ESPAGNE

CROISSANCE ROBUSTE

La croissance espagnole demeurerait stable à un bon niveau selon nos prévisions (2,6% en 2026 et 2,2% en 2027), nettement supérieure à celle de la zone euro. La dynamique est portée par la consommation, l'investissement et un marché du travail toujours dynamique. Le rebond industriel est plus prononcé que dans la moyenne européenne en raison d'un avantage en matière de salaires et d'énergie (*mix* et coût). Néanmoins, en l'absence de gains de productivité, le marché du travail se rapproche de ses limites structurelles, ce que traduit notamment une inflation supérieure à la moyenne européenne. En parallèle, la trajectoire budgétaire demeure favorable avec un déficit et un ratio de dette en baisse, ainsi qu'un *spread* contenu.

CROISSANCE : STABLE À UN NIVEAU ÉLEVÉ

La croissance est restée robuste au 1er semestre 2026 (+0,65% t/t en moyenne par trimestre), principalement portée par la consommation privée (contribution de +0,4pp) et l'investissement (+0,1pp, principalement soutenu par l'investissement en produits de propriété intellectuelle [+0,7pp]). Ces deux moteurs devraient perdurer dans les prochains mois avec l'amélioration additionnelle du marché du travail et la poursuite des décaissements du plan NGEU, qui prendra toutefois fin en décembre 2026 (le quart du montant alloué, soit EUR 25 mds, reste à décaisser).

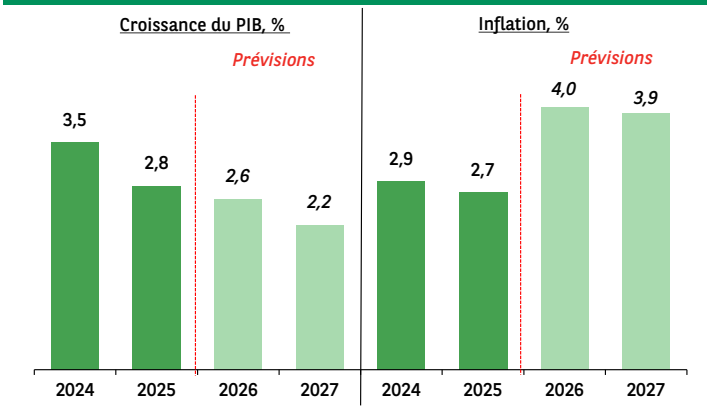
Selon nos prévisions, la croissance espagnole atteindrait 2,6% en 2026 avant de ralentir modérément à 2,2% en 2027, tout en restant nettement supérieure à celle de la zone euro (1,1% puis 1,5%). Après un repli lié au conflit en Iran, le climat des affaires, et notamment le PMI services, fait de nouveau preuve de solidité (l'indice s'est stabilisé autour de 58 durant l'été, un plus haut depuis début 2023). L'industrie reste, en revanche, davantage affectée par les tensions géopolitiques, comme en témoigne un PMI manufacturier qui oscille autour de 50 depuis fin 2025.

UNE INDUSTRIE PLUS COMPÉTITIVE GRÂCE À UN AVANTAGE ÉNERGÉTIQUE DURABLE

Bien que l'industrie pèse moins dans la valeur ajoutée espagnole que dans d'autres pays (15%, contre 23% en Allemagne, 19% en Italie et 14% en France), elle affiche, depuis fin 2019, une nette surperformance : la valeur ajoutée industrielle a augmenté de 10,9% (contre +8,3% en France, +1,6% en Italie et -2,2% en Allemagne). Sur 2019-2026, les secteurs ayant le plus surpassé leurs homologues européens sont l'informatique (+45% en Espagne contre +10% en moyenne en Allemagne, France et Italie) et l'industrie pharmaceutique (+38% contre +17%), tandis que la chimie (+3% contre -16%), le papier (-2% contre -13%) et la production automobile (-11% contre -26%) ont moins souffert qu'ailleurs (cf. graphique).

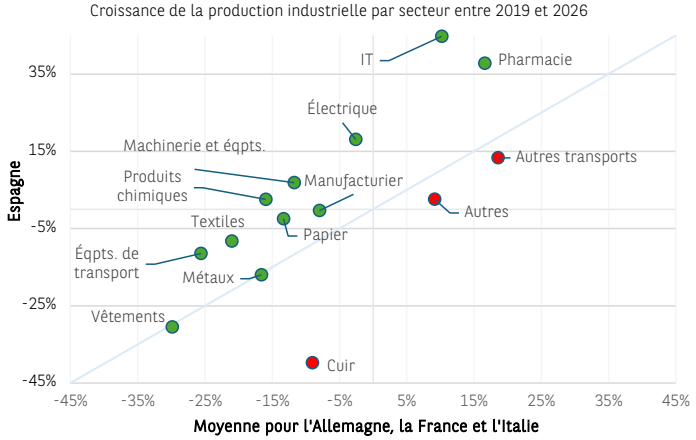
La dynamique de l'industrie espagnole s'explique par un *mix* énergétique plus favorable. L'Espagne a vu son prix à la production d'énergie augmenter plus modérément qu'en zone euro (de 20 pp de moins) depuis 2022, ce qui a renforcé la compétitivité de son industrie face à ses concurrents européens. Cet avantage tient à une moindre dépendance au gaz et à un recours accru aux énergies renouvelables[1]. Selon une étude de Caixa Bank, les industriels de taille moyenne en tirent le plus grand bénéfice, avec une électricité 29% moins chère que la moyenne de la zone euro depuis 2023. Les grands consommateurs industriels paient eux aussi nettement moins cher qu'en Italie ou en Allemagne, mais davantage qu'en France selon les données Eurostat.

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1 SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Les industries espagnoles de la pharmacie et de l'IT surperforment largement celles de ses pairs européens depuis 2019



GRAPHIQUE 2 SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

1 Le gaz représente environ 21% du *mix* énergétique espagnol (contre 39,8% en Italie, 27,5% en Allemagne et 12,1% en France), tandis que la part des énergies renouvelables dépasse 58% de la production d'électricité.

MARCHÉ DU TRAVAIL : L'AMÉLIORATION SE POURSUIT, MAIS LES MARGES SE RÉDUISENT

Le marché du travail reste l'un des principaux soutiens de l'activité espagnole. Le taux de chômage est passé sous la barre symbolique des 10%, atteignant 9,9% au T2 2026, son plus bas niveau depuis le T1 2008, tandis que les créations d'emplois restent robustes (+680 000 sur un an, soit 22,4 millions d'actifs en août). Les services concentrent toujours l'essentiel de cette dynamique, avec 76,7% des créations d'emplois. L'immigration contribue également à accroître la main-d'œuvre disponible : la part de travailleurs étrangers dans la population active atteint 18,4% au T2 (+0,9pp sur un an), tandis que la régularisation annoncée de 500 000 personnes devrait faciliter les recrutements dans les secteurs confrontés à des pénuries de main-d'œuvre tels que la construction et les services.

Une marge de diminution du taux de chômage persiste probablement, mais elle nécessitera d'adopter les mesures pour lutter contre le chômage des jeunes, nettement plus élevé en Espagne (22,9% en juillet) que dans la moyenne de la zone euro (14,9%).

Toutefois, à mesure que le temps passe, les marges d'amélioration se réduisent. Les créations d'emplois devraient ralentir et les tensions salariales se renforcer. À moyen terme, le marché du travail devrait donc de moins en moins contribuer à la croissance espagnole, tout en alimentant davantage les tensions inflationnistes. Faute de hausse des gains de productivité pour prendre le relais[2], la croissance espagnole est ainsi vouée à ralentir.

UNE INFLATION PLUS ÉLEVÉE QU'AILLEURS DANS LA ZONE EURO

Le choc énergétique maintient l'inflation espagnole à un niveau élevé. Passée de 3,4% a/a en mars à 4,5% en août, elle est désormais nettement supérieure à celle de la zone euro (3,3%). Cette accélération s'explique principalement par la hausse des prix de l'énergie (+17,3% en août par rapport à février), notamment sous l'effet du renchérissement des prix des carburants et de l'électricité. L'inflation sous-jacente a également progressé mais dans une moindre mesure, passant de 3,2% en mars à 3,5% en août (+0,3pp). La hausse de l'inflation sous-jacente reste néanmoins supérieure à celle observée en moyenne dans la zone euro (+0,1 pp) et, en particulier, chez les proches voisins de l'Espagne (+0,1 pp en Allemagne et en France, -0,1 pp en Italie). La diffusion du choc énergétique au reste du panier de consommation constitue donc un point de vigilance pour les prochains mois.

La dynamique salariale s'est légèrement renforcée, à +3% a/a en nominal depuis mai (contre +2,9% en moyenne depuis le début de l'année et +3,4% en 2025), mais elle ne suffit pas à compenser la hausse des prix à la consommation. Les salaires réels demeurent ainsi plus de 2 points en dessous de leur niveau du T4 2020. Le revenu disponible brut réel, tiré à la hausse par les créations d'emplois, est mieux orienté, en hausse de 16% depuis le T4 2020. Le taux d'épargne reste élevé en comparaison historique (11,3% du revenu disponible, contre 8,7% en moyenne entre 1999 et 2019). En conséquence, la consommation privée continue à soutenir l'activité, mais à un rythme qui ralentit avec le temps.

L'inflation devrait atteindre +4% en moyenne en 2026, avant de ralentir marginalement à +3,9% en 2027 à mesure que les effets du choc énergétique s'estomperont. Cette décrue devrait toutefois rester progressive et maintenir les gains de pouvoir d'achat sous pression.

UNE TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE QUI RESTE FAVORABLE

La trajectoire budgétaire espagnole reste bien orientée, soutenue par la forte croissance nominale du PIB et la consolidation progressive facilitée par la reconduction du budget de l'État depuis 2023. Après s'être réduit à 2,4% du PIB en 2025, le déficit public diminuerait légèrement en 2026 (à 2,3%), puis à nouveau en 2027 (2,1%), avant de se stabiliser jusqu'à la fin de la décennie selon nos prévisions. La dette poursuivrait sa décrue, de 100,7% du PIB en 2025 à 99,1% en 2026 et 97,7% en 2027, puis 95% en 2030. La croissance nominale (+5,8% en 2026 et 3,9% en moyenne jusqu'en 2030), largement supérieure au taux d'intérêt apparent sur la dette (2,6% en 2026 et soumis à une pression modérée à la hausse d'ici à 2030), continuera de favoriser cette dynamique. Cette trajectoire favorable contribue à contenir le *spread* avec le Bund, qui s'établirait à 48 pb en fin d'année 2026 (contre 60 pb en 2025). Les finances publiques espagnoles disposent ainsi de marges de manœuvre relativement importantes.

LE COMMERCE EXTÉRIEUR POURRAIT DEVENIR UN FREIN À LA CROISSANCE

Les comptes extérieurs espagnols restent solides, mais leur contribution à la croissance devrait progressivement se dégrader. **Comme anticipé**, l'excédent courant s'est réduit à +2,3% du PIB en moyenne mobile sur 12 mois au T2 (contre +3,0% l'an dernier), sous l'effet du tassement de l'excédent sur les échanges de services, en particulier non touristiques. De son côté, l'excédent de services touristiques reste particulièrement dynamique. Il est soutenu par la forte hausse du nombre d'arrivée de touristes (+6,1% a/a en juillet et +4,5% a/a depuis le début de l'année), et bénéficie notamment de la réorientation des flux internationaux de voyageurs liée aux tensions au Moyen-Orient.

En parallèle, la facture énergétique s'est alourdie. En effet, la hausse du prix du pétrole et du gaz a creusé davantage le déficit de la balance de biens malgré des exportations toujours élevées. La vigueur de la demande intérieure devrait également continuer de stimuler les importations. Le commerce extérieur devrait ainsi apporter une contribution plus faible, voire négative, à la croissance au cours des prochains trimestres.

L'Espagne continue d'attirer des investissements directs étrangers (IDE), notamment chinois dans les secteurs liés à la transition énergétique. Elle se classait en 2025 au quatrième rang des pays récipiendaires de l'UE. Ces flux contribuent au développement de la capacité du pays à produire et à exporter.

Achevé de rédiger le 15 septembre 2026

Lucie Barette
lucie.barette@bnpparibas.com

2 Le déficit de productivité espagnol persiste : l'écart est de 30% vis-à-vis de l'Allemagne selon le *Conference Board*.