

Espagne : pari gagné sur l'inflation¹

Avec une croissance à 6,4 % en 2021 et 5,8 % en 2022, l'Espagne a affiché une reprise post-Covid plutôt dynamique qui s'est confirmée pendant tout le premier semestre 2023. La chute d'activité de 11,2 % liée à la crise sanitaire de 2020 a été effacée. Mi-2023, le PIB dépasse le niveau qu'il avait fin 2019 de 2 %. Pour autant, le pays n'a pas échappé au choc inflationniste qui a frappé l'Europe, ni au relèvement des taux d'intérêt par la BCE. Le ralentissement qui s'en est suivi devrait s'amplifier dans les mois d'été et au-delà. Même si la croissance espagnole resterait supérieure à celle de ses principaux partenaires européens, elle ralentirait significativement en 2024 autour de 1,5 %. L'inflation atteindrait 2,9 % en moyenne et terminerait l'année à 2,4 %, légèrement en dessous de la moyenne de la zone euro.

L'économie espagnole a mieux résisté que prévu en 2021 et 2022

La révision des comptes annuels sur la période 2020-2022 publiée le 18 septembre et la deuxième version des comptes trimestriels publiée quelques jours plus tard montrent que le rebond a été plus dynamique que celui établi sur la base des comptes antérieurs sur la reprise post-Covid en Espagne. Après une chute du PIB de 11,2 % en 2020 (estimation désormais définitive pour cette année et révisée de seulement 0,1 point à la baisse), la croissance s'est avérée bien plus ferme en 2021 et 2022 : respectivement 6,4 et 5,8 % au lieu de 5,5 % initialement annoncé pour chacune des deux années. Cette meilleure résilience a permis au PIB de retrouver son niveau d'avant-crise dès le deuxième trimestre 2022 et non plus au premier trimestre 2023. À la mi-2023, il est désormais 2 % supérieur à son niveau de fin 2019 et rejoint les performances de la France (+1,7 %) et de l'Italie (+2,1 %). Ces révisions font apparaître des dépenses des ménages plus soutenues sur les deux années. La consommation privée n'a pas encore retrouvé son niveau pré-Covid mais s'en rapproche davantage (-1,1 % contre -3,4 % initialement). La crise dans l'investissement logement est moins

1. Ce texte est rédigé par Christine Riffart, *Département analyse et prévision*.

profonde, même si l'investissement reste encore très inférieur à son niveau de fin 2019 (-7 % contre -12,9 % annoncé précédemment). En revanche, l'investissement des entreprises a été fortement révisé à la baisse, tant pour ce qui concerne le bâti que les dépenses en matériels et équipements, et se situe désormais à peine au niveau de fin 2019 alors qu'il le dépassait de 3,8 % dans la version antérieure des comptes. Après un point bas fin 2022, le taux d'investissement repart légèrement au premier semestre mais est historiquement très faible. Côté commerce extérieur, la contribution des exportations nettes à la croissance est moins forte en 2021 (révision de -0,6 point) et plus forte en 2022 (+0,5 point) qu'annoncé. Enfin, les variations de stocks ont moins pesé sur la croissance qu'auparavant (révision de +0,4 point chaque année). En résumé, dans la nouvelle version des comptes, le surcroît d'activité s'explique par des dépenses des ménages en consommation et en investissement logement moins dégradées que prévu et une meilleure contribution des stocks. De même, l'investissement des entreprises est resté à la traîne, ce qui n'était pas le cas auparavant. En 2021, la croissance a été conduite exclusivement par la demande intérieure totale. En 2022, la contribution à la croissance est partagée entre demande intérieure hors variations des stocks et commerce extérieur.

Cette résistance de l'économie espagnole ne saurait masquer la rupture dans le mouvement de reprise post-Covid qui s'est opérée à l'été 2022 en réaction à la hausse de l'inflation et au resserrement monétaire commencé début 2022. La croissance sur un an est passée de 7,2 % en avril 2022 à 2,2 % en avril 2023. Mais le PIB a continué de progresser à un rythme trimestriel de 0,5 %-0,6 % au cours des quatre derniers trimestres et la croissance sur 2023 bénéficie d'un acquis de 2,3 % en milieu d'année. Au premier semestre 2023, la consommation des ménages et surtout l'investissement sont restés dynamiques. Sous l'hypothèse que la croissance du PIB potentiel n'a pas été affectée par la crise Covid et reste sur un rythme de 1,1 %, le déficit de production atteindrait 2,6 % en 2022 (3,4 % selon l'OCDE et 1,3 % selon la Commission européenne).

L'inflation reflue à 2,8 % à la mi 2023, ... mais les prix (et les taux d'intérêt) restent élevés

À la hausse des prix en 2021 liée aux tensions sur les marchés des matières premières et sur les circuits d'approvisionnement qui avaient accompagné la reprise post-Covid à l'échelle mondiale, se sont ajoutées en 2022 les conséquences inflationnistes de la guerre en Ukraine.

L'inflation a atteint son point haut au troisième trimestre 2022, culminant à 10 % sur l'année. Depuis, elle a reflué jusqu'à 2,8 % au deuxième trimestre 2023.

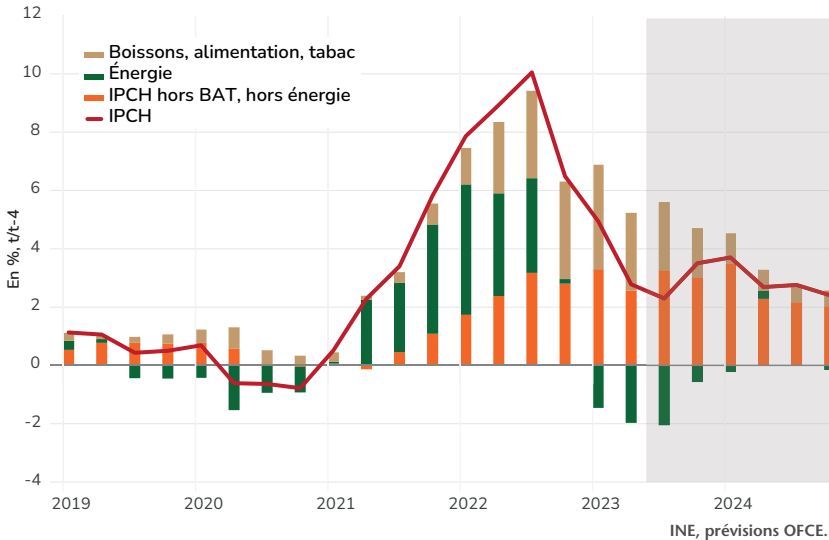
Principale explication à la hausse, puis à la baisse : les dépenses en produits énergétiques. Celles-ci ne représentent qu'à peine 10 % de l'indice des prix harmonisé à la consommation (IPCH) en 2023 mais compte tenu de l'ampleur des mouvements à la hausse (+ 65 % entre l'été 2020 et l'été 2022) puis à la baisse (-25 % entre l'été 2022 et le printemps 2023), elles sont le principal contributeur à l'inflation puis à son repli. Plus des deux tiers de la désinflation sur le premier semestre s'explique par la décreue des prix des dépenses directes de produits énergétiques (pétrole et électricité confondus) (graphique 1). Sur un an, le prix des carburants a baissé de 11 % au deuxième trimestre – il reste encore près de 20 % au-dessus de sa moyenne d'avant-crise – et celui de l'électricité, de 36 % – il est revenu à son niveau antérieur. L'autre poste qui explique le petit tiers restant du fort reflux de l'inflation sur la fin de période est celui des produits alimentaires dont les prix qui avaient augmenté très rapidement jusqu'en février dernier ont sensiblement ralenti depuis. Ce poste, qui compte pour 23,5 % de l'indice, a enregistré une hausse de 15,2 % au premier trimestre 2023 sur un an puis de 11,3 % au deuxième trimestre. Hors produits énergétiques et alimentaires, l'indice sous-jacent ne montre pas de signe de ralentissement. Il continue d'augmenter entre 4 et 5 % l'an depuis plusieurs trimestres.

Si l'inflation est revenue sur une trajectoire modérée – et notamment plus faible que celles de ses partenaires européens et de la moyenne de la zone euro à 6,2 % –, il n'empêche que le niveau des prix reste très élevé au regard de ce qu'il était avant 2020. Malgré des mesures exceptionnelles prises pour limiter l'inflation (mécanisme déclenché en mai 2022 au titre de l'exception ibérique accordé par la Commission européenne à l'Espagne et au Portugal, permettant de plafonner le prix du gaz utilisé pour la production d'électricité², baisse des taxes sur l'électricité³, baisse de la TVA sur un panier de produits alimentaires de première nécessité...), le niveau des prix se situe au deuxième trimestre 2023 à 15 % au-dessus de sa moyenne 2019 (14 % pour les prix de l'énergie et 27 % pour l'alimentaire).

2. Ce mécanisme aurait permis aux ménages d'économiser jusqu'à 5 milliards d'euros en 2022, selon la Banque d'Espagne.

3. Dans son [Rapport Annuel 2022](#), la Banque d'Espagne estime que les mesures pour limiter l'impact de la hausse des prix de l'énergie ont permis de réduire l'inflation de 2,3 pp en 2022.

Graphique 1. Contributions des différentes composantes à l'inflation (IPCH)



Le risque de développer des effets de second ordre liés à l'envolée inflationniste de 2022 en zone euro a contraint la BCE à relever ses taux d'intérêt. Ces hausses se sont traduites en Espagne par un resserrement de plus de 2 points du taux sur les nouveaux crédits à l'habitat à 4 % en à peine 1 an, et de plus d'un point à plus de 8 % sur les crédits à la consommation. Si la désinflation est une bonne chose pour les ménages, elle rend malgré tout les taux d'intérêt réels fortement positifs.

La consommation et l'immobilier ont bien résisté jusqu'alors

La consommation, qui avait presque retrouvé son niveau d'avant-crise au moment du pic inflationniste de 2022, s'est stabilisée au cours des trois derniers trimestres, malgré un profil chahuté. Ce profil s'explique par le comportement d'épargne des ménages qui dans un premier temps, ont préféré épargner plutôt que consommer (le pouvoir d'achat du RDB a augmenté de 4,2 et 3,4 % aux quatrième trimestre 2022 et premier de 2023 et le taux d'épargne s'est accru de près de 8 points de RDB sur la période). Au deuxième trimestre, le revenu a baissé (frappé par une baisse des transferts et une hausse des cotisations sociales et des impôts) et le taux d'épargne s'est relâché, permettant une hausse de 0,9 % de la consommation. Malgré la baisse, le taux

d'épargne reste 2 points supérieur à sa moyenne de long terme et notamment à l'année pré-Covid, entretenant encore un excès d'épargne qui va s'ajouter à celui qui s'est accumulé depuis 2020 et que l'on estime aujourd'hui à 5,2 % du RDB cumulé depuis la crise Covid.

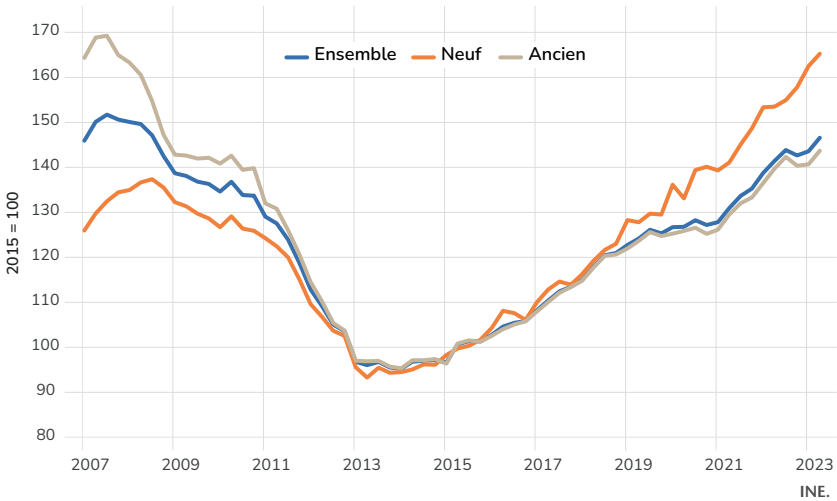
Pourtant, le marché du travail est resté plutôt ferme jusqu'en début d'année. Malgré une population vieillissante dont les effets sur le marché du travail ont été mesurés par la [Banque d'Espagne](#)⁴, le taux d'activité reste supérieur à son niveau de 2019, le taux d'emploi a dépassé le sien de presque 2 points et il faut remonter à la veille de la crise financière de 2008 pour retrouver un taux de chômage aussi bas. À cette époque, le taux de chômage était descendu autour de 8-9 % sur la période 2005-2007. Cependant, une bascule s'est opérée au deuxième trimestre avec la fin des créations nettes d'emplois. Face à la hausse des prix et un marché du travail légèrement tendu, les salaires s'accélérent depuis plusieurs trimestres. Le salaire par tête a augmenté en nominal de 5,5 % au deuxième trimestre sur un an et le salaire horaire de 8,3 % (la durée du travail a baissé sur la période) contre 4,1 % et 4,3 % respectivement un an plus tôt. Combinée à une inflation qui baisse, cette hausse des salaires permet un rattrapage des salaires réels depuis le début de l'année. Corrigé du déflateur de la consommation, le salaire horaire réel a augmenté de 4,1 % sur un an. Il reste néanmoins 4 % plus bas que le niveau qu'il avait début 2021.

Malgré la hausse des taux d'intérêt hypothécaires, le marché de l'immobilier est resté ferme au premier semestre, à l'aune de l'investissement logement. Pourtant, le secteur de l'ancien accuse un retournement déjà bien visible. Les transactions qui avaient beaucoup augmenté après la crise Covid ont baissé en 2022 et 2023 – mais restent très supérieures à leur niveau de 2019 – et les prix ont ralenti (graphique 2). Mais à l'opposé, dans le secteur du neuf, les prix continuent de progresser rapidement (7,7 % au deuxième trimestre pour une moyenne 2015-2022 de 6,3 %) et ont largement dépassé leur niveau de 2008. Cette hausse des prix dans le neuf s'articule à des transactions encore fermes sur un marché très tendu. Même si les permis de construire restent dynamiques et plus élevés qu'en 2019, l'offre de nouveaux logements est relativement contrainte. Le resserrement

4. Selon ces travaux, le vieillissement de la population au cours de la dernière décennie aurait contribué à une baisse de 3,4 points de pourcentage du taux d'activité en 2022 et continuerait à hauteur de 2,8 points supplémentaires à l'horizon 2030 (4,4 sans la prise en compte des flux nets des migrants).

monétaire n'a donc encore pas impacté l'investissement logement. Malgré tout, les nouveaux crédits immobiliers se contractent depuis un an.

Graphique 2. Prix du logement dans l'ancien et le neuf



Mais la résilience a ses limites

Si jusqu'alors l'économie espagnole a fait preuve de résilience, l'impact récessif de la politique monétaire devrait peser sur la croissance à l'horizon 2024. Ce choc pourrait s'articuler avec la fin des mesures de soutien à l'économie qui accompagne la désinflation mais aussi et surtout avec l'engagement du gouvernement à respecter ses objectifs de réduction du déficit budgétaire en 2024. Du côté des prix, la baisse des prix du pétrole est terminée et un léger infléchissement à la hausse est à attendre au second semestre 2023, tout comme celui du gaz. Cet impact devrait rester marginal sur les prix, notamment au regard de la diffusion des baisses du début 2023 dans les circuits de production. L'année 2024 pourrait être marquée par un conflit sur le partage de la valeur ajoutée, les salariés revendiquant une récupération de leur pouvoir d'achat par des hausses de salaires plus importantes et les entreprises pouvant être tentées par une répercussion de ces hausses dans les prix. Au deuxième trimestre 2023, les entreprises ont reconstitué leurs marges, le taux de marge des SNF est revenu à son niveau pré-crise Covid. Nous faisons l'hypothèse que la hausse des salaires sera absorbée, au moins partiellement, par les marges.

Le ralentissement est attendu dès le troisième trimestre

L'exercice de prévision pour le troisième trimestre s'appuie sur l'information conjoncturelle disponible qui semble indiquer un nouvel infléchissement de la croissance. Dans l'industrie, la situation ne cesse de se dégrader. La baisse de la production, visible depuis plusieurs mois, s'est accélérée en juillet et août 2023, en phase avec celle du taux d'utilisation des capacités de production jusqu'à un niveau très en deçà du niveau normal d'utilisation. Les carnets de commandes ont chuté en juillet et août et l'indicateur de confiance dans l'industrie se dégrade depuis plus d'un an et est en dessous de sa moyenne de long terme. Dans les services et la construction, le climat de confiance reste favorable mais l'indicateur s'est retourné dans la construction au début de l'été. Côté demande, les ventes dans les grandes enseignes, très dynamiques jusqu'en avril, stagnent à un haut niveau depuis mai. Les immatriculations sont restées stables à un bas niveau. Nous prévoyons un ralentissement du PIB autour de 0,3 % par rapport au deuxième trimestre.

2024 : le coût des taux d'intérêt élevés et d'une inflation modérée

Au-delà du très court terme, comme on l'a dit, l'économie sera de plus en plus impactée par l'environnement monétaire très restrictif mis en place depuis un an⁵ et la fin des mesures de soutien à l'économie. Le 28 juin 2023, un nouveau décret-loi royal (RDL 5/2023) prolongeait jusqu'au 31 décembre 2023 les mesures adoptées en décembre 2022 pour faire face aux conséquences de la guerre en Ukraine (baisse de la TVA de 10 à 5 % pour les huiles et les pâtes et de 4 à 0 % pour les produits alimentaires de base⁶, baisse de 50 % des abonnements dans les transports publics, bonification du carburant de 10cts puis de 5 cts au quatrième trimestre pour les usages professionnels), le tout pour un montant de 3,8 milliards d'euros. Mais l'engagement du gouvernement pris en avril dernier de ramener le déficit public sous la barre des 3 % du PIB dès 2024, contre 2025 jusque-là (après un objectif à 3,9 % en 2023) montre la détermination du gouvernement à contrôler la dette. Toutefois, à la suite de l'absence de majorité à l'Assemblée après

5. Selon la variante publiée dans le Programme de stabilité actualisé 2023-2026, une hausse de 120 points de base de taux d'intérêt aurait un impact négatif de 0,1 point sur la trajectoire de référence du PIB la première année et 0,4 point la deuxième année. Entre 2020 et 2022, les taux directeur de la BCE a crû de 400 pb.

6. La mesure sera désactivée plus tôt si l'inflation sous-jacente passe sous la barre de 5,5 % en septembre.

les élections législatives du 23 juillet dernier, le flou politique est de retour. Le Parti Populaire mené par Alberto Nunez Feijoo n'a pas réussi à définir une majorité pendant les 2 mois qui ont suivi l'élection et si le Parti Socialiste mené par Pedro Sanchez échoue à son tour, de nouvelles élections seront convoquées le 14 janvier 2024. En attendant, le budget 2023 a été prorogé à 2024.

Sur la base du Programme de stabilité actualisé 2023-2026 publié en avril dernier, le gouvernement a révisé à la baisse les objectifs de déficits à 3,9 % en 2023 et 3 % en 2024. Au deuxième trimestre, le solde public se situe à 4,4 % sur un an, après 4,7 % fin 2022. En 2024, l'effort budgétaire nécessaire pour atteindre cet objectif devrait être de -0,8 % du PIB. La quasi-totalité de cet effort est liée à la disparition des mesures prises en 2022 et 2023 pour faire face aux conséquences de la guerre en Ukraine (baisse des taxes sur l'électricité, les produits alimentaires de base, chèques pour les ménages les plus démunis, soutien aux secteurs exposés...). Avec la désinflation, ces mesures seront supprimées en 2024, signifiant des économies de l'ordre de 0,8 point de PIB. En 2024, par contre, devraient être mises en place la limitation à 50 % du report des pertes consolidées de 2023 des grands groupes ainsi que la baisse de l'IS de 25 % à 23 % pour les PME, le tout ayant un impact de 0,1 % du PIB. En l'absence d'une nouvelle loi de finances pour 2024, on considère qu'il n'y aura pas d'autres nouvelles mesures mais l'objectif d'un déficit à 3 % pourrait être atteint. La dette atteindrait alors 105,4 % du PIB, après 111,6 % en 2022.

La désinflation devrait se poursuivre jusqu'à fin 2024. Un point bas a été atteint en juin dernier à 1,6 % pour l'IPCH, du fait de la chute de 24,8 % des prix de l'énergie et du ralentissement des prix des produits alimentaires à 10 %. Depuis, l'inflation a légèrement augmenté (2,4 % en août). En prévision, le rebond de 15 % des prix du pétrole en euros au second semestre puis la légère baisse début 2024 ainsi que la légère hausse des prix du TTF sur le marché gazier prévue à 5 % ne devrait pas impacter beaucoup les prix en 2024. Les prix alimentaires ont ralenti au troisième trimestre et le mouvement devrait se poursuivre malgré la normalisation prévue de la TVA sur les produits de base. Enfin, l'inflation sous-jacente pourrait continuer d'augmenter jusqu'à 5,2 % au début 2024 avant de baisser à 3% fin 2024. Cette inflation sous-jacente continuerait d'être nourrie à la fois par la propagation des hausses passées du prix de l'énergie, notamment, mais également par la répercussion d'une partie de la hausse de coûts salariaux unitaires à attendre

dans les prochains mois. Au total, l'inflation remonterait à 3,7 % début 2024 et finirait l'année à 2,4 %.

Au vu des données d'emploi sur les nouvelles affiliations à la sécurité sociale depuis plusieurs mois et la baisse récente des nouveaux contrats, il semble que les entreprises poursuivent leur ajustement. L'emploi a stagné au deuxième trimestre et pourrait baisser au suivant. Le cycle de productivité horaire, mesuré sur la base d'une tendance de long terme de 0,6 % s'est refermé et nous faisons l'hypothèse que la productivité horaire restera sur cette tendance à l'horizon de notre prévision. La durée du travail devrait augmenter sur toute la période au détriment de l'emploi qui devrait baisser de 0,3-0,2 % par trimestre jusqu'au début de 2024 puis stagner les trimestres suivants. Le taux de chômage après avoir atteint un point bas à 11,6 % au deuxième trimestre, devrait repartir à la hausse jusqu'à atteindre 13,1 % fin 2024.

Du côté des salaires, la hausse est déjà bien engagée et devrait se poursuivre. Les négociations conclues dans le cadre des conventions collectives montrent une accélération des salaires couverts de 3,38 % en août et de 4,25 % pour les accords qui viennent d'être signés (soit un quart d'entre eux), contre 2,6 % et 2,9 % respectivement en août 2022. Toutefois, un accord-cadre (Acuerdo por el Empleo y la Negociación Colectiva) a été conclu entre les partenaires sociaux (syndicats de travailleurs CCOO et UGT et le patronat CEOE et Cepyme) le 31 mai dernier pour fixer une hausse globale des salaires de 10 % étalée sur trois ans : 4 % en 2023, 3 % en 2024 et en 2025. Une clause de revalorisation salariale de 1 % est prévue si l'inflation est trop élevée. De même en 2022, l'État avait conclu un accord de hausse des salaires dans la fonction publique de 8 % étalée sur 3 ans, dont 2 % en 2024. Dès lors, la modération salariale devrait primer d'autant que l'inflation restera faible. Après 8,3 % sur un an au deuxième trimestre, les salaires horaires pourraient augmenter sur un an de 4,8 % en moyenne au deuxième semestre puis de 3,6 en moyenne en 2024. Ces hausses sont supérieures à l'inflation, les salariés devraient donc gagner en pouvoir d'achat. Et la hausse du salaire réel devrait légèrement dépasser les gains de productivité, au détriment des marges des entreprises (graphique 3).

Le revenu réel des ménages devrait stagner à l'horizon de fin 2024 mais la consommation devrait bénéficier de la décruce du taux d'épargne. Celui-ci reviendrait à son niveau moyen de 2019 mais resterait supérieur à sa moyenne de long terme, signifiant en cela que

la sur-épargne (l'épargne contrainte pendant la crise Covid) puis l'excès d'épargne (défini comme le non retour au comportement antérieur moyen) restent non consommés.

L'investissement logement devrait souffrir de la hausse des taux en 2024 et se retournerait après avoir atteint un point haut d'ici la fin de l'année. L'investissement des entreprises, composante très cyclique, baisserait lui aussi en 2024 avec le ralentissement de la demande intérieure.

Côté commerce extérieur, de légers gains de parts de marché sont attendus du fait d'un niveau des prix un peu plus bas que dans les autres pays. La croissance du tourisme international en revanche qui avait soutenu les recettes d'exportations ne devrait plus jouer en 2024.

Graphique 3. Part de la masse salariale dans la valeur ajoutée



Espagne : résumé des prévisions

Variations par rapport à la période précédente, en %

	2023				2024				2022	2023	2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
PIB	0,6	0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	5,8	2,5	1,5
PIB par habitant	0,6	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	5,4	2,0	0,9
Consommation des ménages	0,3	2,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	4,7	1,7	2,1
Consommation publique	-0,5	1,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	-0,2	2,4	1,1
FBCF totale¹ dont :	3,1	-1,0	1,0	0,7	0,1	-0,3	-0,5	-0,5	2,4	2,8	1,1
<i>productive</i>	3,8	1,9	1,0	1,0	0,3	0,0	-0,3	-0,3	2,7	3,0	1,8
<i>logement</i>	1,2	2,2	1,0	0,0	-0,5	-1,0	-1,0	-1,0	1,4	2,1	-1,0
Exportations de biens et services	4,6	-3,2	0,8	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	15,2	3,4	1,2
Importations de biens et services	4,1	-2,1	1,2	0,6	0,4	0,4	0,4	0,4	7,0	1,7	1,5
Contributions :											
Demande intérieure hors stocks	0,6	1,2	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	3,1	2,0	1,6
Variations de stocks	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
Commerce extérieur	0,3	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	2,8	0,7	0,0
Prix à la consommation (IPCH) ²	4,8	4,1	3,3	4,4	2,7	3,2	2,8	2,4	6,5	4,2	2,8
Taux de chômage	13,3	11,6	12,0	12,5	12,8	12,9	13,0	13,1	12,9	12,3	13,0
Solde courant, en % du PIB									0,6	2,7	2,9
Solde public, en % de PIB									-4,7	-4,0	-3,0
Dette publique, en % de PIB									111,6	106,9	105,4
Impulsion budgétaire, en points de PIB									-1,0	-0,1	-0,8
PIB zone euro	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	3,4	0,5	1,0

1. Les comptes trimestriels espagnols ne permettent pas d'isoler l'investissement public.

2. Pour les trimestres, glissement annuel. Pour les années, moyenne annuelle.
INE, prévision OFCE octobre 2023.

