

FLASH ÉCONOMIE

RECHERCHE ÉCONOMIQUE

15 juin 2012 – N° 430

L'Espagne peut-elle s'en tirer toute seule ?

L'Espagne est confrontée à deux problèmes très sérieux :

- *le changement de modèle de croissance, d'une croissance tirée par la demande intérieure, le crédit et la construction à une croissance autofinancée tirée par les exportations, l'industrie non liée à la construction (toujours le tourisme bien sûr) ; ceci implique une réallocation de la population active, des débouchés des entreprises... et un coût d'ajustement très important ;*
- *l'annulation ou le remboursement des vieilles dettes (privées, bancaires...) liées à la bulle immobilière dont le montant est considérable et dont la qualité se dégrade encore aujourd'hui, d'où des pertes en capital et un besoin de soutien public très importants.*

La question est de savoir si, sans fédéralisme et sans soutien européen majeur, l'Espagne peut faire face à ces deux ajustements.

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteurs :

Patrick Artus

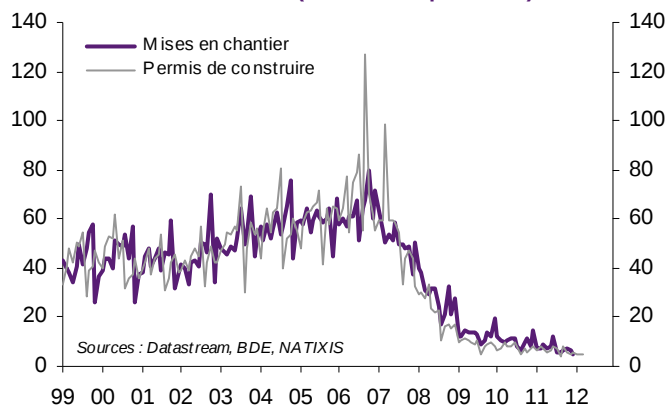
Jésus Castillo

Ajustement du modèle productif (de croissance) de l'Espagne

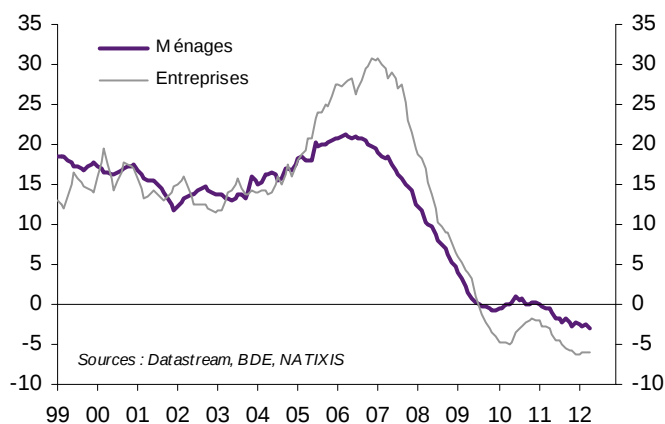
(1) Jusqu'en 2008, le modèle productif de l'Espagne était simple :

- **croissance énorme de l'activité de construction** résidentielle (**graphique 1a**) et commerciale, associée à une croissance très rapide du crédit (**graphique 1b**), des prix de l'immobilier résidentiel (**graphique 1c**), de l'endettement des ménages, des promoteurs immobiliers (**graphique 1d**) ;
- **déformation de l'économie vers la construction et vers les secteurs liés à la construction** (services financiers, biens intermédiaires et autres produits industriels liés à la construction, services immobiliers..., **graphiques 2a-2b**). Les productions industrielles liées à l'immobilier (biens intermédiaires...) s'effondrent avec la crise de la construction ;
- **économie tirée par la demande intérieure**, avec la forte croissance de l'emploi et des salaires (**graphique 3a**), l'insuffisance de la capacité de production industrielle par rapport à la demande intérieure (**graphique 3b**), **la dégradation du commerce extérieur** (**graphique 3c**) malgré l'excédent du tourisme ;
- **dégradation de la situation financière des entreprises**, avec la déformation du partage des revenus en faveur des salariés **de 2005 à 2008, le recul de la productivité**, d'où la chute du taux d'autofinancement et la très forte hausse de l'endettement des entreprises (**graphiques 4a-4b-4c**).

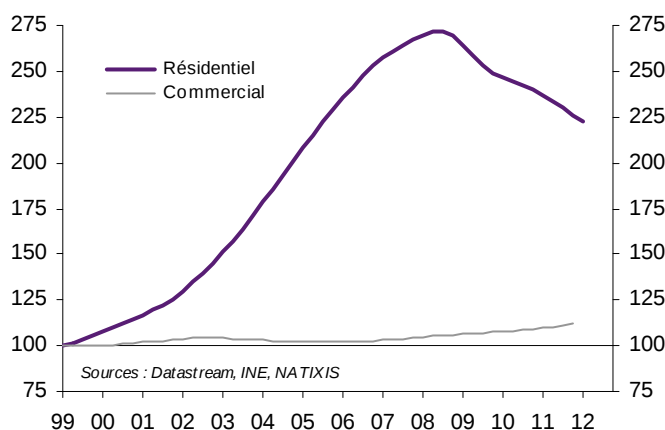
Graphique 1a
Espagne : mises en chantier et permis de construire (en milliers par mois)



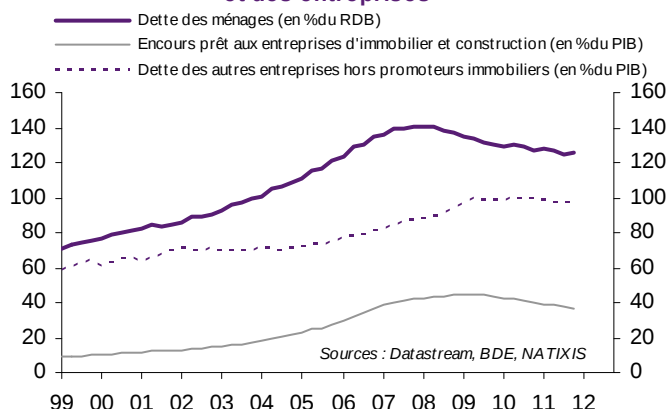
Graphique 1b
Espagne : crédits bancaires aux... (GA en %)



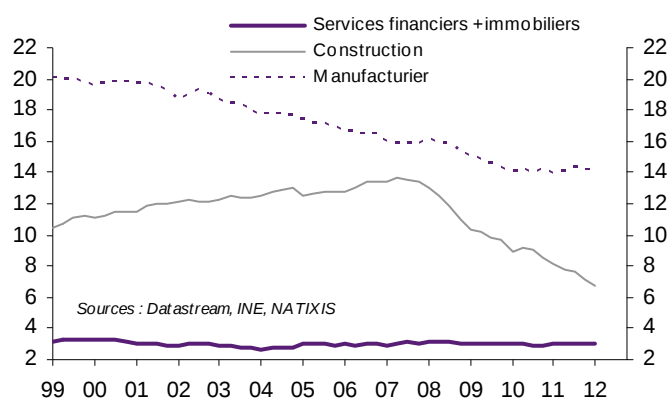
Graphique 1c
Espagne : prix de l'immobilier (100 en 1999:1)



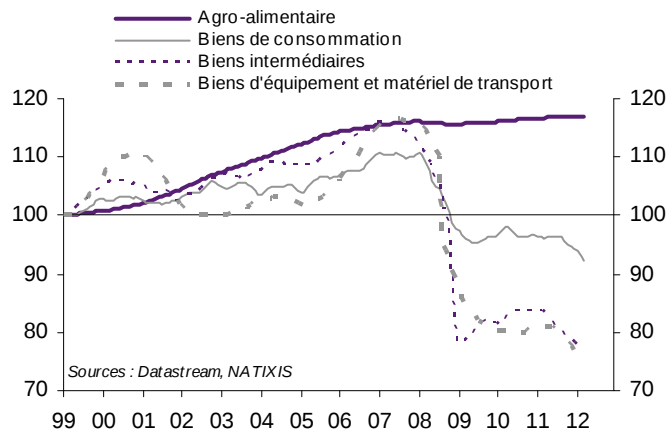
Graphique 1d
Espagne : dette des ménages et des entreprises



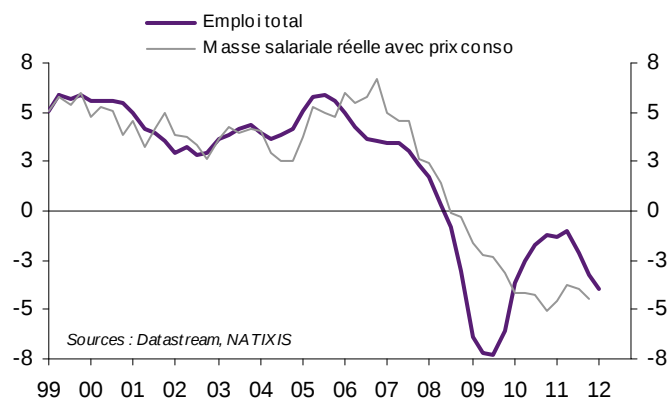
Graphique 2a
Espagne : emploi sectoriel
(en % de l'emploi total)



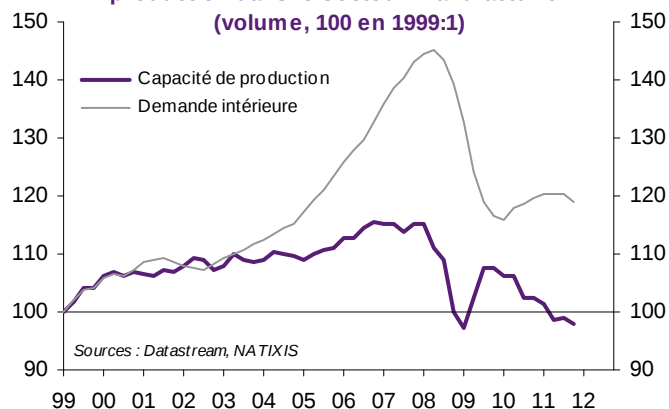
Graphique 2b
Espagne : production... (100 en 1999:1)



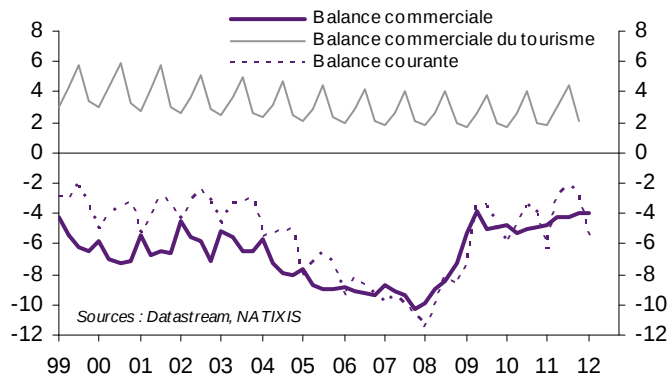
Graphique 3a
Espagne : emploi total et masse salariale
(GA en %)



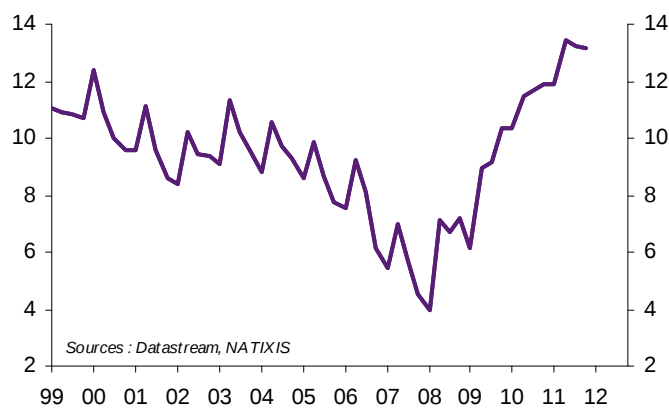
Graphique 3b
Espagne : demande intérieure et capacité de
production dans le secteur manufacturier
(volume, 100 en 1999:1)



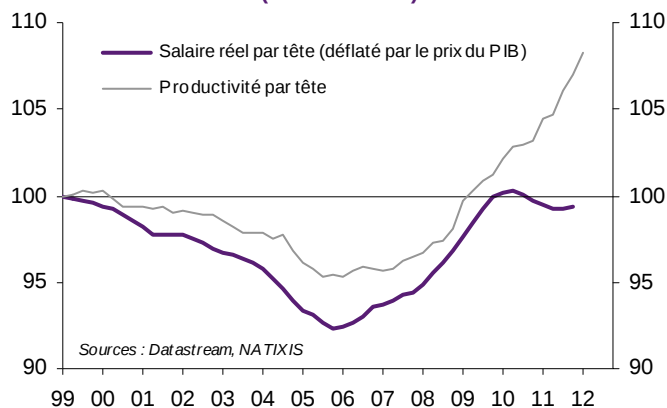
Graphique 3c
Espagne : balance commerciale, balance
commerciale du tourisme et balance courante
(en % du PIB)



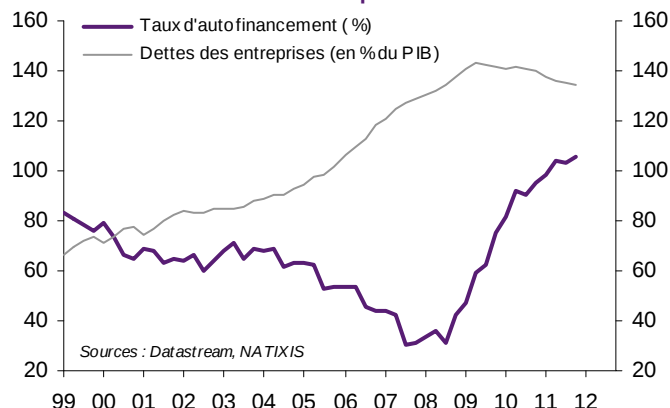
Graphique 4a
Espagne : taux de profit net après taxes,
impôts intérêts et dividendes (en % du PIB)



Graphique 4b
Espagne : productivité et salaire réel par tête
 (100 en 1999:1)



Graphique 4c
Espagne : taux d'autofinancement et dette des entreprises



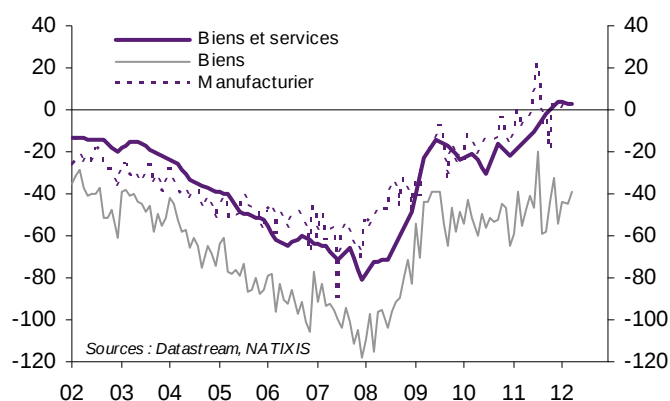
Aujourd'hui, il faut que l'Espagne trouve un autre modèle de croissance :

- qui ne dépende plus de la construction ;
- qui se retourne vers les exportations et les biens exportables (ce qui inclut toujours le tourisme) ;
- qui assure la rentabilité des entreprises dans ce nouveau modèle (graphiques 4a-4c plus haut).

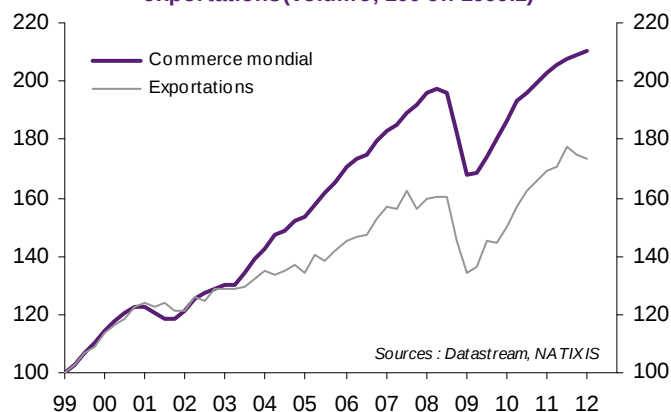
On voit aujourd'hui les premiers signes de ce changement structurel de l'économie espagnole :

- remontée de la rentabilité des entreprises, redressement de la productivité des entreprises (graphiques 4a-4b-4c) ;
- redressement des exportations, particulièrement (graphiques 5b-5c-5d), biens intermédiaires et agroalimentaire, automobiles mais seulement jusqu'à la mi-2011 ;
- mais l'industrie reste de petite taille, la balance courante se dégrade à nouveau (graphique 3c), les exportations d'automobiles et de biens d'équipement se dégradent ;
- le coût de cet ajustement vers un autre modèle de croissance est **considérable**. Alors que la construction perd encore des emplois, aucun autre secteur n'en regagne (graphique 6a). L'Espagne n'arrive pas encore de loin à stabiliser sa production (graphiques 7a-7b) ou son marché du travail (graphiques 6a-6b), malgré les premiers signes de modification du modèle de croissance.

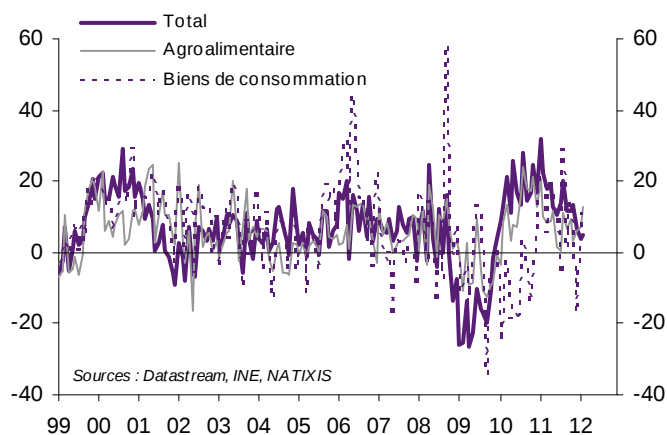
Graphique 5a
Espagne : balance commerciale
(en Mds d'euros, annualisée)



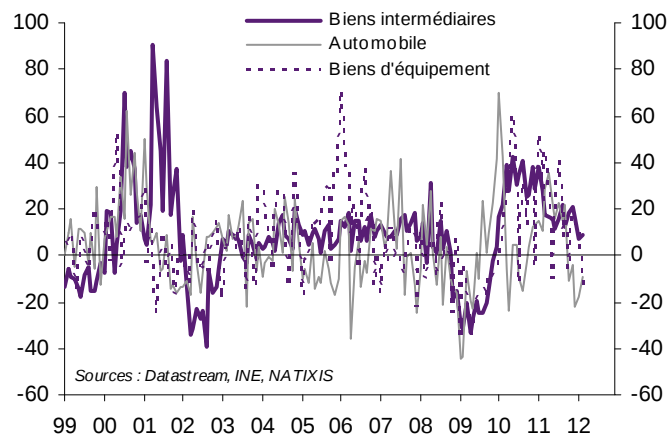
Graphique 5b
Espagne : commerce mondial et
exportations (volume, 100 en 1999:1)



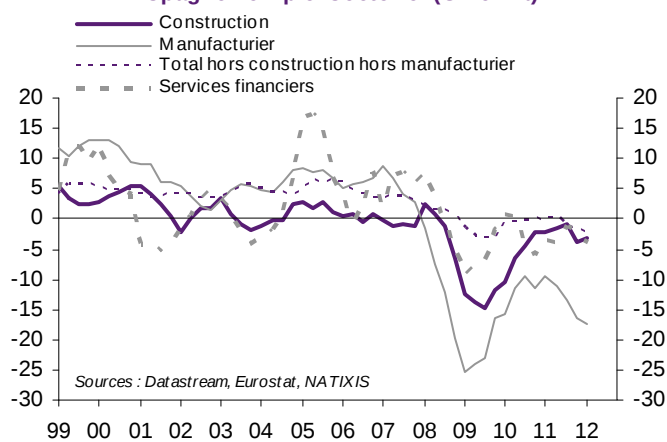
Graphique 5c
Espagne : exportations valeur (GA en %)



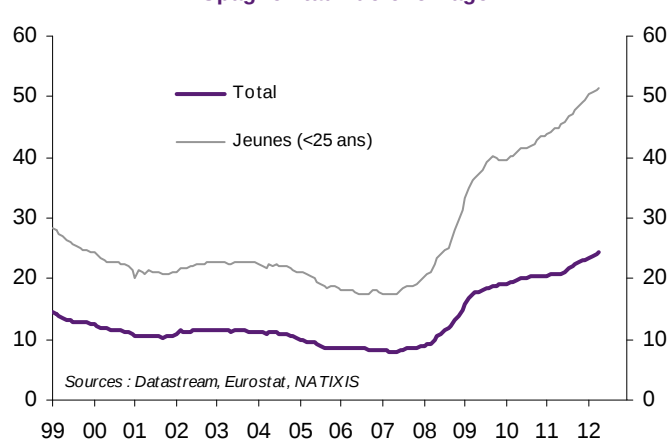
Graphique 5d
Espagne : exportations valeur (GA en %)



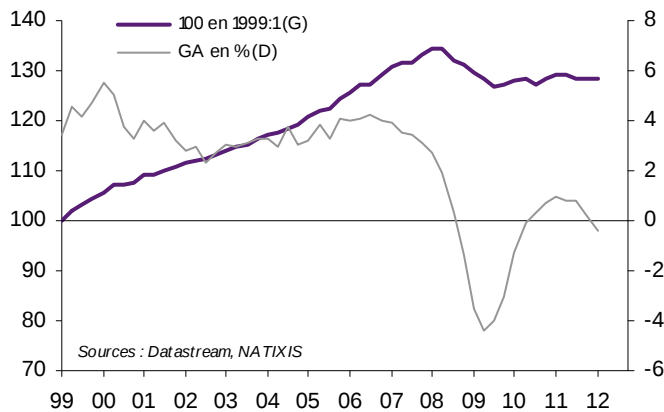
Graphique 6a
Espagne : emploi sectoriel (GA en %)



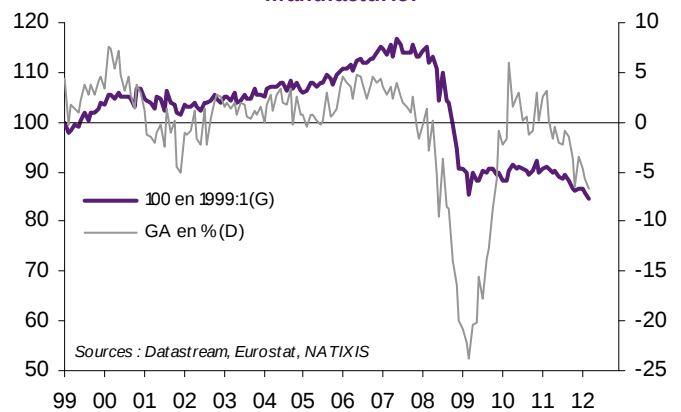
Graphique 6b
Espagne : taux de chômage



Graphique 7a
Espagne : PIB en volume



Graphique 7b
Espagne : production dans le secteur manufacturier



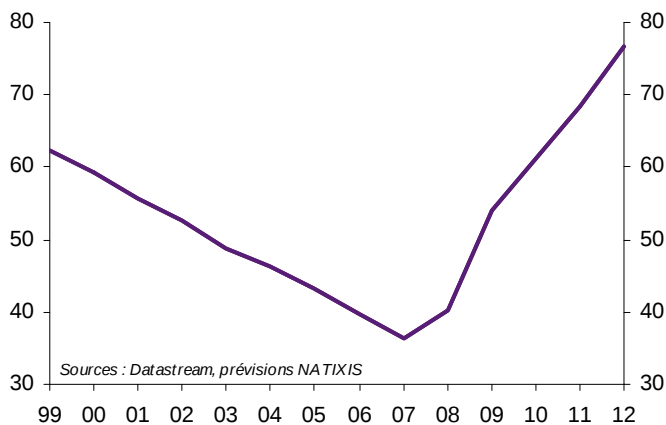
L'économie était trop concentrée autour de la construction, l'industrie exportatrice était devenue trop petite.

Gestion (annulation, remboursement) des vieilles dettes

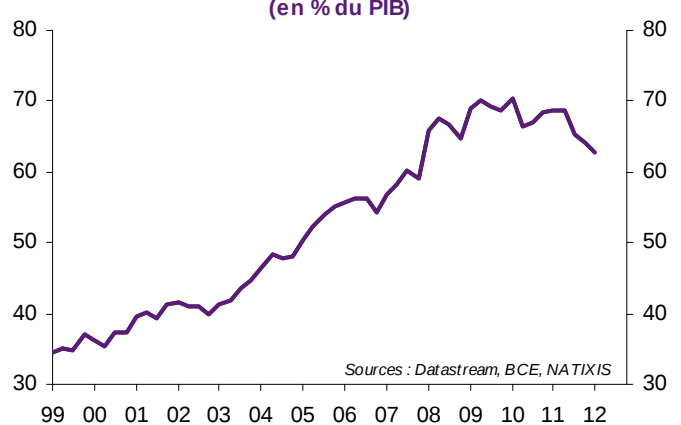
L'Espagne a accumulé :

- **de la dette publique** dans la période récente (**graphique 8a**) ;
- **de la dette des ménages, des entreprises** (graphique 1d plus haut), **des banques** (**graphique 8b**) ;
- **et en conséquence de la dette extérieure** (**graphique 8c**), d'abord contrepartie de la dette privée (entreprises, banques), puis de la dette publique.

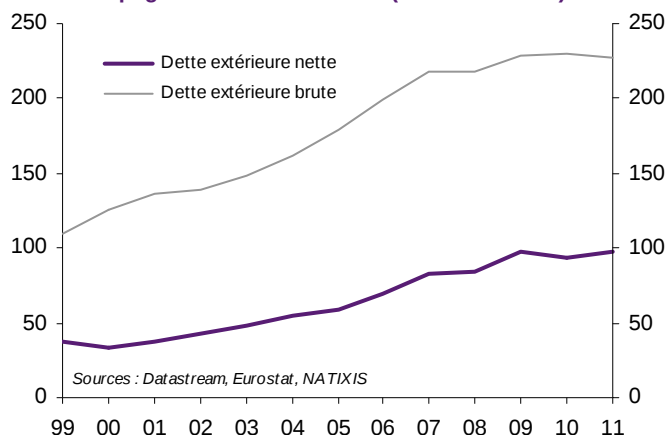
Graphique 8a
Espagne : dette publique (en % du PIB)



Graphique 8b
Espagne : dette du secteur financier (en % du PIB)



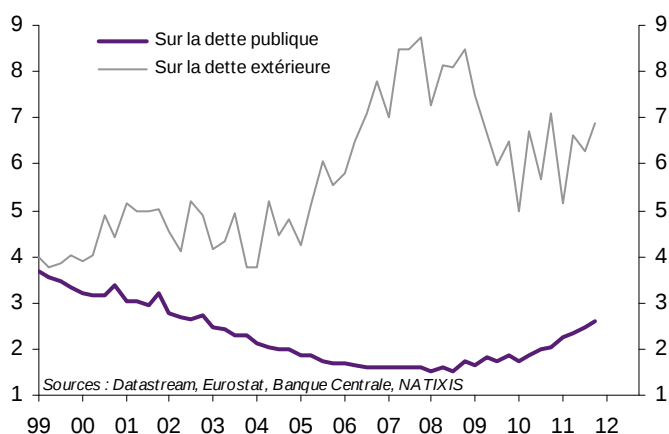
Graphique 8c
Espagne : dette extérieure (en %PIB valeur)



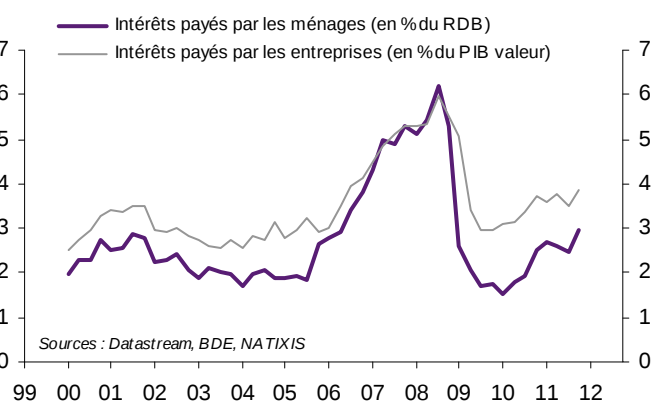
La charge de la dette est considérable avec :

- la hausse des intérêts sur la dette, mais elle est réduite par le secteur privé par le fait que la dette en Espagne est à taux variable (graphiques 9a-9b) ;
- en ce qui concerne les taux d'intérêt à long terme et les dettes à taux fixe, la très forte hausse des primes de risque (graphiques 9c-9d) étouffe l'économie espagnole avec des taux d'intérêt beaucoup plus élevés que le taux de croissance (graphique 9e) ;
- les défauts des emprunteurs, avec l'excès d'endettement (graphiques 10a-10b) ;
- les pertes des banques liées aux défauts des emprunteurs (tableaux 1a-1b).

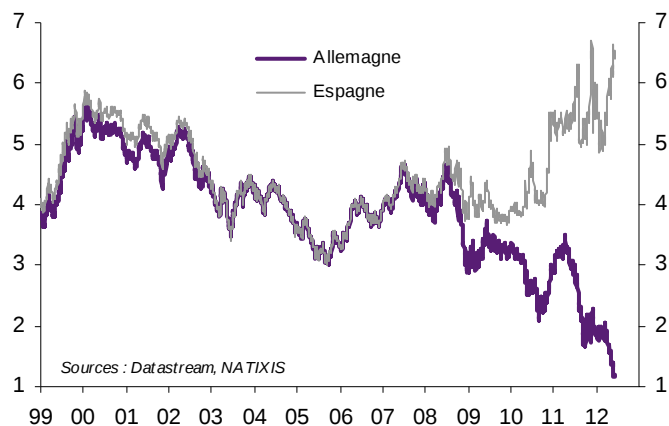
Graphique 9a
Espagne : intérêts bruts payés (en % du PIB)



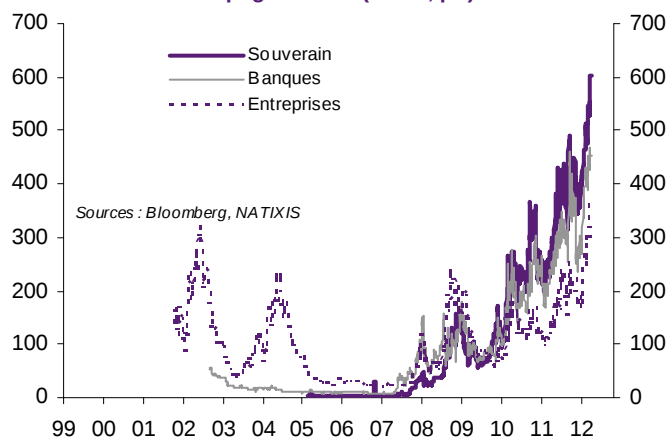
Graphique 9b
Espagne : intérêts sur la dette des ménages et des entreprises



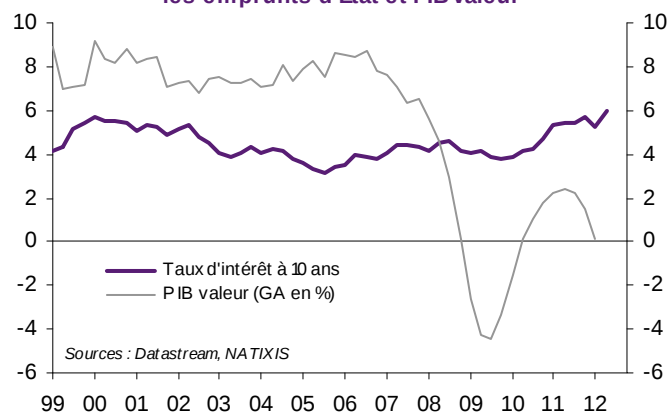
Graphique 9c
Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



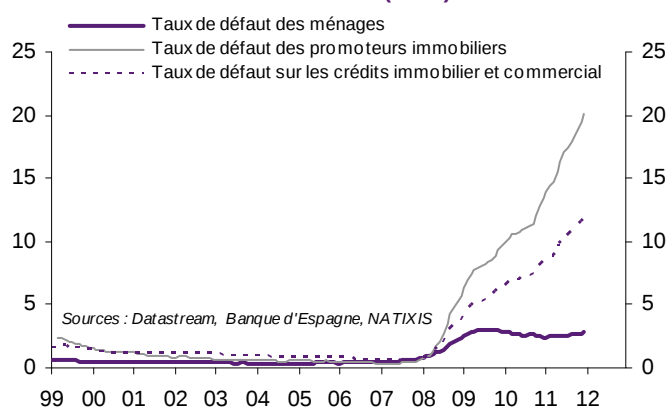
Graphique 9d
Espagne : CDS (5 ans, pb)



Graphique 9e
Espagne : taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat et PIB valeur



Graphique 10a
Espagne : taux de défaut des ménages et des crédits (en %)



Graphique 10b
Espagne : taux de défaut des entreprises et taux de prêts non performants* (en %)

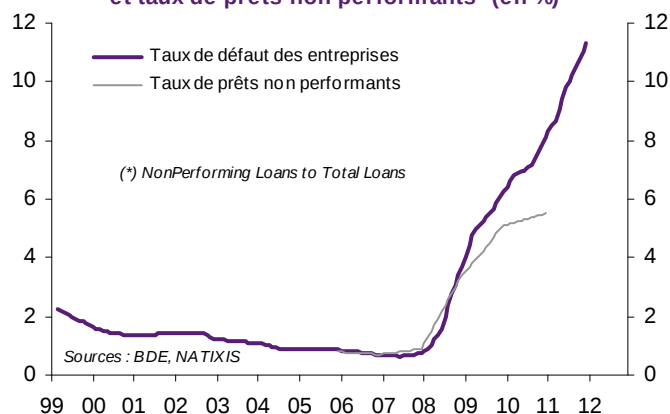


Tableau 1a
Espagne : Banques

Mds d'euros	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 Q1
Fonds propres	148,8	174,9	180,6	190,4	178,2	236,3	247
Profits	15,6	20	18,4	17,0	16,6	8,3	1,7
Provisions pour défauts des emprunteurs dont	29,6	34,9	44,6	54,7	71,7	80,4	83,4
Provisions spécifiques	4,7	6,4	18,8	35,2	42,5	50,9	

Sources : Banque d'Espagne, Natixis

Tableau 1b
Espagne : réforme financière phase II

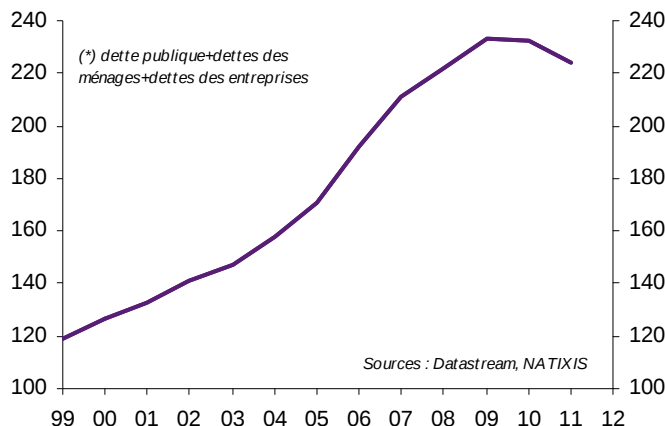
	Encours	Taux de couverture actuel	Provisions actuelles	Taux de couverture additionnel	Provisions additionnelles	Buffer de capital	Buffer capital	Taux de couverture au 31/12/2012	Provisions totales au 31/12/2012	Provisions & capital à constituer
	mds €	%	mds €	%	mds €	%	mds €	%	mds €	mds €
Actifs immobiliers problématiques										
Terrain	73,0	31%	22,6	29%	21,2	20%	14,6	80%	58,4	35,8
Promotions en cours	15,0	27%	4,1	23%	3,5	15%	2,3	65%	9,8	5,7
Promotions terminées et logements	87,0	25%	21,8	10%	8,7	0%	0,0	35%	30,5	8,7
Autres / reste	9,0	31%	2,8	29%	2,6	20%	1,8	80%	7,2	4,4
total I	184,0	28%	51,2	20%	35,9	10%	18,7	58%	105,8	54,6
Actifs immobiliers non-problématiques										
Terrain	25,0	7%	1,8	45%	11,3	0%	0,0	52%	13,0	11,3
Promotions en cours	16,0	7%	1,1	22%	3,5	0%	0,0	29%	4,6	3,5
Promotions terminées et logements	61,0	7%	4,3	7%	4,3	0%	0,0	14%	8,5	4,3
Garantie perso, 2ème hypothèque	18,0	7%	1,3	45%	8,1	0%	0,0	52%	9,4	8,1
Autres	3,0	7%	0,2	22%	0,7	0%	0,0	29%	0,9	0,7
Total II	123,0	7%	8,6	23%	27,8	0%	0,0	30%	36,4	27,8
Total I + II	307,0	19%	59,8	21%	63,7	6%	18,7	46%	142,2	82,4

Source : Ministerio de economia

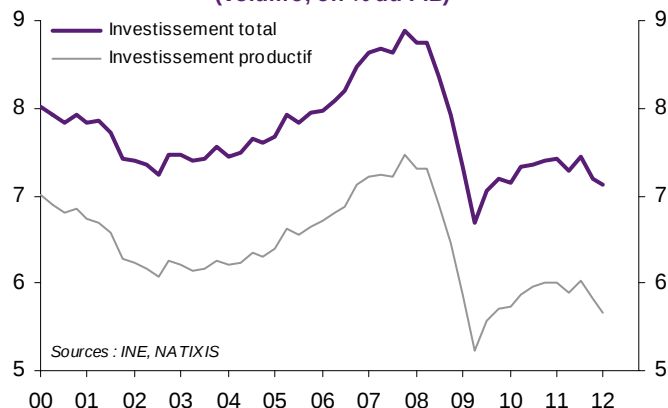
Le taux d'endettement total (graphique 11) de l'Espagne est énorme. Il y a donc en Espagne un immense "debt hangover" dû :

- au service de la dette (graphique 11) ;
- à la dette extérieure (graphique 8c) ;
- à la mauvaise qualité de la dette (voir ci-dessous).

Graphique 11
Espagne : dette totale* (en % du PIB)



Graphique 12
Espagne : investissement des entreprises (volume, en % du PIB)

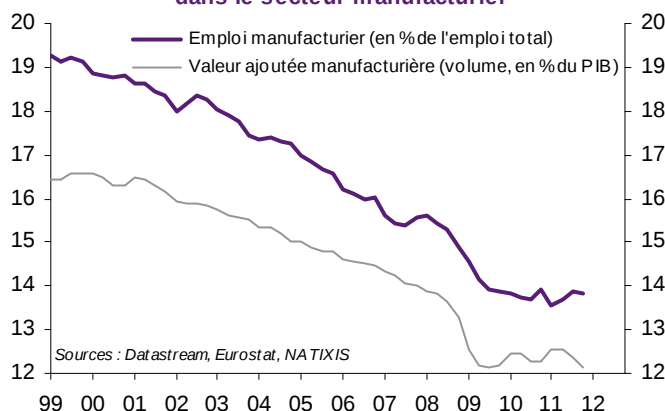


Synthèse : l'Espagne peut-elle s'en tirer toute seule ?

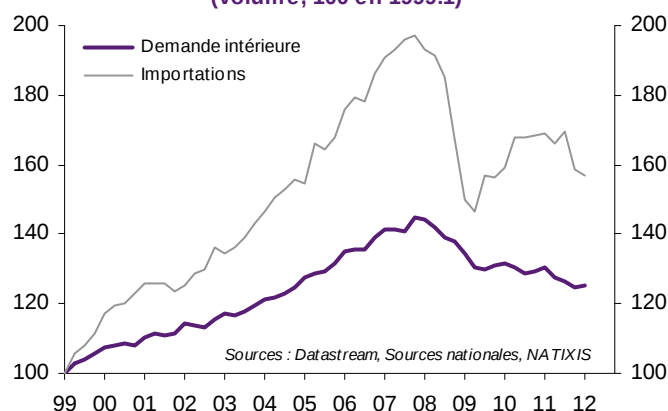
Pour que l'Espagne s'en tire toute seule, il faudrait :

1. **Qu'elle réussisse à reconstruire un secteur productif exportateur de taille suffisante.** Il ne suffit pas que les entreprises soient profitables, il faut aussi qu'elles investissent ces profits dans des capacités de production exportable. Ceci n'est pas le cas aujourd'hui (graphique 12, graphique 7b plus haut).
2. **Que la baisse du pouvoir d'achat et de l'emploi** (graphiques 3a-6a-6b) **nécessaire pour faire disparaître le déficit extérieur** (graphiques 3c-5a) **soit acceptable socialement et politiquement, ce qui est loin d'être clair.** La faible taille de l'industrie (graphique 13a) implique en effet que la correction nécessaire du déficit extérieur passe surtout par la baisse des revenus, de la demande intérieure et des importations (graphique 13b).
3. **Que les prêteurs soient capables d'absorber les pertes sur les dettes** (des ménages, des promoteurs, des entreprises), qui vont s'amplifier avec la poursuite du recul des prix de l'immobilier (graphique 14).

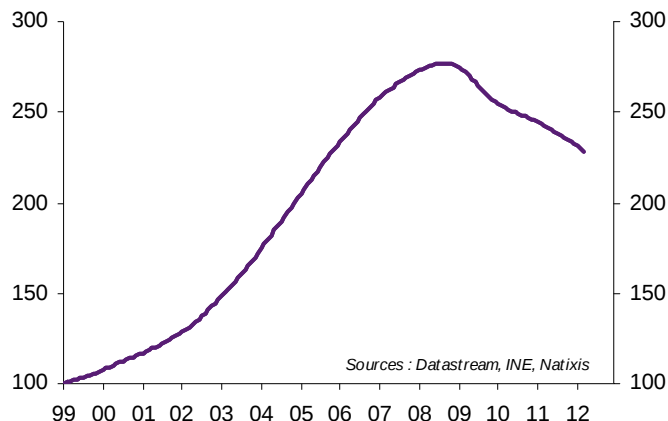
Graphique 13a
Espagne : emploi et valeur ajoutée dans le secteur manufacturier



Graphique 13b
Espagne : demande intérieure et importations (volume, 100 en 1999:1)



Graphique 14
Espagne : prix de l'immobilier (100 en 1999:1)



L'Espagne subit donc un considérable **choc de richesse négatif** (recul de la valeur du patrimoine immobilier, défauts sur les prêts, donc pertes de fonds propres des banques).

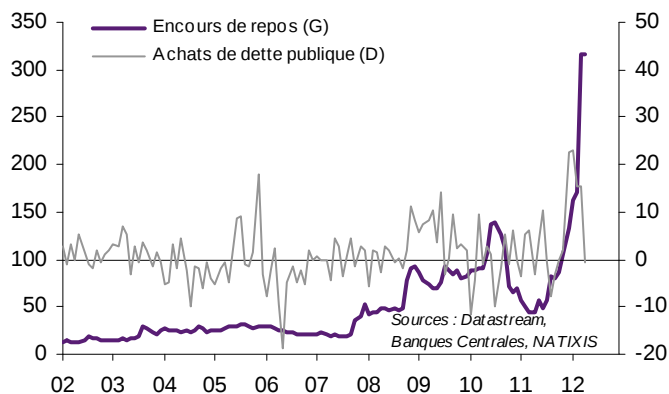
Les pertes des banques peuvent être transférées au secteur public par la nationalisation des banques, peuvent être transférées aux actionnaires des banques, mais elles appauvrissent le pays.

L'Espagne subit donc :

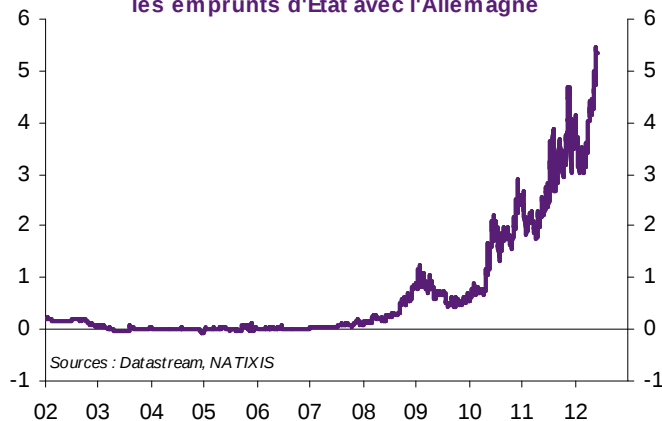
- **un choc négatif d'offre** (contraction de certains secteurs) ;
- **un choc négatif de demande** (nécessaire pour faire disparaître le déficit extérieur) ;
- **un autre choc négatif de demande** avec le niveau très élevé des taux d'intérêt ;
- **un choc négatif de richesse** (avec le recul des prix de l'immobilier, les pertes sur les crédits...).

La dépréciation du change n'aiderait pas, avec la faible taille de l'industrie (graphique 13a plus haut). **La solidarité européenne est presque inexistante** (elle s'est limitée aux VLTRO de la BCE permettant de faire baisser transitoirement les taux d'intérêt à long terme, **graphiques 15a-15b**).

Graphique 15a
Espagne : encours de repos et achats de dette publique des banques (Mds d'euros)



Graphique 15b
Espagne : écart de taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat avec l'Allemagne



L'Espagne doit donc seule :

- **reconstruire une capacité de production exportatrice ;**
- **accepter une perte considérable de pouvoir d'achat** pour faire disparaître son déficit extérieur ;
- **accepter une perte considérable de richesse** sur ses actifs (immobilier, crédits).

Le rejet de cet ajustement est loin d'être improbable.