RICHES FLORES RESEARCH

GLOBAL MACRO & THEMATIC INDEPENDENT RESEARCH

27 février 2014

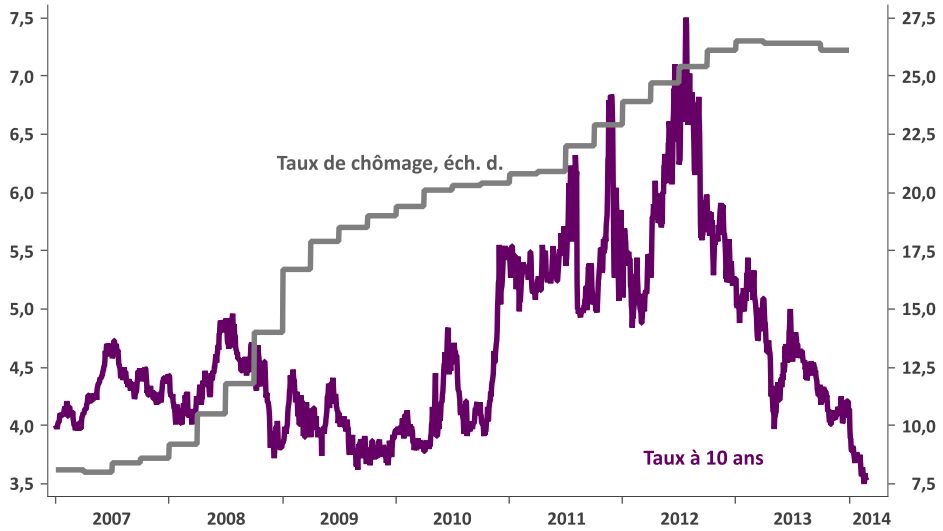
THÉMATIQUE

L'Espagne, stratégie gagnante ?

La révision à la hausse de la note souveraine de l'Espagne par l'agence Moody's la semaine dernière est un signe supplémentaire du regain de confiance à l'égard de la péninsule ibérique, dont les progrès sont souvent cités en exemple en matière de gestion de crise. Essentiellement assise sur une baisse des coûts du travail, la stratégie du gouvernement Rajoy était destinée à améliorer la compétitivité du pays pour lui permettre de trouver la voie d'une sortie de crise par les exportations. Face à une économie exsangue, sous le coup d'un processus de désendettement dont les effets ne peuvent être que durablement pénalisants pour la demande domestique, cette stratégie est souvent apparue comme la seule susceptible de remettre l'économie sur le chemin d'une croissance équilibrée, malgré un coût social immédiat très lourd.

Qu'en est-il au juste, les résultats de l'économie espagnole de ces derniers mois sont-ils à la hauteur et effectivement capables d'assurer le retour d'une croissance pérenne à la péninsule ibérique ?

Taux des emprunts d'État et taux de chômage en Espagne



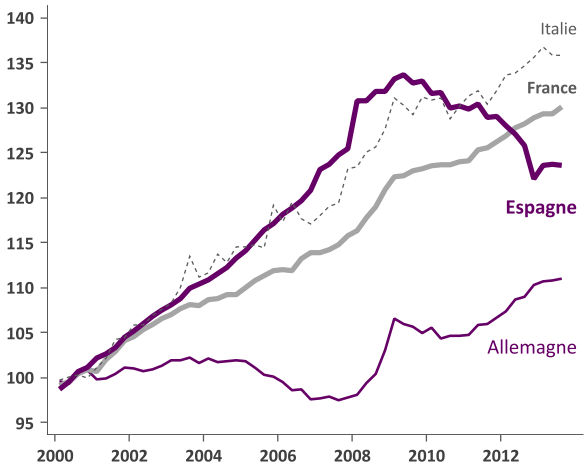
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Une restauration spectaculaire de la compétitivité…

À première vue, le chemin parcouru par l'Espagne est spectaculaire : depuis la crise de 2008, la productivité de l'économie s'est améliorée de plus de 15 %, les coûts salariaux unitaires ont reflué de 8 % et le solde courant, très largement déficitaire, a terminé l'année 2013 en léger excédent.

Coûts salariaux unitaires

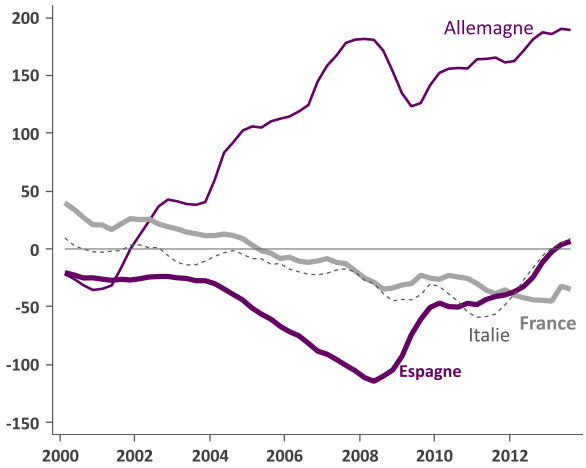
Ensemble de l'économie, 2000=100



Sources : RichesFlores Research, Eurostat, Macrobond

Soldes courants

Somme sur 4 trimestres, Mds EUR

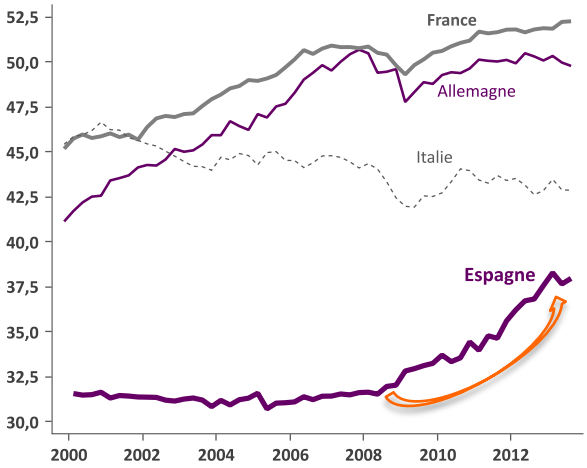


Sources : RichesFlores Research, Eurostat, Macrobond

Les pertes de compétitivité accumulées depuis l'introduction de l'euro ont donc commencé à se résorber, notamment dans le secteur manufacturier où l'Espagne affiche aujourd'hui un niveau de productivité par heure travaillée légèrement supérieur à celui de l'Italie, au lieu d'un déficit de 15 % avant la crise. Après s'être concentrés dans le seul secteur de la construction, les progrès en matière de productivité sont aujourd'hui notables dans la plupart des activités, aux deux exceptions près de la finance et des loisirs.

Productivité horaire - secteur privé

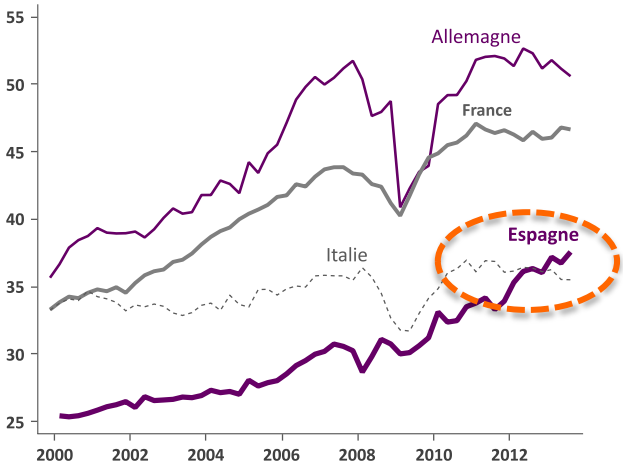
Valeur ajoutée/heure travaillée, EUR, aux prix constants de 2005



Sources : RichesFlores Research, Eurostat, Macrobond

Productivité horaire - secteur manufacturier

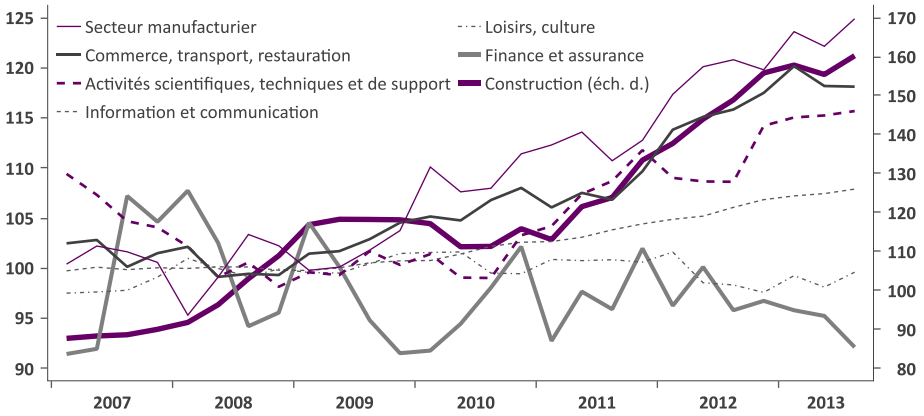
Valeur ajoutée/heure travaillée, EUR, aux prix constants de 2005



Sources : RichesFlores Research, Eurostat, Macrobond

Productivité des principaux secteurs d'activité

VA par heure travaillée à prix constants, 2008 = 100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

… Aux retombées toutefois très ténues, à ce stade

Quels ont été les bénéfices retirés de ces progrès ?

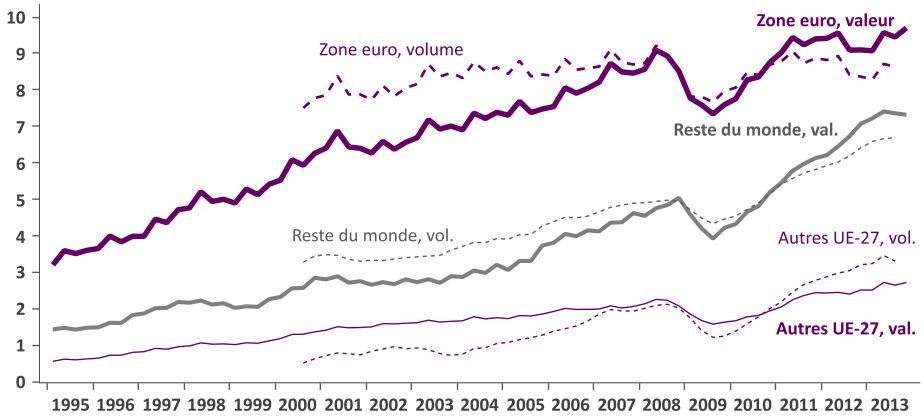
L'amélioration de la compétitivité a porté ses fruits de manière assez inégale jusqu'à présent. Si les exportateurs espagnols ont effectivement tiré un plus large bénéfice de croissance de la demande des marchés en forte expansion, les efforts réalisés n'ont pas suffi à les protéger de pertes conséquentes sur les marchés moins porteurs.

- Ainsi, les ventes à destination de la zone euro ont accusé une baisse de 10 % entre leur point haut de janvier 2011 et le printemps de l'année dernière. Le rebond des exportations à destination des pays de l'union monétaire depuis leur sortie de récession est toutefois plus marqué qu'il ne l'est pour les autres pays, ce qui valide le meilleur positionnement concurrentiel des producteurs espagnols : entre le point bas de février 2013 et le mois de décembre dernier, les exportations espagnoles à destination de la zone euro ont enregistré une hausse de 6 %, soit deux fois plus que ce n'a été le cas pour la France ou même l'Allemagne.
- Les exportations à destination du reste de l'union européenne, Royaume-Uni en particulier, ont profité d'un contexte économique moins pénalisant outre-Manche et se sont mieux comportées depuis deux ans, au prix toutefois de concessions significatives sur les marges comme en témoignent les écarts entre la performance à prix courants et celle en volume.
- C'est à l'égard du reste du monde que l'Espagne a réalisé sa plus forte percée, ses ventes ressortant fin 2013 en augmentation de plus de 30 % par rapport à leur niveau d'avant crise. C'est également sur ces marchés qu'elle a réussi à reconstituer des marges bénéficiaires, profitant d'un relatif confort en matière de fixation de prix. Sans surprise, la croissance des débouchés des pays émergents explique dans une large mesure cette progression très largement concentrée parmi les BRICS et les pays d'Afrique. Phénomène nouveau, la

percée des exportateurs espagnols sur le marché africain est notable depuis le début de la décennie ; difficile toutefois de savoir dans quelle mesure celle-ci est attribuable à l'amélioration de la compétitivité ou au nouveau dynamisme de l'Afrique.

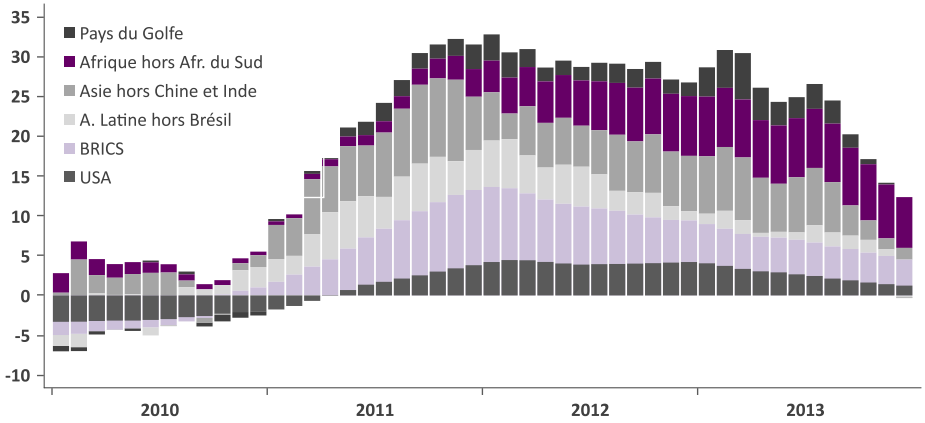
Exportations espagnoles

En milliards d'euros courants et constants de 2010



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Contribution à la croissance sur 24 mois des exportations espagnoles hors UE-27



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Malgré ces résultats encourageants, la croissance des exportations s'est globalement érodée depuis le début de l'année 2011 et la contribution de ces dernières à la croissance du PIB réel s'est révélée, non seulement, très limitée mais également très volatile. Ainsi, alors que le début de l'année dernière a pu faire penser à un nouveau départ, la seconde moitié de l'année a été nettement moins encourageante. Fin 2013, la croissance sur douze mois du volume des exportations de marchandises n'excédait pas 1,8 %, des résultats dans la lignée de ceux de la plupart de ses voisins de la zone euro.

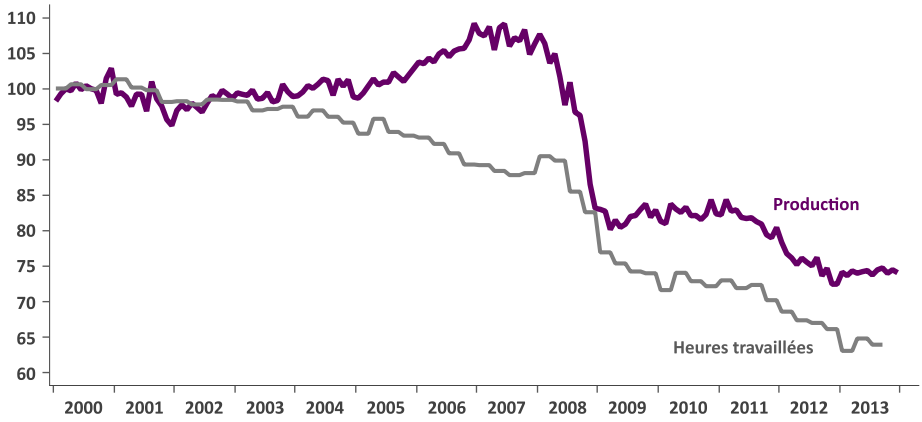
Croissance annuelle des exportations espagnoles en volume, %

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les bénéfices sur le front de l'activité économique de l'amélioration de la compétitivité espagnole sont, de facto, très restreints. Si la production industrielle a effectivement cessé de se contracter, elle n'a pas encore retrouvé une tendance franchement ascendante et stationne depuis le début de l'année 2013 à un niveau inférieur de 32 % à son pic d'avant crise. Le volume d'heures travaillées a, quant à lui, moins baissé en 2013 qu'au cours des deux années antérieures mais n'est toujours pas stabilisé et encore moins en hausse.

Production et heures travaillées dans l'industrie

Secteur manufacturier, T1 2000 = 100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Les pertes enregistrées au niveau du produit intérieur brut sont, certes, moins impressionnantes. Elles n'en restent pas moins considérables, avec un déclin de plus de 7 % entre le premier trimestre 2008 et la fin de l'année 2013.

Difficile dans de telles conditions de crier victoire. Si l'amélioration de la productivité est incontestable, le chemin à accomplir pour transformer cet atout en ressource de croissance structurelle est encore considérable.

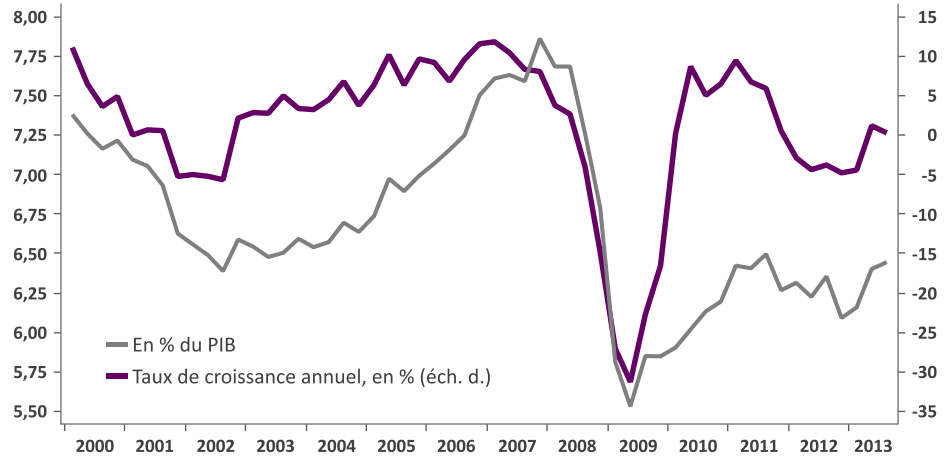
PIB réel, T1 2008=100

Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Tout, ou presque, reste à faire

Le socle productif espagnol s'est considérablement appauvri au cours des années deux mille et plus encore depuis la crise. Or, la situation ne s'améliorera pas sans une reprise soutenue de l'investissement que les tendances récentes ne laissent toujours pas entrevoir. Le taux d'investissement productif piétine sur de très faibles niveaux et les flux d'investissement directs étrangers, bien qu'en légère amélioration en 2013, n'ont jusqu'à présent répondu que de manière anecdotique aux progrès compétitifs du pays.

Investissement en machines et matériel de transport



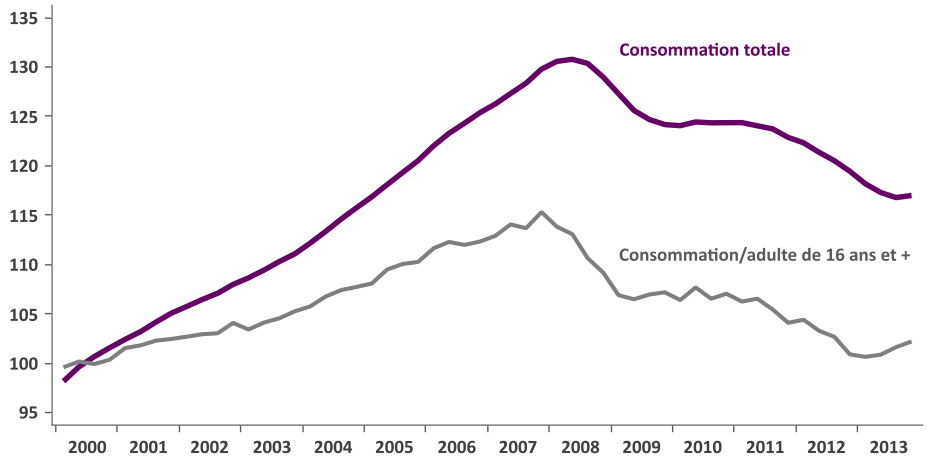
Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Outre les problèmes de financement inhérents aux difficultés du système bancaire espagnol, la contraction de la demande domestique suffit largement à justifier cette faiblesse persistante de l'investissement productif.

Depuis la crise, la consommation espagnole s'est contractée de plus de 15 % en moyenne par adulte de plus de 16 ans, ce qui correspond à une perte totale de

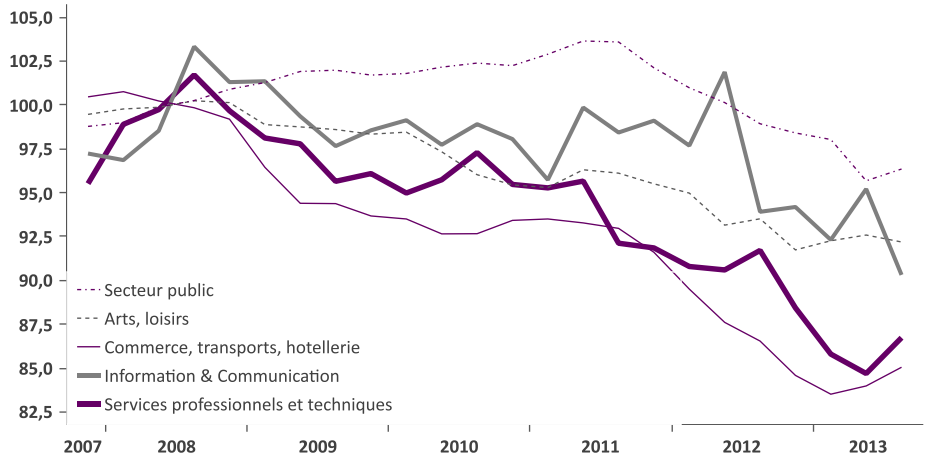
plus de 10 %. L'industrie locale et plus encore les activités de services –plus de 70 % du produit intérieur brut– ont donc perdu une part considérable de leurs débouchés, que les gains à l'exportation sont loin de pouvoir compenser. Les activités de commerce, de services aux particuliers et de loisirs, en sont lourdement impactées entretenant un contexte de crise aux répercussions profondes sur le marché de l'emploi.

Consommation réelle totale et par tête en Espagne, 2000=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

Emplois salariés équivalent plein temps dans les services, 2008=100



Sources : RichesFlores Research, Macrobond

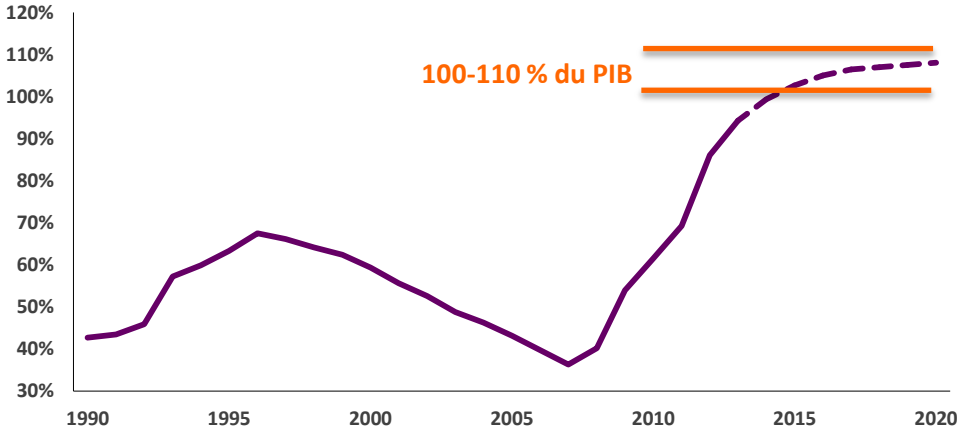
Malgré la sortie de récession, l'Espagne est donc loin d'avoir renoué avec une situation fondamentalement assainie, à même de remettre l'économie sur les rails d'une croissance économique suffisante pour inverser la trajectoire de son endettement public avant de nombreuses années.

Au total, et malgré une révision à la baisse significative du taux d'intérêt apparent de la dette publique, inhérente à l'amélioration des conditions de financement du pays, notre scénario du début de l'année 2013 (voir à ce sujet « Les mirages du désendettement : le cas de l'Italie » du 4 février 2013) n'est pas substantiellement modifié. Ce dernier tablait sur une croissance nominale du PIB

espagnol de 2,5 % par an en moyenne à partir de 2015, qui se révèle aujourd'hui relativement haute à en juger par les pertes additionnelles du potentiel de croissance de ces derniers trimestres (conséquence de la baisse du taux d'emploi et de l'érosion du taux de croissance de la population active) et l'écrasement du taux d'inflation. L'abaissement de cette hypothèse à 2 % ainsi qu'un profil légèrement moins rapide d'amélioration du solde primaire qu'autorise l'assouplissement des exigences européennes, aboutissent finalement à un scénario d'évolution de la dette publique quasiment identique à celui d'il y a un an.

Malgré une inflexion, le taux d'endettement public continuerait son ascension pour vraisemblablement franchir le cap des 105 % du PIB à horizon 2016-2017 et stationner au-dessus de ce niveau au cours des cinq années suivantes.

Scénario d'évolution de la dette publique, en % du PIB



Source : RichesFlores Research

L'assainissement de la situation souveraine est donc loin d'être acquis et l'inversion de la trajectoire de la dette semble encore un scénario très peu vraisemblable à horizon prévisible.

De telles projections ne sont pas forcément alarmantes à court terme, mais rappellent toutefois :

1- Que, sans restauration de son potentiel de croissance domestique, l'Espagne ne trouvera vraisemblablement pas le moyen de stopper la croissance de son taux d'endettement public,
2- Que tout à-coup conjoncturel, qui pourrait notamment se traduire par des déconvenues à l'exportation, ou tout changement d'environnement politique national, pourrait rapidement se révéler préjudiciable à la confiance aujourd'hui portée au pays par les investisseurs,
3- Que le problème du surendettement reste entier et amené à durer, ce qui à long terme pose indiscutablement question... ce qui ne fait toutefois pas de l'Espagne une exception à l'échelle de la zone euro.

Véronique Riches-Flores
contact@richesflores.com

La Société RichesFlores Research élabore des diagnostics économiques et financiers. Elle produit des analyses et prévisions économiques internationales ainsi qu'une recherche transversale sur les développements de l'économie mondiale à court, moyen et long termes.
Organisme de R&D agréé par le Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche, RichesFlores Research est éligible au CIR (Crédit d'Impôt Recherche).
RichesFlores Research est une entreprise totalement indépendante et transparente, dotée des bases de données et des moyens d'information nécessaires à la préservation de son indépendance et de son impartialité. Cette indépendance est protégée par le fait que RichesFlores Research n'est prestataire d'aucun service d'investissement ou de vente de produits financiers susceptibles d'influencer ses conclusions, recommandations ou conseils.
Ce document est donné à titre d'information. Il ne constitue ni une offre commerciale ni une incitation à investir. Il est strictement confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de RichesFlores Research.
Cette recherche comme son contenu sont la propriété exclusive de RichesFlores Research et ne sauraient être reproduits sans accord préalable et sans spécification de sa source datée.
La recherche, les conclusions, les données et les diagnostics contenus dans ce document n'engagent pas la responsabilité de RichesFlores Research.
Contenu non-contractuel ne constituant ni une offre de vente ni un conseil d'investissement.
Véronique Riches-Flores, contact*@richesflores.com*