

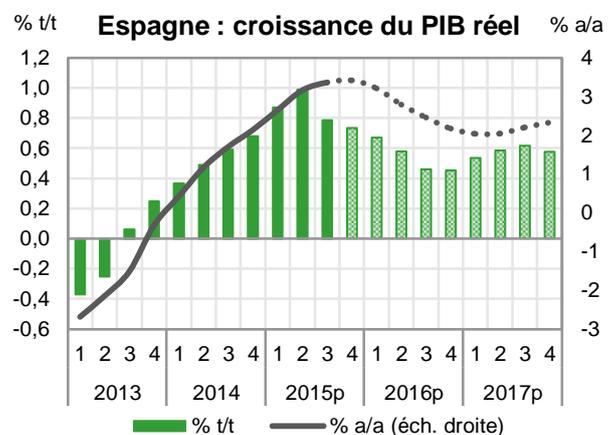
# Perspectives

N°16/015 – 19 janvier 2016

## ESPAGNE – Scénario macro-économique 2016-2017

### Une décélération attendue, un contexte politique tendu

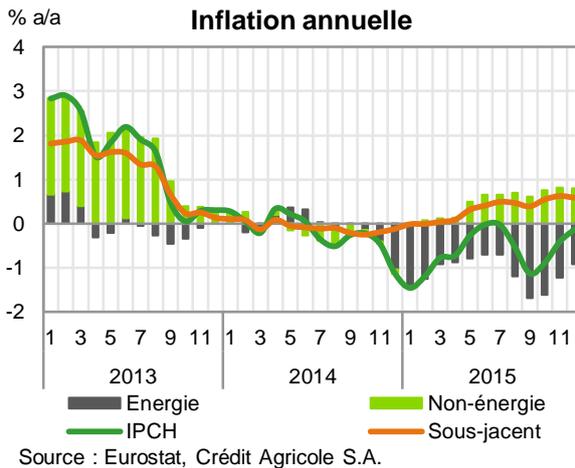
- Avec une croissance attendue à 3,2% en 2015, l'économie espagnole se classe dans le peloton de tête de la zone euro. La reprise de la demande intérieure, combinée à des facteurs externes (faible coût de l'énergie et dépréciation de l'euro), a permis une forte accélération de la croissance.
- Alors que le pays sort graduellement d'une période de fort ajustement, la demande intérieure espagnole montre encore de bonnes capacités de croissance et, bien qu'en décélération, l'activité économique devrait continuer de croître à un niveau soutenu, de +2,7% en 2016 et +2,2% en 2017.
- Il semble acquis que le pays ne pourra pas sortir de sa procédure de déficit excessif en 2016. La situation actuelle de blocage politique pourrait accentuer la décélération de la croissance et freiner la correction de la trajectoire budgétaire si elle venait à perdurer.
- Un blocage politique prolongé viendrait aggraver le ralentissement de la demande intérieure, en particulier de l'investissement, et continuerait à tirer à la hausse les primes de risque.
- La poursuite de la baisse du prix du pétrole, l'approfondissement de l'assouplissement quantitatif de la BCE et la bonne tenue de la demande européenne constituent néanmoins des facteurs importants de soutien à la croissance.



Source : Eurostat, Crédit Agricole S.A.

### La décélération de l'activité s'est amorcée au troisième trimestre

Pour la première fois en trois ans, la croissance trimestrielle de l'économie espagnole a décéléré au troisième trimestre 2015 à +0,8%, après +1% au trimestre précédent. Avec une contribution d'un point, la demande intérieure (hors stocks) continue à en être le principal moteur. Cependant, cette dernière a été bien plus largement tirée par la consommation privée (+0,6 point de contribution à la croissance au T3 2015) qu'anticipé, alors qu'un certain équilibre avec l'investissement (FBCF) prévalait depuis un an. Celui-ci n'a ainsi contribué à la croissance qu'à hauteur de 0,2 point, soit autant que la consommation publique. Cette dernière composante a affiché un troisième trimestre de hausse consécutif, une première depuis 2010.



La baisse graduelle du chômage (21,2% au troisième trimestre 2015) depuis son pic de 26,9% au premier trimestre 2013 a largement soutenu l'accélération de la consommation privée. Celle-ci s'est amplifiée d'autant qu'elle s'est accompagnée d'une hausse des salaires nominaux par tête, dans un contexte déflationniste marqué, en raison de la baisse du cours du pétrole qui favorise d'importants gains de pouvoir d'achat.

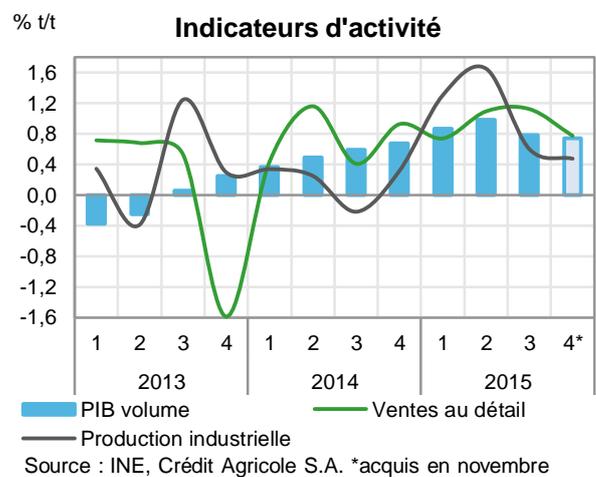
Pour les entreprises, cette hausse des coûts salariaux a pu être compensée par des gains de productivité permettant la bonne tenue de leurs marges, ce qui a soutenu le redémarrage de l'investissement. La légère décélération observée au troisième trimestre 2015, après un pic au deuxième trimestre, est principalement due à l'investissement dans le secteur de la construction (en particulier dans le logement), qui n'a augmenté que de 0,6% par rapport au trimestre précédent. Il s'agit néanmoins du sixième trimestre consécutif d'expansion de la FBCF.

Du côté de la demande externe, l'Espagne continue de bénéficier de gains de compétitivité et de la bonne tenue de la demande européenne, ce qui permet de compenser l'impact négatif sur la croissance de la forte hausse des importations de biens et services de 4% au troisième trimestre 2015, un plus haut depuis 2009. La contribution négative des exportations nettes reste donc contenue à -0,2 point de PIB au troisième trimestre 2015.

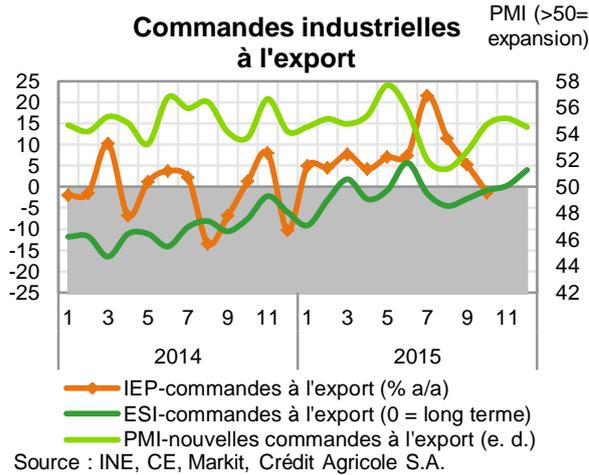
Au total, la redynamisation du cycle et ce soutien externe se sont traduits par une croissance annuelle de 3,4% au troisième trimestre 2015. L'économie espagnole a retrouvé depuis un an et demi un rythme de croissance supérieur au potentiel (estimé par la Commission européenne à -0,2% en 2014 et 0% en 2015) permettant de poursuivre la réduction de l'énorme écart de production négatif, de -8,5% en 2013 à -1,8% en 2016. Le PIB ne devrait cependant pas retrouver son niveau d'avant-crise avant 2017.

## La décélération devrait s'accroître en 2016

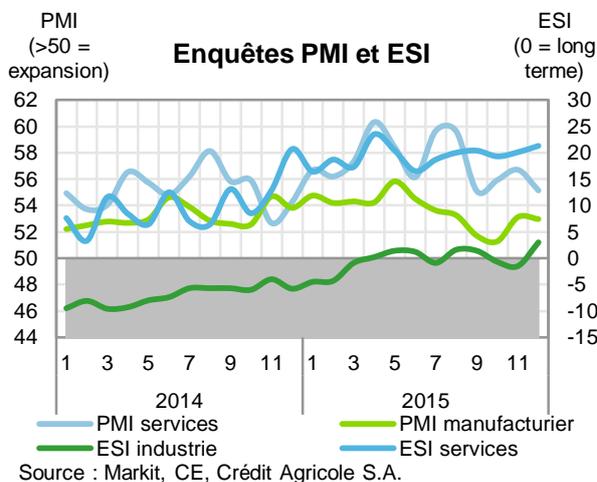
Fort d'un acquis de croissance de 3% au troisième trimestre (en supposant la croissance nulle au quatrième trimestre), nous relevons légèrement notre prévision pour l'année 2015 de 3,1% à 3,2%. En effet, si le ralentissement attendu en deuxième partie d'année 2015 est bien observé, il reste moins fort qu'anticipé. Cependant, nous revoyons à la baisse notre estimation de croissance en 2016 à 2,7%, contre 2,9% précédemment, compte tenu d'un contexte légèrement moins favorable. D'une part, l'impact positif de la dépréciation du change devrait s'atténuer et, d'autre part, la situation politique interne se complexifie un peu plus en ce début d'année.



Les principaux indicateurs d'activité disponibles jusqu'en novembre suggèrent, en effet, une relative stabilisation du rythme de croissance de l'économie espagnole, avec un acquis sur les deux premiers mois du quatrième trimestre 2015 de +0,5% t/t de la production industrielle (contre +0,6% t/t au T3) et de +0,8% t/t pour les ventes au détail (contre +1,1% t/t au T3). Alors que seule la production énergétique est en recul en octobre-novembre, le maintien de la croissance manufacturière s'appuie sur la bonne tenue de la production en biens de consommation et d'équipement. La décélération des ventes au détail est avant tout due aux dépenses d'alimentation, signe que la consommation reste également robuste. Nous anticipons ainsi au quatrième trimestre 2015 une croissance toujours largement soutenue par la demande interne, qui devrait se rééquilibrer entre consommation et investissement.



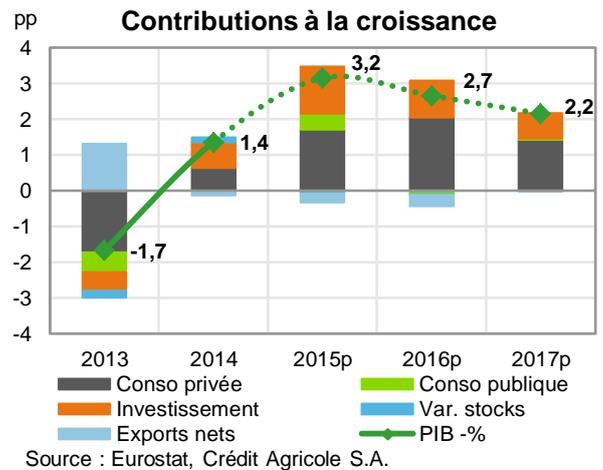
La stabilisation de la demande interne devrait ainsi permettre de limiter l'impact négatif des exportations nettes sur la croissance au quatrième trimestre 2015. La décélération marquée des nouvelles commandes tout au long du troisième trimestre suggère, en effet, un bien moindre dynamisme des exportations en fin d'année 2015. Néanmoins, la remontée des composantes de commandes à l'exportation des deux principales enquêtes dans le secteur manufacturier en fin d'année 2015, PMI et ESI, laissent à penser que les exportations continueront à croître en 2016, mais à un rythme plus modéré.



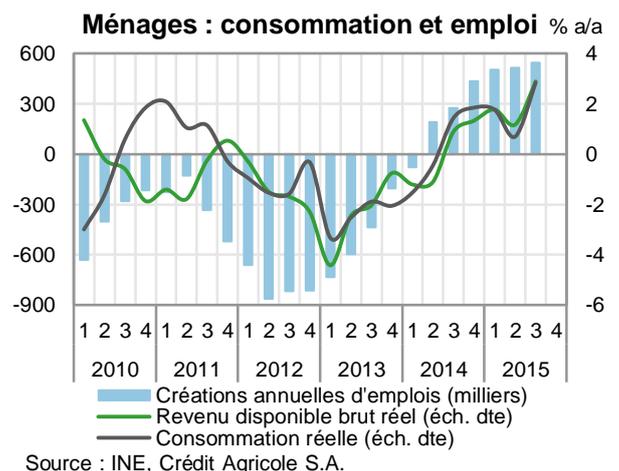
S'il reste en phase d'expansion et malgré un léger rebond au cours du quatrième trimestre 2015, le niveau des enquêtes PMI a significativement baissé après la baisse affichée tout au long du troisième trimestre 2015. À la différence du trimestre précédent, c'est avant tout la baisse d'activité dans les services qui dominera la décélération de la croissance espagnole. Cependant les sous-composantes relatives aux anticipations de production restent orientées à la hausse. La bonne tenue de la confiance en fin d'année 2015 se confirme avec l'indicateur synthétique de sentiment économique (ESI) de la

Commission européenne qui atteint son plus haut niveau depuis 2001, en particulier grâce à l'indice de confiance des consommateurs et du secteur des ventes au détail qui atteignent un niveau historique. Si ces indicateurs devraient reculer en début d'année 2016, en raison d'une situation politique inédite et plus complexe qu'anticipé en fin d'année dernière, leur niveau très élevé indique que l'économie espagnole pourrait faire preuve d'une relative résilience vis-à-vis de l'incertitude politique, si cette dernière ne s'éternise pas.

## La demande intérieure, principal pilier du dynamisme espagnol



## La baisse du chômage soutient la consommation privée



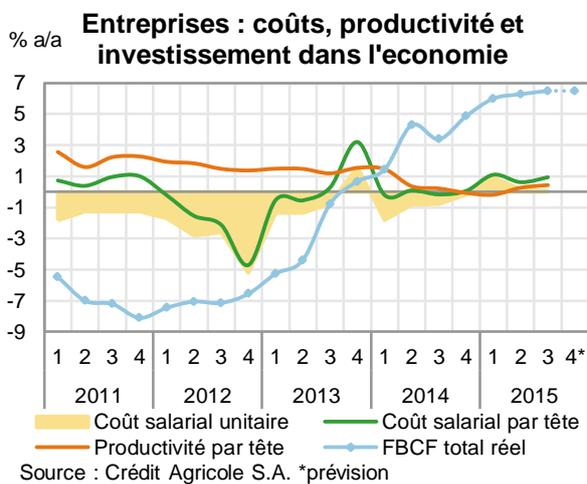
Après s'être stabilisé au-delà de 26% en 2013, le chômage est en baisse continue depuis deux ans, reculant à un niveau néanmoins toujours très élevé de 21,4% en novembre 2015. L'effet sur la consommation des ménages a été d'autant plus marqué que l'amélioration du marché du travail s'est accompagnée d'une hausse des salaires par tête en 2015. Malgré le ralentissement du rythme d'amélioration de ces deux facteurs, celle-ci devrait

perdurer en 2016, permettant à la consommation privée de continuer à jouer un rôle moteur dans la croissance espagnole.

Cependant, si les ménages devaient garder un niveau soutenu de consommation, la reprise de leur investissement resterait encore très timide, en raison des efforts de désendettement qui se prolongeront en 2016. Alors que leur taux d'investissement annuel s'est stabilisé depuis 2014 autour de 4,8% de leur revenu disponible (RDB), il reste bien inférieur à leur taux d'épargne annuel (9,4% du RDB en moyenne depuis 2014). L'amélioration du secteur de la construction et de l'immobilier devrait ainsi rester très progressive, d'autant plus que le crédit immobilier reste orienté à la baisse.

### Après une forte accélération en 2014, l'investissement se stabilise

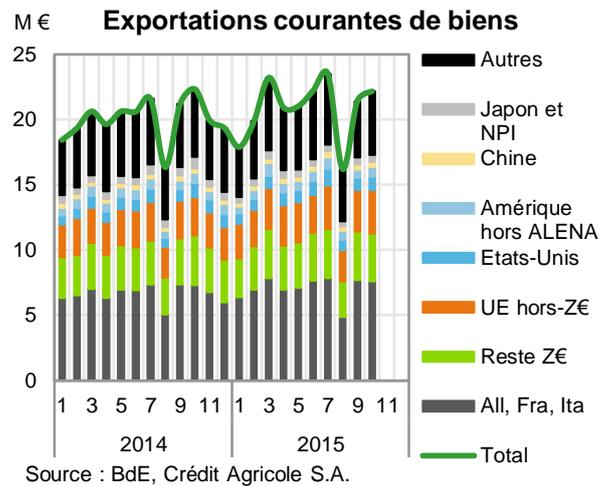
En 2015, l'accélération de l'activité a permis des gains de productivité, qui ont pu compenser l'accélération des salaires et permettre le maintien des marges. L'investissement sera soutenu par ce redressement de la rentabilité des entreprises, mais le maintien de gains de productivité en présence d'une reprise de l'emploi est un défi majeur pour l'Espagne. D'autant plus que le processus de désinflation salariale semble avoir touché à sa fin et mettra sous pression la profitabilité des entreprises.



Nous anticipons une croissance toujours positive de investissement en 2016, mais à un rythme moins soutenu que celui observé en 2015. Cette décélération pourrait être plus importante, si la situation de blocage politique du pays venait à se prolonger. La FBCF serait alors directement affectée par un report des décisions d'investissement, d'une part, et par le ralentissement plus marqué de la conjoncture qui pèsera un peu plus sur leur rentabilité, d'autre part.

### La moindre demande extérieure limite la contribution des exportations nettes à la croissance

La bonne tenue de la demande extérieure, favorisée par la dépréciation de l'euro, aura permis de réduire fortement la contribution négative des exportations nettes en 2015, malgré des importations dynamiques alimentées par le rebond de la demande intérieure. Nous prévoyons une stabilisation de cette contribution à un niveau faiblement négatif en 2016.



Les pays de l'OCDE représentant plus des trois quarts de ses exportations, l'exposition directe du pays au ralentissement de la demande des pays émergents reste pour le moment limitée. D'autant que notre scénario central anticipe une légère accélération de la croissance européenne, qui représente près des deux tiers des ventes espagnoles à l'étranger. La bonne tenue de la demande européenne devrait ainsi permettre de conserver un relatif dynamisme des exportations, en dépit de gains de compétitivité moins marqués qu'auparavant. De plus, le ralentissement de la demande intérieure limitera également la hausse des importations espagnoles.

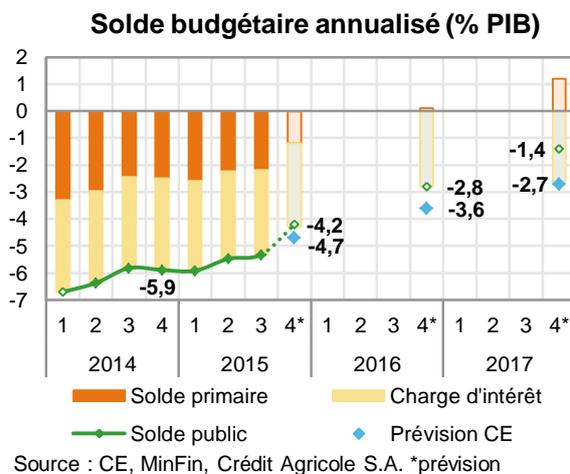
### Le solde budgétaire reste orienté à la baisse

#### Facilité par la croissance, l'effort budgétaire a été minime en 2015...

En raison des élections générales de décembre 2015, le gouvernement sortant du parti conservateur PP (Parti Populaire) a remis en avance à la Commission européenne (CE) un premier projet de loi de Finances (PLF) pour 2016 dès septembre 2015. Celui-ci a été fortement critiqué par la CE en octobre dernier, jugeant la prévision de croissance du PIB trop optimiste et les hausses de recettes prévues au niveau des Communauté autonomes (CCAA) insuffisantes pour compenser l'anticipation à 2015 de la baisse de l'impôt sur le revenu prévue

en 2016 et le versement d'une prime de fin d'année aux fonctionnaires, qui avait été précédemment gelée.

De fait, comme on a pu l'observer à travers la reprise de la consommation et de l'investissement public, le rythme de réduction du déficit budgétaire a sensiblement ralenti au cours de l'année 2015 et le gouvernement devrait dépasser d'au moins 0,5 point de PIB sa cible initiale de déficit. Il semble donc très probable que le gouvernement voie son déficit dépasser les 3% du PIB en 2016, ce qui retarderait la sortie du pays de sa procédure de déficit excessif (PDE).



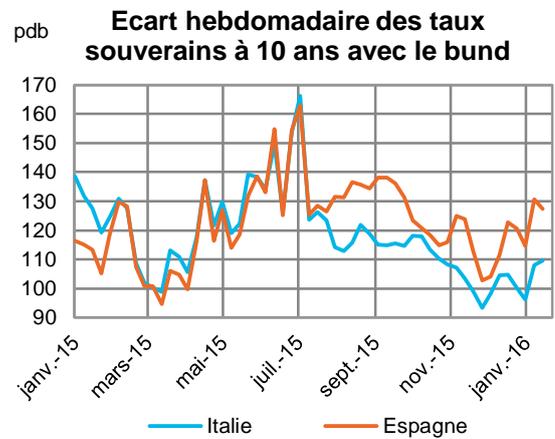
**... et pourrait se réduire plus encore en 2016, en raison de la situation politique interne**

Alors que la CE avait demandé un nouveau PLF au plus vite, le projet initial a été adopté avant la dissolution du Parlement fin novembre. L'Espagne est donc déjà en retard dans la procédure budgétaire du semestre européen et l'amendement du PLF 2016 devra ainsi être une priorité pour le nouveau gouvernement, s'il veut rester en conformité avec ses engagements européens.

Or, au regard du nouveau paysage politique très fragmenté<sup>1</sup> au sortir des dernières élections, la formation d'un gouvernement dans les deux prochains mois pourrait échouer, déclenchant de nouvelles élections et repoussant de nouveau l'amendement du PLF 2016 : c'est le budget 2015 qui continuerait alors à être exécuté sous la houlette du gouvernement de transition composé de l'exécutif sortant.

De plus, outre une prévision de croissance réelle trop optimiste, le report de la sortie de déflation pourrait également avoir un effet négatif sur les finances publiques, en réduisant d'autant l'estimation de PIB nominal. Enfin, la mise en place de

l'effort budgétaire au niveau des CCAA pourrait être contrariée en raison d'une éventuelle réforme du système budgétaire fédérale suscitée par les revendications indépendantistes catalanes.



La formation d'un gouvernement régional indépendantiste en Catalogne devrait être source de tensions accrues entre la région et Madrid. Nous continuons cependant à juger faible le risque d'une déclaration d'indépendance unilatérale<sup>2</sup>, en raison d'un mouvement indépendantiste qui reste divisé et de nombreux obstacles légaux et économiques<sup>3</sup>. Néanmoins, un risque mineur de blocage politique existe dans le cas où l'instabilité politique au niveau régional et national s'autoalimenterait en un cercle vicieux.

Si cela n'est pas notre scénario principal, un tel cercle vicieux pourrait avoir un impact sur la croissance et les finances publiques à moyen terme, comme l'illustre la remontée des taux souverains espagnols au-dessus des taux italiens depuis l'été dernier, malgré une reprise plus avancée. La politique monétaire active de la BCE devrait permettre cependant de contenir le niveau des primes de risque à des niveaux bas en début d'année 2016.

Au-delà des aspects politiques, principal risque pesant sur les perspectives espagnoles, un affaiblissement plus prononcé de la demande externe, lié à un ralentissement plus marqué du monde émergent, constitue également un risque potentiel susceptible de freiner la croissance. ■

<sup>1</sup> Cf. notre publication [Espagne : des risques politiques contenus](#) du 18 décembre 2015.

<sup>2</sup> Suite à son élection début janvier, le nouveau président de la Généralité de Catalogne Carles Puigdemont a, par ailleurs, reconnu dans les médias espagnols que le mouvement indépendantiste n'avait pas de majorité suffisante pour une déclaration unilatérale.

<sup>3</sup> Cf. notre publication [Espagne : L'indépendance catalane est encore loin](#) du 5 octobre 2015.

Moyenne annuelle  
(% a/a)

Espagne	2014	2015	2016	2017
<b>PIB</b>	1,4	3,2	2,7	2,2
Consommation privée	0,6	1,7	2,0	1,4
Consommation publique	-0,0	0,5	-0,1	0,0
Investissement	0,7	1,3	1,0	0,7
Demande intérieure*	1,3	3,5	3,0	2,2
Exportations nettes*	-0,1	-0,3	-0,3	-0,0
Variation de stocks*	0,1	-0,1	-0,0	0,0
Taux de chômage	24,5	22,2	20,5	19,7
Inflation annuelle	-0,2	-0,6	0,4	1,4
Solde public (% PIB)	-5,9	-4,7	-3,6	-2,8

Variation trimestrielle (% t/t)

	2015				2016				2017			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
<b>PIB</b>	0,9	1,0	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Consommation privée	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Consommation publique	1,7	0,7	0,9	-0,4	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,2	0,1
Investissement	1,5	2,4	1,1	1,4	1,2	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7
Demande intérieure*	1,0	1,1	1,0	0,8	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
Exportations nettes*	-0,3	0,0	-0,2	-0,0	-0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,1
Variation de stocks*	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage	23,1	22,5	21,8	21,3	20,9	20,6	20,4	20,2	20,0	19,8	19,6	19,4
Inflation annuelle	-1,1	-0,3	-0,6	-0,5	0,2	-0,2	0,5	1,2	1,4	1,4	1,4	1,3

\* Contribution à la croissance du PIB

Source : Crédit Agricole SA, prévisions

**Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe**

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication :** Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

**Documentation :** Dominique Petit - **Statistiques :** Robin Mourier

**Secrétariat de rédaction :** Fabienne Pesty

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Consultez les Etudes Economiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

**Internet :** <http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

**iPad :** application **Etudes ECO** disponible sur l'App store

**Android :** application **Etudes ECO** disponible sur Google Play

*Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.*