

# Espagne

## La croissance résiste

Dans un environnement économique morose, la croissance espagnole est l'une des plus résistantes de la zone euro, et commence l'année 2019 sur une tendance assez dynamique. Les facteurs de soutien à la conjoncture se situent essentiellement du côté des ménages, dont le taux d'épargne a retrouvé le point bas de 2008. A quelques jours des élections générales du 28 avril, la fragmentation du paysage électoral reste forte. Quel qu'il soit, le parti vainqueur des élections pourrait avoir du mal à construire une coalition majoritaire durable.

### ■ Un début d'année solide

L'Espagne reste, en ce printemps 2019, l'une des plus résilientes parmi les grandes économies de la zone euro. Après trois années de reprise très vive (2015-2017, avec un PIB en hausse de plus de 3,0% par an), l'activité a bien ralenti l'an dernier. Mais, à 2,6% contre 1,8% en moyenne pour l'ensemble de la zone euro, la croissance espagnole continue de faire très bonne figure dans l'espace européen (cf. graphique 2).

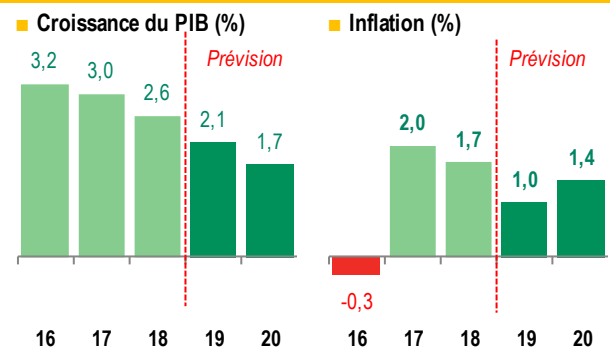
Ceci ne veut pas dire que l'activité s'est révélée insensible à la dégradation de l'environnement international et au ralentissement du commerce mondial. Au contraire, la croissance des exportations de marchandises n'a cessé de ralentir au cours des deux dernières années, jusqu'à devenir négative lors des derniers mois de 2018 et début 2019 (-2,4% g.a. en volume en janvier dernier). Ces développements ont fini par peser sur l'investissement productif qui, hors construction, s'est stabilisé puis a entamé un repli au second semestre de 2018.

De fait, les facteurs de résistance de la croissance espagnole sont plutôt à rechercher du côté de la demande intérieure et en particulier des ménages et, du point de vue sectoriel, du côté des services, dont l'activité était en hausse de +3% g.a. en volume fin 2018 (contre -0,5% g.a. dans le secteur manufacturier). Les données d'activité et d'enquêtes les plus récentes confirment la tendance. Dans le secteur manufacturier, la production était en léger repli au tournant de l'année et l'indice des directeurs d'achats (PMI) du secteur frôlait en février et mars 2019 le seuil de 50 points, indicatif d'une contraction de l'activité. Du côté des services en revanche, après un bref trou d'air à l'automne dernier, les enquêtes se redressent et les perspectives sont bien orientées (graphique 3).

Dans l'ensemble, ces éléments témoignent d'une économie dont la croissance reste pour l'instant stable, à un niveau relativement élevé, tirée par le renforcement de la demande intérieure, malgré le ralentissement des échanges extérieurs. A ce stade, les dernières estimations de la Banque d'Espagne comme de l'autorité de surveillance des politiques budgétaires (Airef) suggèrent d'ailleurs que la croissance trimestrielle du T1 était en ligne avec les rythmes enregistrés en 2018 (0,6%/t). Même en fléchissant un peu au cours des trimestres suivants, la croissance annuelle du PIB pourrait dès lors s'établir un peu au-dessus de 2% en 2019.

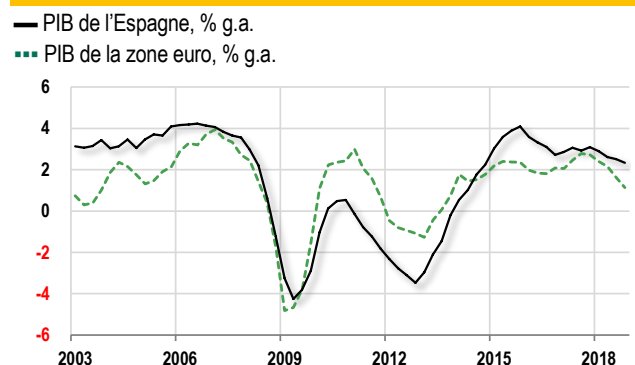
L'issue de la crise britannique sur l'accord du Brexit constitue évidemment un risque baissier, qui se matérialiserait en cas de sortie sans accord et « par accident », entraînant des perturbations

### 1- Croissance et inflation



Sources : Comptes nationaux, BNP Paribas

### 2- Parmi les plus dynamiques



Source : Eurostat

sur les échanges commerciaux à court terme, et accentuant le ralentissement des échanges en Europe. Au-delà, rappelons que, s'agissant du commerce extérieur, l'Espagne ne fait pas partie des pays les plus exposés par une sortie du Royaume-Uni de l'UE<sup>1</sup>

### ■ Des ménages (un peu trop) confiants

Plusieurs facteurs supportent le dynamisme de la demande intérieure. Les créations d'emplois bien sûr, qui conservent un rythme élevé (+2,3% g.a. au T4 2018), alors même que 2,3 millions

<sup>1</sup> Voir *Évaluer l'impact du Brexit sur l'activité des partenaires du Royaume-Uni : le canal des échanges commerciaux*, INSEE, note de Conjoncture mars 2019, pp33 à 51. L'impact estimé pour l'Espagne est légèrement plus faible que celui estimé pour la France, de 0,2 pp. (*soft Brexit*) à 0,5 pp. (*hard Brexit*) de PIB.



de personnes ont retrouvé un travail depuis le point bas de 2013. Le taux de chômage est tombé en deçà de 14% de la population active début 2019 et devrait continuer de baisser tout au long de l'année. La faiblesse de l'inflation également, qui a perdu un point depuis octobre dernier (1,3% en mars 2019) sous l'effet du repli des prix de l'énergie, tandis que sa composante sous-jacente se maintient autour de 1% depuis près de dix-huit mois, sans signe d'accélération. La politique budgétaire enfin, qui, profitant des recettes générées par la croissance, reste légèrement expansionniste, en particulier à destination des ménages. De fait, après la hausse du SMIC en début d'année, et à l'approche des élections législatives, le gouvernement de Pedro Sanchez s'est efforcé de donner du contenu à sa politique de dépenses sociales (extension du congé paternité, amélioration de l'indemnisation des chômeurs âgés) dans les domaines où il peut agir par décrets. Sur les bases actuelles, et en attendant de connaître les orientations du prochain gouvernement, la Banque d'Espagne estime que le déficit budgétaire pourrait s'établir autour de 2,5% du PIB cette année, en légère baisse par rapport à 2018 (2,7%).

Dans ce contexte plutôt porteur, les ménages ibériques sont tout entier tournés vers la dépense, et il faut sans doute regretter qu'ils n'allouent une petite partie de la hausse de leur revenu disponible (1,3% en termes réels l'an dernier) à la reconstitution de leur épargne. Bien au contraire, le dynamisme de la consommation s'appuie également sur une baisse du taux d'épargne, qui est tombé à 5% fin 2018, soit en deçà du point bas de 2008. Avec un marché immobilier plus que dynamique<sup>2</sup>, cette épargne ne suffit plus à couvrir les nouveaux flux d'investissement logement des ménages. Si ces tendances se poursuivent, le ratio d'endettement des ménages, qui a fortement diminué ces dernières années, finirait par se stabiliser à un niveau proche de la moyenne de la zone euro.

#### ■ A la recherche d'une majorité

C'est le rejet en début d'année par le Parlement du projet de budget pour 2019 qui a conduit Pedro Sanchez à convoquer des élections générales anticipées qui se tiendront le 28 avril prochain.

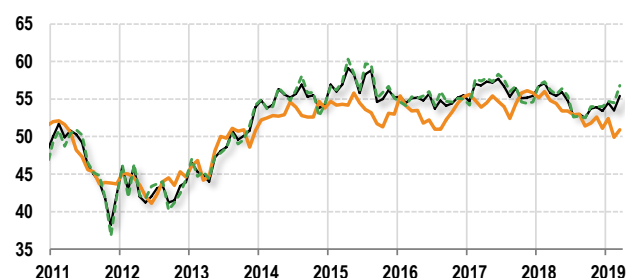
A ce stade, les sondages suggèrent que le Parti socialiste espagnol (PSOE) fait la course en tête, mais tout en rassemblant des intentions de vote plus faibles que celles recueillies par le Parti populaire lors des élections générales de 2016 (33%). Le second fait marquant de la dynamique électorale actuelle est la poussée du parti d'extrême droite Vox, dernier né de la scène politique espagnole, qui bénéficie actuellement d'intentions de vote de l'ordre de 10%. Enfin, en Espagne comme ailleurs, la poussée des partis extrémistes durcit les discours des partis traditionnels.

Au final, il est clair que la fragmentation du paysage politique espagnol ne s'est pas résorbée depuis 2016, bien au contraire. Dans ce contexte, Pedro Sanchez, même si son parti devrait remporter ces élections, pourrait bien rencontrer de grandes difficultés à former une coalition capable de s'installer durablement à la tête du gouvernement. La question de savoir s'il peut s'appuyer,

### 3- Ralentissement manufacturier

Indices des directeurs d'achats (pts)

— composite ; — services ; — industrie manufacturière

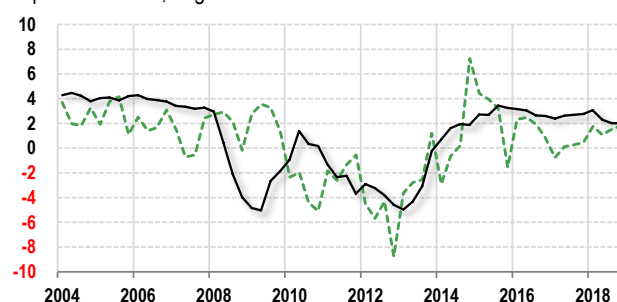


Source : Markit

### 4- Les ménages à la manœuvre

— consommation privée, en volume, % g.a.

--- pouvoir d'achat, % g.a.



Sources : INE, Eurostat

outre Podémos, sur le soutien des partis indépendantistes restera centrale, alors même que la question catalane reste un facteur majeur de division dans le pays. Jusqu'ici, son offre de discuter en profondeur de l'autonomie catalane, dans un cadre constitutionnel, est restée sans écho. Du côté du Parti Populaire (PP) et de son nouveau leader Pablo Casado, la question est de savoir s'il pourrait convaincre Vox et Ciudadanos de répliquer à l'échelle nationale l'alliance formée pour prendre la tête de l'Andalousie en décembre dernier. Même si elle n'est actuellement pas envisagée par ses acteurs, les observateurs n'écartent pas non plus la possibilité d'une alliance PSOE-Ciudadanos.

Frédérique Cerisier

[frederique.cerisier@bnpparibas.com](mailto:frederique.cerisier@bnpparibas.com)

<sup>2</sup> Les prix, dont la hausse dépasse 6% g.a. depuis plus de dix-huit mois, ne sont plus que 20% en deçà du point haut de 2007, contre 37% au point bas fin 2013.

