010 s'est traduite par une augmentation de la productivité qui a permis de restaurer la position concurrentielle, notamment vis-à-vis de l'Allemagne, grâce à une baisse des coûts salariaux unitaires pendant environ 10 ans.

### Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail



Source : IHS, LBP

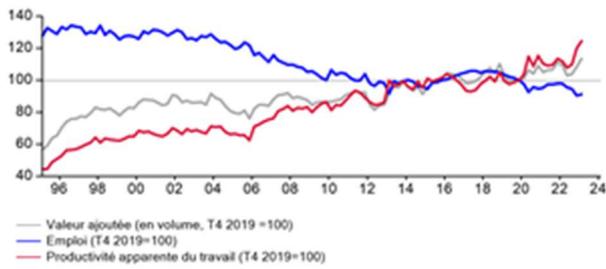
### Coûts salariaux unitaires - ensemble de l'économie (2000 = 100)



Sources : OCDE, LBP

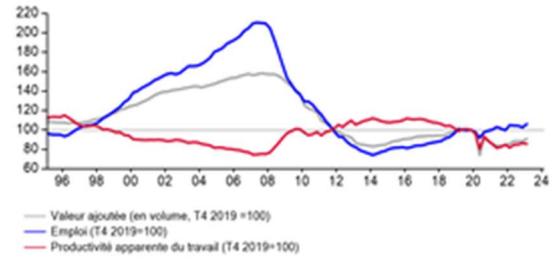
- Pour mieux comprendre l'évolution de la productivité, il est nécessaire de procéder à une décomposition sectorielle. **C'est surtout dans la construction que le niveau de productivité est affaibli par rapport à l'avant crise sanitaire**, comme si les effectifs ne s'étaient pas ajustés à une activité réduite. A l'inverse, l'agriculture dégage des gains de productivité importants. Du côté de l'industrie manufacturière, la productivité apparente du travail est revenue à son niveau de fin 2019. C'est aussi globalement le cas dans les services. A noter un grand dynamisme de l'activité et de l'emploi dans le secteur de l'information et de la communication mais avec une productivité qui plafonne. Il faut rappeler qu'il s'agit d'un des secteurs cibles, avec les questions environnementales, du plan de relance européen.

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Agriculture -



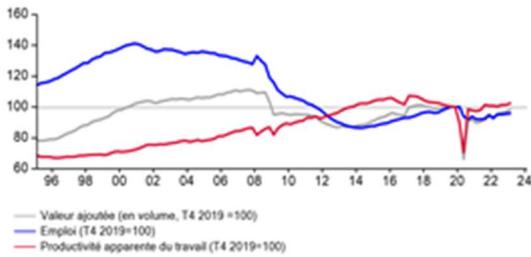
Source : IHS, LBP

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Construction -



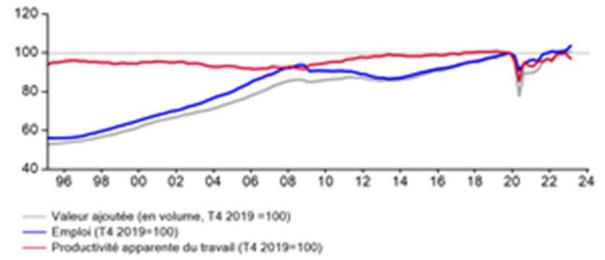
Source : IHS, LBP

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Industrie manufacturière -



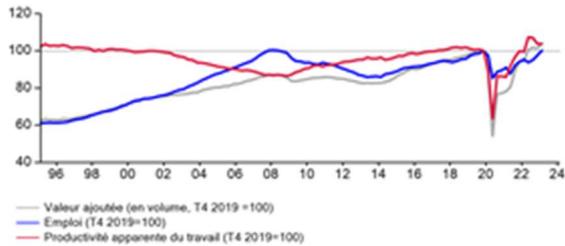
Source : IHS, LBP

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Services -



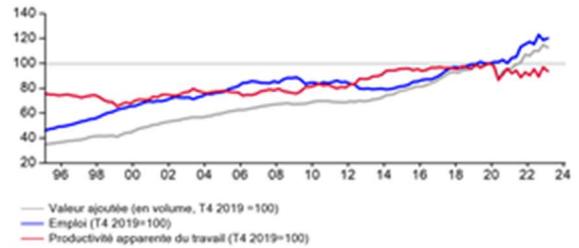
Source : IHS, LBP

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Commerce, transport et hébergement -



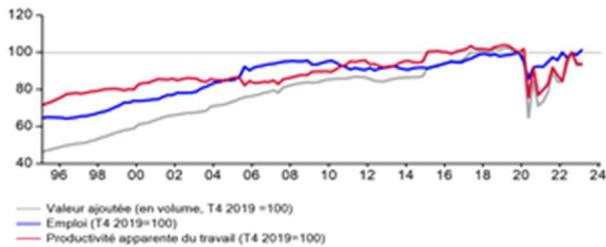
Source : IHS, LBP

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Information et communication -



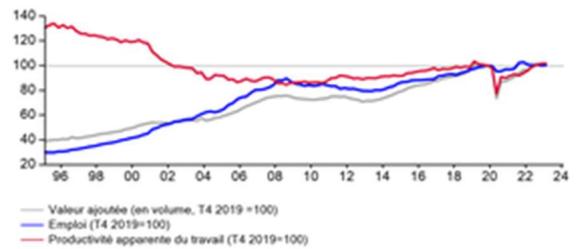
Source : IHS, LBP

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Loisirs, culture -



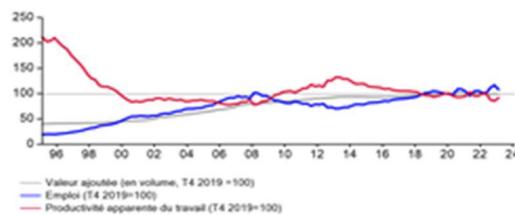
Source : IHS, LBP

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Services aux entreprises -



Source : IHS, LBP

Espagne : PIB, emploi et productivité apparente du travail  
- Immobilier -



Source : IHS, LBP

## ❖ L'équation budgétaire : une question clef pour la stabilité à moyen terme

- Dans le programme de stabilité du gouvernement espagnol remis au printemps à la Commission européenne, **la dette publique serait maîtrisée mais ne reviendrait pas en 2026 sous les 100 % du PIB**. L'effort de maîtrise des dépenses serait en partie contrebalancé par une augmentation de la charge d'intérêts. Il faut toutefois observer que le taux d'intérêt apparent de la dette publique ne remonterait que graduellement pour atteindre 2,7 % en 2026, un **niveau bien inférieur à celui qui a prévalu par le passé pour l'Espagne** et qui correspond au niveau minimum observé jusqu'en 2016. Le déficit public reviendrait sous les 3 % du PIB qu'à la fin de l'horizon de prévision.

### Espagne : programme de stabilité à moyen terme

	2022	2023		2024		2025	2026
		Gouv. Esp	Comm. Eur.	Gouv. Esp	Comm. Eur.		
PIB (taux de variation, en %)	5,5	2,1	1,9	2,4	2,0	1,8	1,7
Déflateur du PIB (taux de variation, en %)	4,3	4	4,4	3,5	2,9	2,1	1,9
Recettes publiques (% PIB)	43,0	43,4	43,5	43,3	43,8	43,7	43,8
Dépenses publiques (% PIB)	47,8	47,3	47,6	46,3	47,1	46,3	46,3
<i>Charges d'intérêts</i>	2,4	2,4	2,5	2,6	2,4	2,7	2,9
<i>Hors charges d'intérêts</i>	45,4	44,9	45,1	43,7	44,7	43,6	43,4
Taux d'intérêt apparent de la dette publique	2,0	2,1	2,3	2,4	2,3	2,5	2,7
Solde public (% PIB)	-4,8	-3,9	-4,1	-3	-3,3	-2,7	-2,5
Solde public hors charges d'intérêts	-2,4	-1,5	-1,6	-0,4	-0,9	0,1	0,4
Dette publique	113,2	111,9	110,6	109,1	109,1	107,9	106,8

Source : Commission européenne, LBP

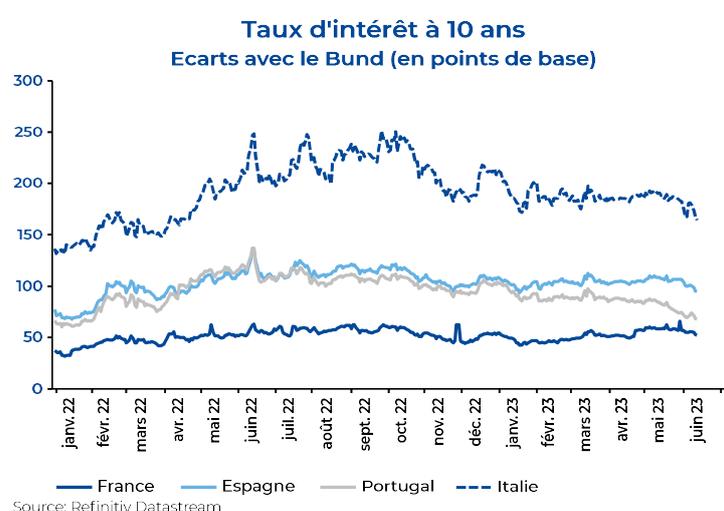
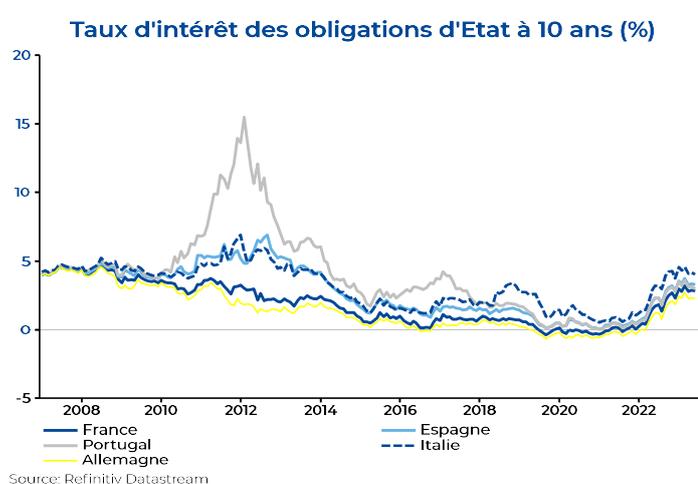
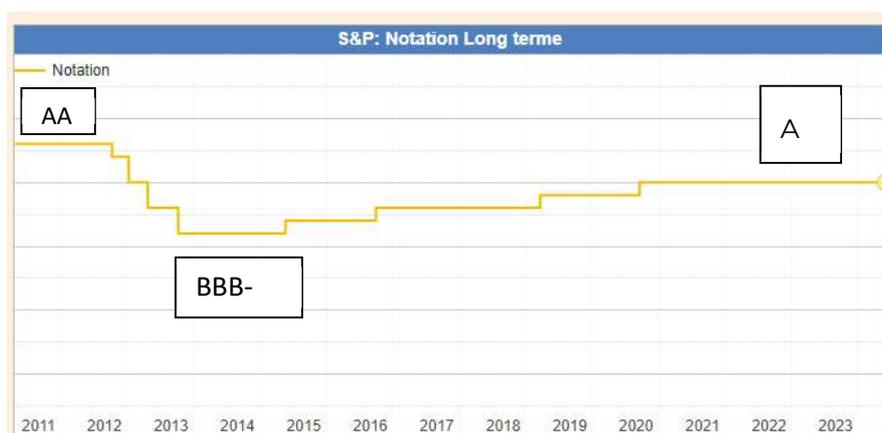
### Espagne : taux d'intérêt apparent de la dette publique



Source : Commission européenne, calculs LBP

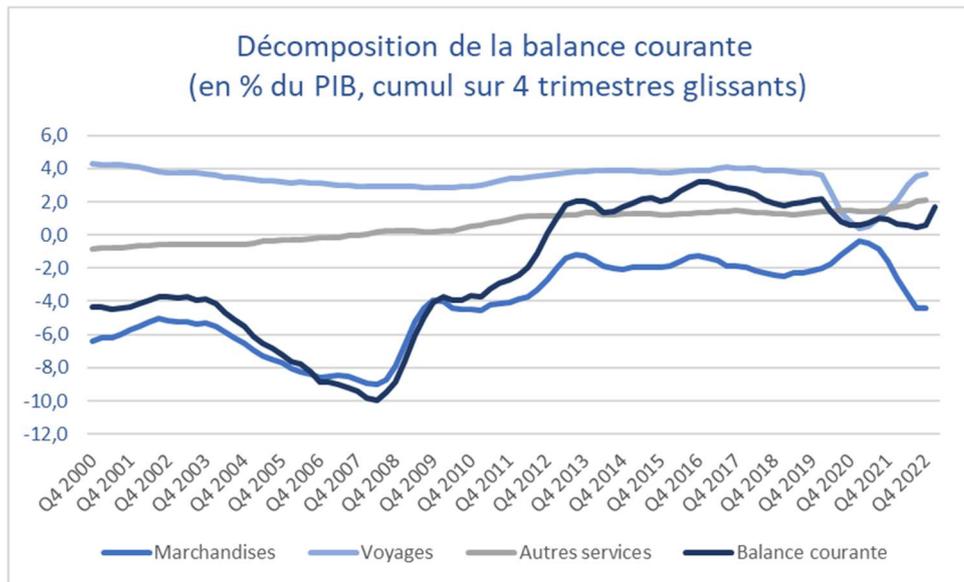
- Avec la crise de la dette, le taux d'intérêt à 10 ans espagnol a fortement augmenté en 2010. Après le pic atteint courant 2012, il a pendant longtemps oscillé autour du taux italien. Il s'en est ensuite écarté vers le bas, du fait de la fragilité de l'économie italienne et des progrès réalisés par l'économie espagnole, notamment concernant l'assainissement du système bancaire. Plus récemment, **le taux espagnol est cependant devenu supérieur au taux à 10 ans portugais, illustrant une certaine prudence des investisseurs**, à la fois sur la soutenabilité des finances publiques mais aussi du fait de la situation politique (des élections législatives anticipées auront lieu en juillet) et institutionnelle (crise catalane en 2019). L'Espagne est pourtant notée A par S&P alors que le Portugal est doté d'une note inférieure (BBB+)

## Espagne



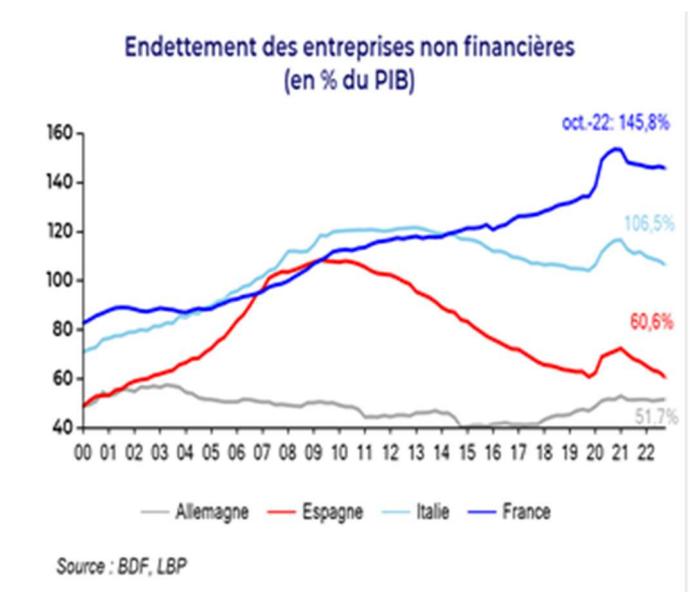
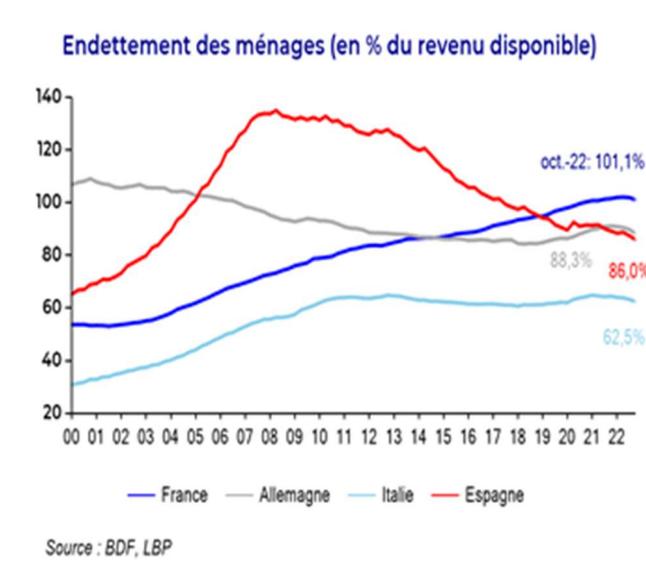
### ❖ Un excédent extérieur, atout de l'Espagne

- Au cours des années 2000, l'Espagne vivait en quelque sorte « au-dessus de ses moyens »,** du fait d'une croissance dopée par des taux d'intérêt trop bas pour la situation du pays (notamment avec une inflation élevée), conséquence de la mise en œuvre de l'Union monétaire. Il en est résulté un déficit croissant des comptes extérieurs. Après une phase initiale de compression de la demande, les mesures de restauration de la compétitivité espagnole évoquées plus haut ont permis un redressement de la balance courante qui est redevenue excédentaire à partir de 2013. La crise sanitaire s'est traduite par un effondrement de l'excédent des flux touristiques alors que la crise énergétique a fortement creusé la balance commerciale (solde des marchandises). Mais **en 2022 l'Espagne a conservé un excédent courant équivalent à 0,6 % du PIB, qui s'est élargi au 1<sup>er</sup> trimestre 2023** (à 1,7 % du PIB en cumul sur 4 trimestres).



❖ **Les ménages et les entreprises espagnoles face à la montée des coûts de financement**

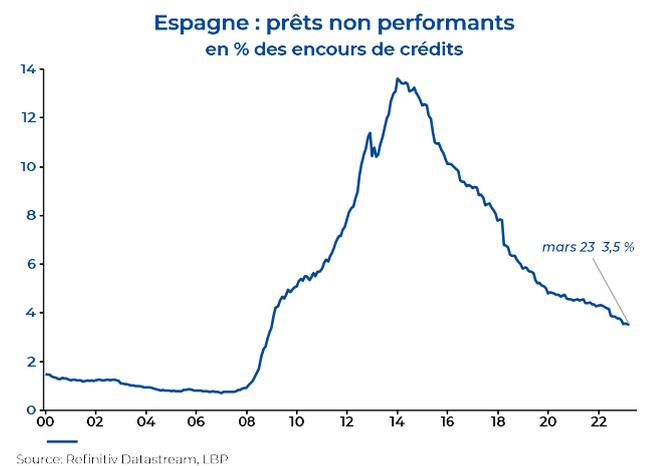
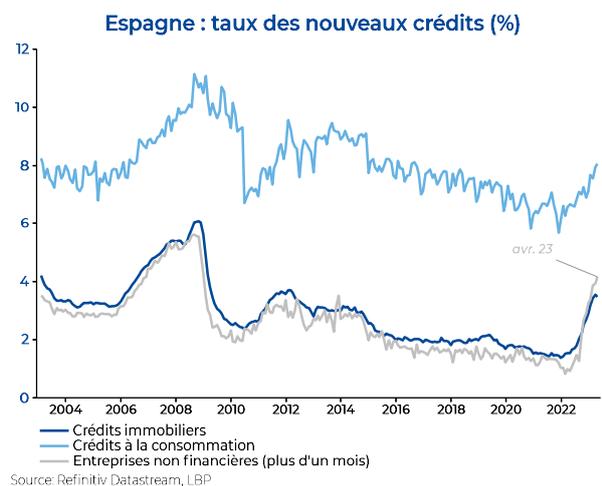
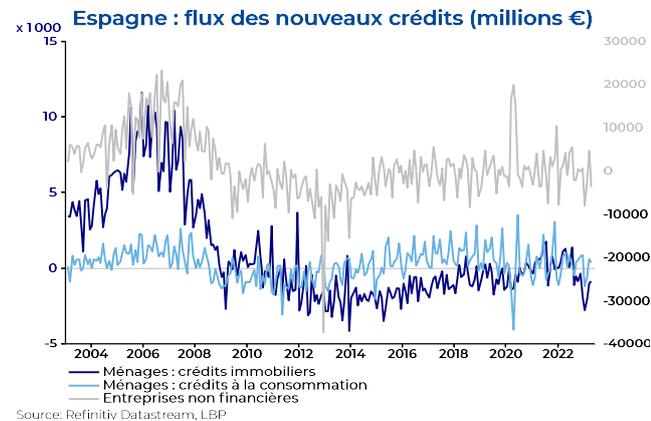
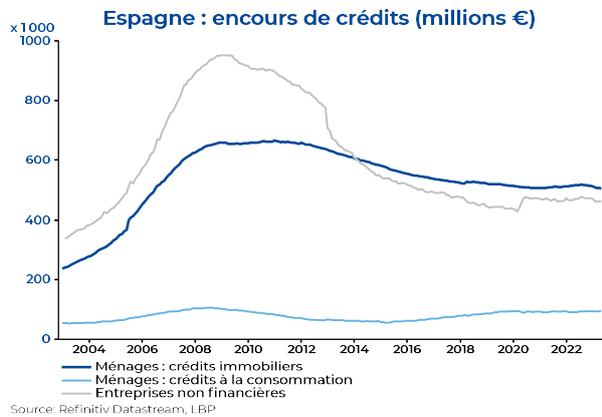
- Depuis la crise financière de 2008 et l'éclatement de la bulle immobilière, les ménages espagnols ont considérablement diminué leur endettement en proportion de leur revenu disponible**, ce qui réduit leur vulnérabilité au regard de la remontée des taux d'intérêt même si le poids des prêts à taux variables reste conséquent (un peu plus d'un tiers des crédits immobiliers contre une fraction marginale en France, 10 % en Allemagne et 25 % en Italie)<sup>2</sup>. **Du côté des entreprises, le niveau d'endettement est aussi beaucoup plus bas qu'en France<sup>3</sup> ou en Italie**, du fait du rationnement du crédit auquel elles ont dû faire face dans le sillage de la crise de la dette et des difficultés du système bancaire.



<sup>2</sup> Pour une comparaison internationale, voir [1. General assessment of the macroeconomic situation | OECD Economic Outlook, Volume 2022 Issue 1 | OECD iLibrary \(oecd-ilibrary.org\)](#) Figure 1.36.

<sup>3</sup> Dans le cas de la France, la dette nette des entreprises (approximée par la différence entre la dette brute et les dépôts à vue) a plutôt baissé tendanciellement jusqu'à une période récente, du fait d'une hausse des dépôts à vue.

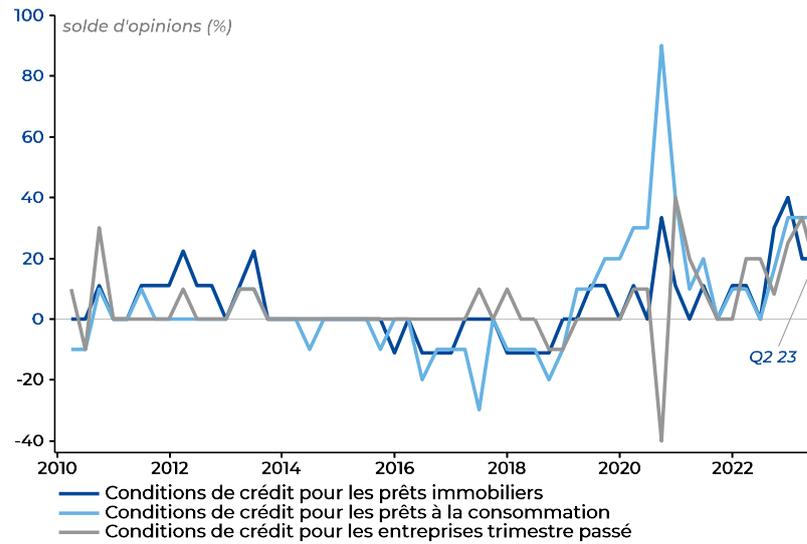
- Avec la remontée brutale des taux d'intérêt, les flux de nouveaux crédits se sont taris, notamment pour l'immobilier résidentiel. Les flux de crédits bancaires aux entreprises se sont affaiblis après la bosse des prêts garantis par l'Etat au début de la crise sanitaire. Du côté de la solvabilité, le taux de prêts non performants reste bas au regard de ce qu'il a été dans le passé.



- Par ailleurs, comme pour d'autres pays européens, les conditions de crédit se sont nettement resserrées au cours des derniers mois, atteignant même une sévérité jamais observée par le passé hormis durant la crise sanitaire<sup>4</sup> selon l'enquête de la BCE auprès des banques.

<sup>4</sup> A l'inverse des prêts aux ménages, les conditions de crédit se sont très fortement assouplies au début de la crise sanitaire, reflétant les mesures gouvernementales d'aide aux entreprises.

## Espagne : conditions de crédit



Direction finance et stratégie – Direction des études économiques :

[Ouvrir ce lien pour s'abonner](#)

Les analyses et prévisions qui figurent dans ce document sont celles du service des Etudes Economiques de La Banque Postale. Bien que ces informations soient établies à partir de sources considérées comme fiables, elles ne sont toutefois communiquées qu'à titre indicatif. La Banque Postale ne saurait donc encourir aucune responsabilité du fait de l'utilisation de ces informations ou des décisions qui pourraient être prises sur la base de celles-ci. Il vous appartient de vérifier la pertinence de ces informations et d'en faire un usage adéquat.