

LA DEMANDE INTÉRIEURE DEVRAIT CONTINUER DE SOUTENIR LA CROISSANCE

L'économie espagnole est engagée dans un cycle long favorable, marqué par une croissance élevée, soutenue par la demande intérieure. En 2026, la surperformance par rapport à la zone euro se maintiendrait, mais la croissance ralentirait, pénalisée par l'affaiblissement de ses soutiens structurels (main-d'œuvre disponible), le manque de relais (faible productivité) et le choc inflationniste. Elle atteindrait 2,3% en 2026 (révisée à la baisse de 0,2pp). L'inflation accélérerait à 3,3% (révisée à la hausse de 1pp) et pèserait sur le pouvoir d'achat des ménages. Les finances publiques auraient la capacité de modérer cet impact, sans remettre en cause la trajectoire de réduction du ratio de dette publique.

CROISSANCE: UNE DYNAMIQUE QUI DEVRAIT RESTER SOLIDE

La croissance du PIB espagnol a dépassé celle de la zone euro pour la cinquième année consécutive en 2025 (+2,8% contre +1,5%, +1,8pp d'écart en moyenne sur les 5 ans). Elle devrait toutefois ralentir en 2026. Ce ralentissement tient en partie à des facteurs structurels : la croissance repose largement sur les créations d'emplois, qui devraient diminuer à mesure que le plein emploi se rapproche, alors que la productivité ne prend pas le relais (voir plus bas).

L'Espagne est exposée aux conséquences du conflit au Moyen-Orient, bien que moins que d'autres pays. Son mix énergétique est, notamment, plus favorable : le gaz ne représente qu'environ 21% de celui-ci (contre 39,8% en Italie, 27,5% en Allemagne, 12,1% en France), tandis que la part des énergies renouvelables dépasse 58% dans la production d'électricité¹. L'industrie pèse également nettement moins dans l'activité (15% de la valeur ajoutée espagnole, contre 23% en Allemagne et 19% en Italie et 14% en France), ce qui limite de fait cette exposition. En revanche, la hausse des prix du pétrole pèsera, comme ailleurs, sur le pouvoir d'achat des ménages, alors que l'inflation est déjà supérieure à la moyenne européenne. La conjoncture reste toutefois relativement favorable, avec des PMI composite et services en zone d'expansion depuis près de deux ans et demi. Le PMI manufacturier est, en parallèle, à 50 ou en deçà depuis décembre (48,7 en mars).

L'Espagne devrait donc continuer d'afficher une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro. Les tensions sur le pouvoir d'achat ne devraient pas empêcher la demande intérieure de rester un moteur de l'activité, portée la vigueur du marché du travail, même si celle-ci devrait aller en s'atténuant. L'investissement continuerait également de soutenir la croissance, 2026 constituant la dernière année de décaissement des fonds NGEU (avec EUR 23 mds de subventions et EUR 7 mds de prêts restant à mobiliser), avant un probable ralentissement en 2027. À l'inverse, le commerce extérieur pourrait être pénalisé par un ralentissement des flux touristiques.

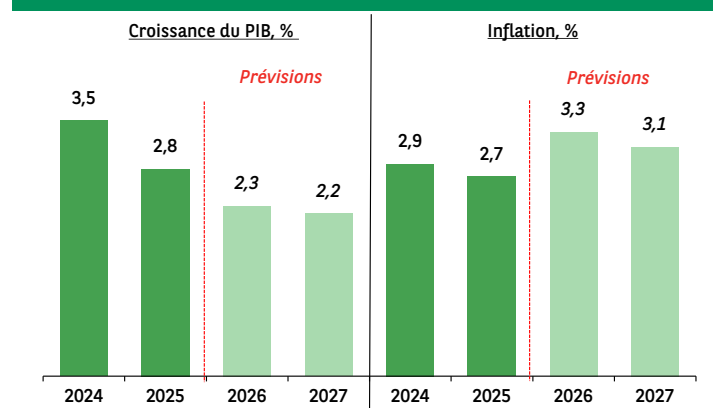
MARCHÉ DU TRAVAIL: UN MOTEUR QUI APPROCHE DE SES LIMITES

Le dynamisme de la consommation des ménages reste soutenu par un marché du travail tendu. Les créations d'emplois demeurent robustes (22 millions d'actifs en mars, +523 K sur un an), tandis que le taux de chômage poursuit sa baisse (-1,1 pt a/a à 9,8% en janvier, sous la barre des 10% pour la première fois depuis mars 2008), soutenant la dynamique salariale. Le secteur des services concentre l'essentiel de cette dynamique (79% des créations d'emplois). Par ailleurs, l'immigration continue de jouer un rôle clé : la part de la population active étrangère s'est stabilisée à 17,7 % au T4 2025, contribuant à atténuer les effets du vieillissement démographique. Le gouvernement a, en parallèle, engagé un processus de régularisation des migrants de vaste ampleur, qui concernera environ 500 000 personnes. Cela viendrait soutenir l'offre de travail à court terme.

¹ Contre 58% en Allemagne, 51% en Italie et 22% en France.

² Mécanisme temporaire adopté en 2022 par l'Espagne et le Portugal, autorisant un plafonnement du prix du gaz utilisé pour produire de l'électricité, dérogeant au marché européen. Il a ainsi permis de limiter l'inflation durant la crise énergétique.

Croissance et inflation



GRAPHIQUE 1

SOURCE : BNP PARIBAS GLOBAL MARKETS

Des fragilités structurelles subsistent néanmoins. Le taux de chômage reste supérieur à la moyenne de la zone euro (6,2%), en particulier chez les jeunes (23,8% contre 14,9%). Par ailleurs, les enquêtes de conjoncture soulignent que la pénurie de main-d'œuvre continue de freiner la production, tant dans la construction que dans les services, à un niveau bien supérieur à la moyenne historique.

Dans ce contexte, le marché du travail espagnol se rapproche progressivement de ses contraintes structurelles. Le chômage, bien qu'en baisse, resterait supérieur à celui des autres grandes économies européennes (9,6% en 2027 selon la Commission européenne, contre 6,2% en zone euro). À mesure que ces marges de rattrapage se réduisent, la contribution de l'emploi à la croissance devrait s'atténuer, tandis que les tensions salariales se renforceraient. Cette évolution suggère une réduction progressive du rôle du marché du travail dans le soutien à l'activité, et le renforcement des tensions salariales et inflationnistes à moyen terme.

L'INFLATION PÈSERA SUR LE POUVOIR D'ACHAT

L'Espagne entame ce choc énergétique avec une inflation supérieure à la moyenne européenne (3,3% a/a en mars, contre 2,5% en zone euro), reflet d'une économie en tension. La hausse des prix de l'énergie (+7,6% a/a en mars) n'a, à ce stade, pas été transmise à l'inflation sous-jacente. Néanmoins, celle-ci reste relativement élevée (2,9 % en mars).

Les tensions sur l'offre sont, en Espagne comme ailleurs, plus modérées qu'en 2022. C'est également le cas concernant la demande, qui était très dynamique en sortie de Covid. Cependant, contrairement à cette période, l'Espagne ne bénéficie plus de l'exception ibérique².



Néanmoins, son mix énergétique l'expose toujours moins que d'autres pays à une transmission des prix du gaz à ceux de l'électricité (en raison du poids élevé des énergies renouvelables).

La dynamique salariale s'essouffle (+2,9 % a/a en nominal en janvier-février, contre +3,4% en moyenne en 2025). L'inflation est ainsi déjà supérieure à la croissance des salaires nominaux, ce qui entraîne une érosion des salaires réels. Ceux-ci ne parviendraient ainsi pas à combler le retard accumulé depuis la crise inflationniste (ils restent inférieurs d'environ 7 points au niveau du T1 2020). La croissance du revenu disponible brut réel resterait toutefois plus résiliente, car elle repose sur un déflateur de la consommation moins sensible aux prix de l'énergie importée, et bénéficie du soutien des finances publiques (voir ci-dessous). Cela permettrait de continuer de soutenir la consommation des ménages, bien qu'à un rythme plus modéré.

UNE TRAJECTOIRE BUDGÉTAIRE LÉGÈREMENT AFFECTÉE, MAIS TOUJOURS FAVORABLE

Le gouvernement a rapidement mis en place des mesures de soutien au choc énergétique, pour près de EUR 5 mds (0,3% du PIB). Elles comprennent des allègements fiscaux sur l'énergie (baisses de TVA), des aides ciblées aux secteurs les plus exposés ainsi que des mesures de soutien aux ménages. De nature temporaire, ces mesures exceptionnelles viennent en addition du budget et pèsent à court terme sur les finances publiques, tout en conservant un impact limité sur la trajectoire de moyen terme.

L'Espagne utilise ainsi les marges de manœuvre dont elle dispose, et qui sont supérieures à celles des autres pays européens. Sa trajectoire budgétaire est en effet favorable, marquée par une consolidation progressive facilitée par la croissance nominale du PIB et la reconduction du budget de l'État depuis 2023. Le déficit public s'est ainsi réduit à -2,2% du PIB en 2025 (-1,1 pt en trois ans), tandis que la dette s'établissait à 100,7% (proche d'un retour à son niveau pré-Covid).

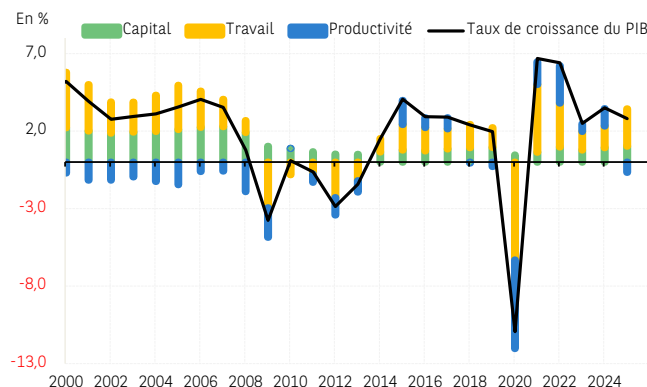
Dans ce contexte, les mesures de soutien devraient entraîner une légère dégradation du solde budgétaire, via une baisse des recettes et une hausse des dépenses. Néanmoins, la croissance nominale attendue (5,7% en 2026 et 4,9% en 2027) devrait permettre de poursuivre la baisse du ratio d'endettement. La consolidation se poursuivrait, bien qu'à un rythme légèrement plus lent qu'anticipé. Le déficit augmenterait à -2,5% du PIB en 2026 avant de reculer à -2,3% en 2027, tandis que le solde primaire redevenirait excédentaire (+0,1% puis +0,3%). Dans un contexte où le taux d'intérêt apparent sur la dette (2,6%) resterait inférieur à la croissance nominale, la dynamique de dette demeurerait bien orientée. Le ratio de dette publique passerait ainsi sous le seuil des 100% dès 2026 (98,1%), avant de poursuivre sa baisse en 2027 (96,5%). Cette dynamique favorable devrait permettre de maintenir un *spread* modéré avec le taux à 10 ans allemand (de l'ordre 50 pb depuis le déclenchement du conflit en Iran contre 59 pb en moyenne en 2025).

UN EXCÉDENT EXTÉRIEUR QUI DIMINUERAIT

Les comptes extérieurs espagnols demeurent solides. Malgré un repli, l'excédent courant est resté élevé à +2,3% du PIB au T4 2025. Il s'éroderait dans les prochains mois, sous l'effet d'un tassement attendu de l'excédent des services, en particulier touristique. En effet, la croissance des arrivées de touristes a ralenti (+2,3% a/a en février 2026 contre +6,1% un an plus tôt).

Parallèlement, le déficit de la balance des biens devrait se renforcer sous le poids de la hausse du prix du pétrole. Les exportations devraient continuer de ralentir, pénalisées par les effets des droits de douane

La croissance portée par l'emploi et freinée par la productivité



GRAPHIQUE 2

SOURCES : BNP PARIBAS, CONFERENCE BOARD (TED)

américains. En effet, bien que l'exposition directe de l'Espagne aux États-Unis demeure limitée (moins de 5% du total des exportations de biens et 1,3% du PIB), les effets indirects via les principaux partenaires commerciaux européens restent significatifs. À moyen terme, une amélioration des perspectives de croissance en zone euro pourrait toutefois soutenir les exportations.

Par ailleurs, l'Espagne continue d'attirer des flux importants d'investissements directs étrangers (IDE), se positionnant comme le deuxième pays récipiendaire en Europe – après la France. Ces flux contribuent à renforcer la capacité exportatrice du pays et à contenir, en partie, la dégradation du solde commercial.

UNE FAIBLE PRODUCTIVITÉ QUI LIMITE LE POTENTIEL DE CROISSANCE

Le PIB par habitant de l'Espagne (EUR 26 740) demeure nettement inférieur à celui de ses voisins de la zone euro (EUR 32 850 en moyenne), ce qui s'explique en grande partie par un déficit structurel de productivité. Selon les données de *Conference Board*, une heure de travail en Allemagne génère en moyenne 30% de valeur ajoutée supplémentaire par rapport à l'Espagne (contre 28% en moyenne sur la période 2010-2019)

Ce déséquilibre trouve ses racines dans la structure du tissu productif espagnol, encore dominée par des secteurs à faible valeur ajoutée, notamment le tourisme, malgré le développement du secteur des énergies renouvelables. De plus, la prépondérance des petites et moyennes entreprises dans le pays limite les économies d'échelle et la capacité d'innovation. Enfin, les dépenses en R&D se sont élevées à 1,5 % du PIB en 2024 en Espagne, contre 2,2 % en France et 3,1 % en Allemagne.

Dans ce contexte, la croissance espagnole continue de reposer largement sur l'accroissement de la main-d'œuvre. À terme, le faible niveau de productivité pourrait constituer un frein majeur à la croissance. Ce risque est accentué par le vieillissement de la population et une éventuelle modération des flux migratoires – deux variables susceptibles de réduire encore davantage l'offre de travail disponible.

Lucie Barette avec l'aide de Maëlys Biot (stagiaire)

Achévé de rédiger le 21 avril 2026

