



**Ticiano BRUNELLO**

# ESPAGNE SCÉNARIO 2024-2025

## UNE CROISSANCE TOUJOURS DYNAMIQUE

**Juillet 2024**

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT  
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

# UNE CROISSANCE TOUJOURS DYNAMIQUE

## Les points-clés du scénario

- ▲ Après trois mois de hausses consécutives, l'inflation se stabilise.
- ▲ Des salaires toujours dynamiques et une reconstitution de l'épargne
- ▲ Les services touristiques continuent de soutenir la demande étrangère
- ▼ La hausse des coûts salariaux pèse sur les marges des entreprises

	2022	2023	2024	2025
PIB (a/a,%)	5,8	2,5	2,4	1,7
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	2,8	0,7	0,6	0,1
Consommation des ménages (a/a,%)	4,7	1,8	1,8	1,6
Investissement (a/a,%)	2,4	0,8	2,7	2,6
Inflation (a/a,%)	8,3	3,4	3,2	2,1
Taux de chômage (%)	13,1	12,2	11,4	11,1
Solde budgétaire (% du PIB)	-4,7	-3,6	-3,4	-3,1

L'économie espagnole a réussi à maintenir un taux de croissance robuste au début de l'année, malgré les multiples facteurs qui ont joué en sa défaveur, tels que la faiblesse des économies de la zone euro, une inflation à des niveaux toujours élevés et l'impact de la hausse des taux d'intérêt dont le pic était attendu au premier trimestre 2024. Derrière cette bonne performance se cachent plusieurs éléments-clés : la bonne tenue du marché du travail, des flux d'immigration toujours dynamiques et de bonnes données du tourisme international, qui ont une nouvelle fois dépassé les attentes et expliquent la forte contribution de la demande extérieure à la croissance. En revanche, la demande intérieure a maintenu un rythme de croissance plus modeste.

Les données du premier trimestre, ainsi qu'un contexte global un peu plus favorable, nous poussent à revoir à la hausse nos prévisions de croissance du PIB à 2,4% pour l'année 2024 et à 1,7% pour 2025. Nous nous attendons à que la demande intérieure prenne le relais en tant que moteur de la croissance. La moindre contribution de la consommation publique serait plus que compensée par une réactivation progressive à la fois de la consommation privée et de l'investissement.

Source : Crédit Agricole S.A./ECO

# UNE CROISSANCE TOUJOURS DYNAMIQUE

## LA REPRISE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES SE FAIT ATTENDRE

L'économie espagnole a réussi à maintenir un taux de croissance robuste (0,8% en rythme trimestriel au quatrième trimestre 2023 et au premier trimestre 2024) malgré les multiples facteurs qui ont joué en sa défaveur, tels que la faiblesse des économies de la zone euro, une inflation à des niveaux toujours élevés et l'impact de la hausse des taux d'intérêt dont le pic était attendu au premier trimestre 2024. Derrière cette bonne performance se cachent plusieurs éléments-clés : la bonne tenue du marché du travail, des flux d'immigration toujours dynamiques et de bonnes données du tourisme international, qui ont une nouvelle fois dépassé les attentes et expliquent la forte contribution de la demande extérieure à la croissance. En revanche, la demande intérieure a maintenu un rythme de croissance plus modeste. L'investissement, bien qu'il ait rebondi notablement au premier trimestre 2024, reste inférieur de 2% aux niveaux du quatrième trimestre 2019 et la consommation privée n'est supérieure que de 0,4%, malgré le fait que la population a augmenté de 3% depuis 2019.

Nos hypothèses pour ce scénario se fondent sur un ralentissement de l'activité aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Chine, et sur un PIB de la zone euro progressant au rythme de 0,8% en 2024 et

1,5% en 2025, après 0,5% en 2023. Les taux d'intérêt directs continueront de descendre : le taux de refinancement de la BCE passerait de 4,5% en moyenne en 2023 à 3,4% en 2024 et 2,6% en 2025. Nos prévisions pointent à une légère hausse du prix du Brent, qui passerait de 82 dollars en moyenne en 2023 à 85 dollars en 2024 et 88 dollars en 2025.

Les données du premier trimestre de l'année, ainsi qu'un contexte global un peu plus favorable, nous poussent à revoir à la hausse nos prévisions de croissance du PIB pour l'ensemble de 2024, à 2,4% et à 1,7% en 2025. Nous nous attendons à que la demande intérieure prenne le relais de la demande extérieure en tant que moteur de la croissance, compte tenu du ralentissement attendu des exportations de biens et de la normalisation attendue des flux touristiques. En même temps, la progression de la demande intérieure serait marquée par un moindre rôle de la consommation publique et par une réactivation progressive à la fois de la consommation privée et de l'investissement.

Le nombre élevé de créations d'emplois et la croissance démographique ont soutenu une forte augmentation du revenu brut disponible (RDB) des ménages, qui a augmenté de 11,0% sur un an en 2023.

Cette augmentation du RDB a été en grande partie épargnée, le taux d'épargne se situant à 11,7%, au-dessus de la moyenne historique de 8,2%. Compte tenu de la baisse anticipée du taux directeur de la BCE, nous prévoyons un arbitrage plus favorable à la consommation avec une augmentation de la consommation privée, qui progresserait de 1,8% en 2024 et 1,6% en 2025. La progression de l'investissement se renforcerait avec un taux de croissance de 2,7% en 2024, après une performance très modeste en 2023 (à 0,8%) permise par les premières baisses des taux d'intérêt de la BCE et par une meilleure absorption des fonds NGEU, dont le pic des déboursments est attendu en 2025.

Les perspectives positives de notre scénario ne se limitent pas à la croissance de l'activité. Conformément à la révision à la hausse du PIB et aux bonnes performances de l'emploi jusqu'à présent, nous révisons à la baisse nos prévisions de taux de chômage à 11,4% en moyenne annuelle en 2024 et à 11,1% en 2025 (-0,2 et -0,1 point de pourcentage – pp - par rapport à notre dernier scénario). Nous avons également révisé à la hausse la croissance de la population active, grâce à des flux d'immigration qui s'annoncent toujours élevés.

# UNE CROISSANCE TOUJOURS DYNAMIQUE

## LA REPRISE DE LA CONSOMMATION DES MÉNAGES SE FAIT ATTENDRE

Nous prévoyons que la dynamique de l'inflation sous-jacente sera modérée, en ligne avec ce qui a été observé dans la dernière partie de 2023. Cependant, le retrait progressif des mesures fiscales (bonus de TVA sur l'électricité, le gaz et l'alimentation) masquera un peu cette tendance. Ainsi, même si nous prévoyons que l'inflation générale baissera de 3,5% en 2023 à 3,2% en 2024 en moyenne, l'inflation sous-jacente diminuera plus fortement, de 4,4% en 2023 à 2,9% en 2024. La baisse marquée de l'inflation sous-jacente s'explique par l'épuisement du transfert de l'augmentation des coûts des intrants aux prix des produits et services finaux et, également, par un impact limité des effets de second tour (en provenance de l'augmentation des coûts salariaux et des marges).

Les risques entourant le scénario de prévision sont élevés. D'une part, la consommation privée pourrait bénéficier d'une

normalisation du taux d'épargne un peu plus rapide que prévu, et l'investissement pourrait reprendre plus rapidement qu'anticipé avec la baisse des taux d'intérêt. De même, les flux d'immigration et la croissance des dépenses touristiques internationales pourraient rester plus élevés que prévu. Cela engendrerait une révision à la hausse de nos prévisions. Quant aux risques baissiers, ils sont principalement de nature géopolitique. Au niveau international, une éventuelle escalade du conflit au Moyen-Orient pourrait rendre le pétrole plus cher et inverser le processus de modération de l'inflation, avec son impact conséquent sur l'activité économique. Au niveau national, il est important que la mise en œuvre des fonds NGEU gagne du terrain et soutienne la reprise des investissements des entreprises.

### Hypothèses de cadrage internationales

	2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB monde (a/a, t/t, %)	3,5	3,2	2,6	2,6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PIB États-Unis (a/a, t/t, %)	1,9	2,5	1,8	0,4	-0,5	-0,1	0,7	0,6	0,6	0,5	1,2	0,8	0,4	1,1	0,5	-0,8	-0,5	1,1	1,4	2,0
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	3,4	0,4	0,8	1,5	0,6	0,8	0,5	0,0	0,6	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
PIB Chine (a/a, t/t, %)	3,0	5,2	4,4	4,2	0,2	0,2	1,8	0,7	1,8	2,0	0,4	1,0	1,7	0,3	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Taux de refinancement BCE (fin de période, %)	2,50	4,50	3,40	2,65	0,00	0,00	1,25	2,50	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,25	3,65	3,40	3,15	2,90	2,65	2,65
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	4,50	5,50	5,00	3,50	0,50	2,50	3,25	4,50	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00	3,50	3,50
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,05	1,08	1,07	1,10	1,12	1,06	1,01	1,02	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,06	1,05	1,07	1,09	1,10	1,12
Brent (moyenne, USD/baril)	99,1	82,3	85,0	88,0	98,0	112,1	97,7	88,6	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	85,0	87,0	85,0	87,0	90,0	90,0

Source : Crédit Agricole SA / ECO

# DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

## UN BON DÉBUT D'ANNÉE

Le chiffre surprenant de la croissance du PIB au premier trimestre 2024 (0,8% en rythme trimestriel contre 0,3% pour la zone euro), ainsi que la vigueur des indicateurs déjà disponibles pour le deuxième trimestre (enquêtes PMI, emploi, consommation, etc.), confirment la bonne orientation de l'économie espagnole. À cela s'ajoute l'effet positif sur la croissance en 2024 de la révision à la hausse de la croissance du PIB au cours des trois derniers trimestres de 2023. Au T1, la demande dans ses deux composantes domestique et étrangère a contribué positivement à la croissance du PIB, notamment l'investissement (+2,6%) et les exportations (2,4%, contre 1,1% pour les importations), tandis que la consommation progresse plus modérément (0,4%).

Les indicateurs disponibles pour le deuxième trimestre délivrent des signaux positifs et indiquent que l'économie continue de croître à un rythme soutenu. L'enquête PMI sur le climat des affaires dans le secteur des services s'est établie à 56,9 points en mai (56,2 en avril), au plus haut depuis avril 2023. Dans le secteur tertiaire, l'extraordinaire performance du tourisme continue de se distinguer : 7,83 millions de touristes sont arrivés en avril, soit 8,3% de plus qu'en avril de l'année dernière, et ont

dépensé 9,5 Mds€, le chiffre le plus élevé de la série pour ce mois, ce qui laisse présager une nouvelle année record pour le secteur. Quant au secteur manufacturier, sa reprise se consolide, avec un indice PMI en territoire expansionniste pour le quatrième mois consécutif, atteignant 54 points, soit 1,8 point de plus que le mois précédent et le niveau le plus élevé depuis mars 2022. Les indicateurs liés à la consommation montrent également des signes positifs : l'indice du commerce de détail en termes réels (corrigé des effets saisonniers et calendaires et excluant les stations-service), a augmenté de 0,8% sur le mois en avril, contre une baisse mensuelle moyenne de 0,2% au premier trimestre.

L'emploi a enregistré une hausse de 31 311 individus en juin, le chiffre le plus bas depuis novembre 2023. Cependant, sur l'ensemble du deuxième trimestre, les créations d'emplois ont accéléré au rythme de 0,8%, après 0,7% au T1. C'est dans les services que le taux de croissance de l'emploi est le plus élevé (3% sur un an). L'emploi dans l'agriculture intensifie sa baisse en glissement annuel à -1,7%, tandis que dans l'industrie et dans la construction, la croissance accélère à respectivement 1,7% et 1,6% sur un an.

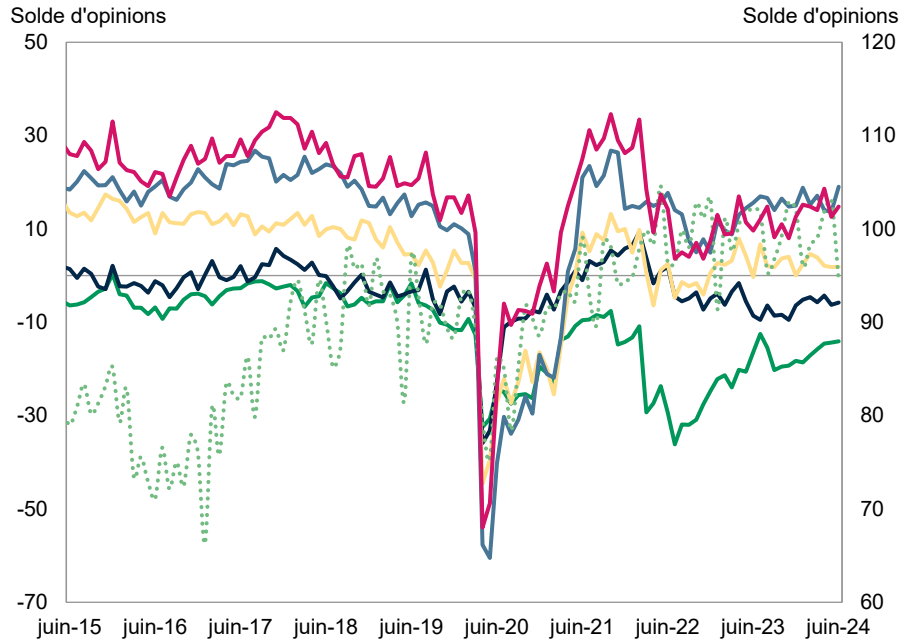
L'inflation a diminué en juin pour s'établir à 3,4%, reprenant ainsi la trajectoire baissière interrompue depuis mars. En revanche, l'inflation sous-jacente (qui exclut l'énergie et les produits alimentaires non transformés) s'est maintenue au même niveau que le mois précédent, à 3%. Le ralentissement de l'inflation globale est principalement dû à la baisse des prix des carburants, par rapport à la hausse observée en juin 2023, et dans une moindre mesure à une augmentation plus modeste des prix des produits alimentaires par rapport à la hausse qu'ils ont connue l'année dernière.

Les prix de l'immobilier résidentiel surprennent à la hausse au premier trimestre. L'indice des prix des logements, compilé par l'INE, est à son plus haut niveau sur la série disponible depuis 2007, après avoir augmenté de 2,6% au T1, portant le taux de variation annuelle à 6,3%. Cette accélération des prix est généralisée à tout type de logement, bien que les logements neufs enregistrent des taux sur un an plus élevés que les logements anciens (10,1%, contre 5,7%), reflétant un plus grand déséquilibre entre l'offre et la demande sur ce segment.

# DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

## UN BON DÉBUT D'ANNÉE

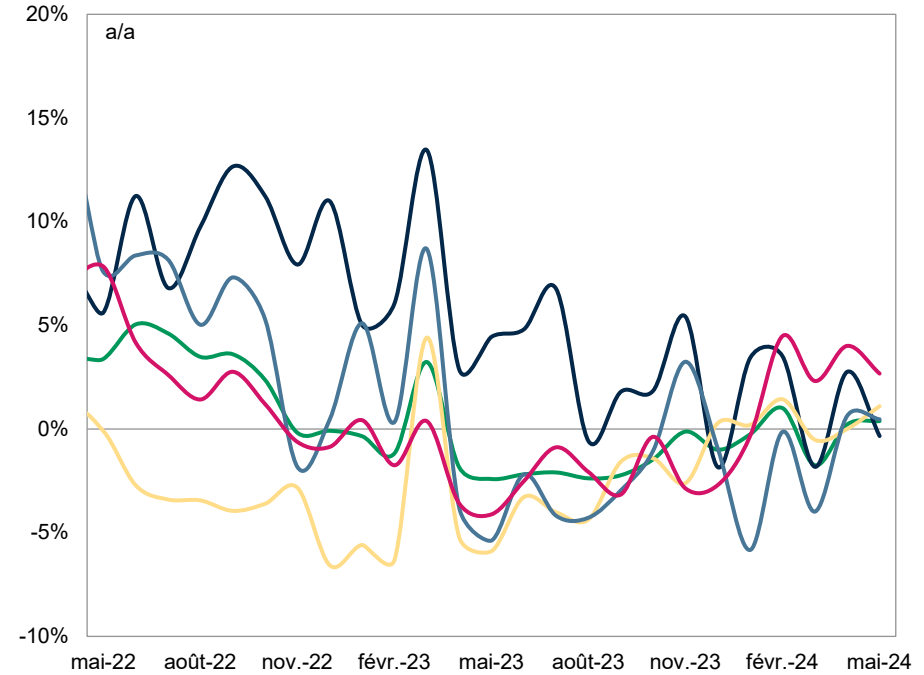
### Enquête ESI et ses composantes



- Confiance des consommateurs
- Commerce de détail
- Construction
- Industrie
- Services
- Ensemble de l'ESI (Ech. D)

Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

### Production industrielle



- Production industrielle
- Biens intermédiaires
- Biens de consommation non durables
- Biens d'équipement
- Biens de consommation durables

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

## LES MÉNAGES ÉPARGNENT AU T1, LES SALAIRES TOUJOURS DYNAMIQUES

### Le revenu disponible des ménages augmente bien plus rapidement que les dépenses de consommation

Le revenu brut disponible (RDB) des ménages a augmenté de façon notable au T1 2024, de 8% sur un an, à un rythme nettement supérieur à l'inflation (3,2%), ce qui a permis une récupération importante du pouvoir d'achat perdu avec le choc inflationniste déclenché en 2022. En revanche, les dépenses de consommation des ménages en valeur ont augmenté à un rythme plus lent (5,3%) que le revenu disponible et le taux d'épargne a augmenté à 14,2% au T1 2024 (après 13% au T4 2023), se situant à un niveau nettement supérieur à sa moyenne enregistrée entre 2015 et 2019 (6,8%).

### L'emploi continuera de soutenir la consommation privée

Bien que les créations d'emplois en juin aient été un peu plus faibles que les mois précédents, le deuxième trimestre dans son ensemble a connu un rythme de croissance soutenu des affiliations à la sécurité sociale, avec une augmentation trimestrielle de 0,8%, contre 0,7% au premier trimestre. Pourtant, les données contrastent avec le progressif affaiblissement de la réduction du chômage.

Un élément qui explique en partie cette divergence se trouve dans l'évolution de la

population active, et notamment de la population en âge de travailler qui bénéficie d'une hausse de la population étrangère. Au cours des deux dernières années (du T1 2022 au T1 2024), la population espagnole a augmenté de 1 million de personnes, dont +956 000 étrangers, +291 000 double nationalité, et -175 000 Espagnols. Dans trois secteurs, le pourcentage de travailleurs étrangers dépasse 20% : l'hôtellerie (27%), l'agriculture (25%) et la construction (21%).

La forte croissance démographique, tirée par l'immigration, restera un facteur de croissance important pour l'emploi espagnol, même si elle ne sera pas aussi importante qu'en 2023. Les projections de l'INE indiquent une croissance démographique annuelle moyenne de 0,8% jusqu'en 2027, grâce aux flux migratoires (+482 000 personnes en moyenne par an), tandis que la population née en Espagne continuera de diminuer (-100 000 personnes en moyenne par an). Bien que ce taux de croissance soit légèrement inférieur à l'augmentation exceptionnelle en 2023 (1,2%), il est nettement supérieur à l'augmentation annuelle moyenne enregistrée au cours de la période 2016-2019 (0,4%).

### Vers une consommation modérée sur notre horizon

Les données disponibles jusqu'au mois d'avril montrent que l'augmentation des

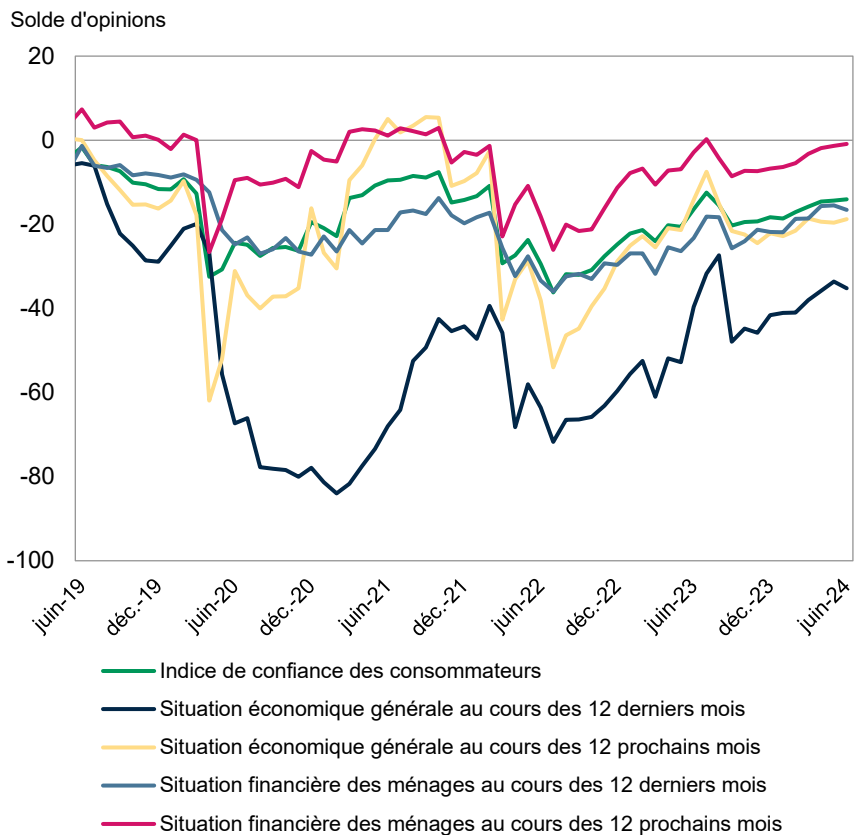
salaires des conventions collectives pour 2024 s'élève à 2,9% (3,5% en 2023). Pratiquement tous les salariés ayant un accord clos pour 2024 – soit environ 8,6 millions de travailleurs – ont signé des accords au cours des années précédentes, tandis que les nouveaux accords signés en 2024 sont encore rares et ne concernent qu'environ 5% des salariés. Jusqu'en avril, ces nouveaux accords présentent une augmentation salariale de 4,1%, en recul par rapport à mars (4,4%).

Le rythme ralenti de la consommation privée observée aux derniers mois de 2023 (0,3% en rythme trimestriel) ne s'est amélioré que marginalement en début d'année 2024 (0,4%). L'évolution récente du crédit à la consommation et des ventes d'automobiles suggère que le soutien à la consommation apporté par les dépenses des ménages en biens durables serait en train de s'essouffler. Au cours des prochains trimestres, dans un contexte de modération progressive des pressions inflationnistes, de relative robustesse du marché du travail et de conditions financières un peu plus favorables, les dépenses des ménages devraient poursuivre leur expansion au rythme de 1,8% en 2024 et 1,6% en 2025.

# MÉNAGES

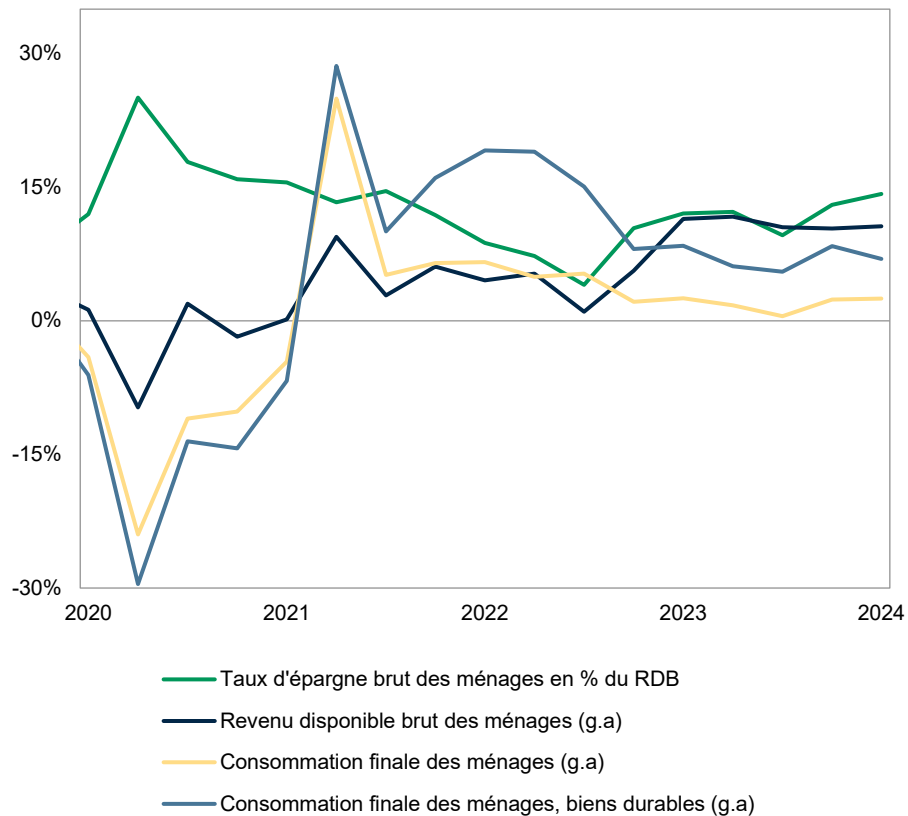
## LES MÉNAGES ÉPARGNENT AU T1, LES SALAIRES TOUJOURS DYNAMIQUES

### Enquête auprès des ménages



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

### Évolution du revenu disponible brut des ménages et de ses utilisations



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO



Après les baisses enregistrées au second semestre 2023, l'investissement productif a rebondi au premier trimestre 2024, tiré par l'investissement dans les autres constructions et, dans une moindre mesure, dans le matériel de transport. Cependant, malgré ce rebond, l'investissement productif en Espagne reste inférieur de 0,2 pp à son niveau d'avant la pandémie, avec un poids dans le PIB de 13,6% (0,6 pp de moins qu'en 2019).

### Les marges des entreprises toujours comprimées par les salaires

Le taux de marge des sociétés non financières s'est établi à 39%, légèrement en dessous de son niveau pré-pandémique. Selon les informations de la comptabilité nationale, le rapport entre l'excédent brut d'exploitation (EBE) et la valeur ajoutée brute (VAB) aurait montré une certaine tendance à la baisse depuis le deuxième trimestre 2023. Toutefois, l'hétérogénéité entre secteurs reste forte, avec une évolution du taux de marge plus dynamique dans le cas de l'industrie manufacturière et plus contenue dans la construction. Au premier trimestre, les coûts unitaires de main-d'œuvre du secteur marchand ont affiché une augmentation sur un an de 6,2%, poussés à la hausse par la baisse de la productivité et l'augmentation de la rémunération par tête. Cette dernière a ralenti au premier trimestre, à un taux

interannuel de 5,2%, même si ce taux est resté, comme les trimestres précédents, supérieur aux augmentations salariales convenues dans les conventions collectives, ce qui reflète une dérive salariale positive.

Dans un contexte de forte volatilité, où les coûts de financement et les niveaux d'incertitude restent élevés, les indicateurs qualitatifs disponibles tels que l'indice des directeurs d'achat (PMI) pour les biens d'équipement et l'évolution trimestrielle de l'investissement selon l'enquête de la Banque d'Espagne, suggèrent que le chemin de la reprise de l'investissement productif pourrait se poursuivre au T2 2024. Sous les hypothèses d'une inflation stabilisée autour de 3% cette année et d'une politique monétaire moins contraignante, nos prévisions pour l'investissement productif s'affichent à 2,6% en 2024 (après -1,6% en 2023), sous l'effet d'un acquis de croissance très positif au T1 2024, et accélèrent en 2025 à 3,9%.

### Le décalage entre offre et demande soutient les prix de l'immobilier

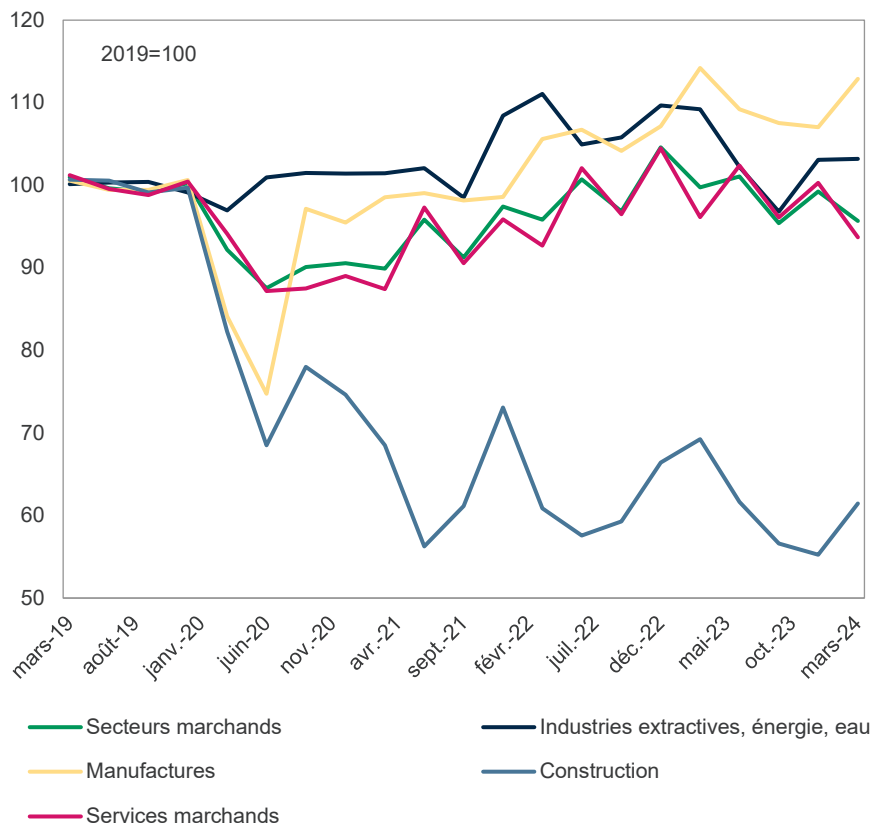
Après la baisse observée au premier trimestre, l'investissement en logement devrait rebondir légèrement au cours des prochains trimestres, sur la base de l'évolution récente de l'indicateur d'exécution de la construction et des ventes de logements. Quoiqu'il en soit, les pressions à

la hausse sur les prix de l'immobilier se poursuivent. Les prix ont enregistré une augmentation de 6,3% sur un an au premier trimestre sous l'effet d'une offre déprimée. En effet, le nombre de permis de construire pour les nouveaux logements a à peine dépassé 108 600 unités en février (donnée cumulée sur 12 mois), soit 0,8% en dessous des niveaux de la même période de l'année précédente. Ainsi, l'offre reste très inférieure à la demande structurellement dynamique, en raison de l'évolution démographique (création de 238 000 ménages nets au cours de la dernière année jusqu'au premier trimestre de 2024, selon l'EPA). Derrière cette faiblesse de l'offre se distinguent les problèmes structurels du secteur (lenteur dans l'octroi de permis, changements réglementaires ou pénurie de terrains, entre autres), mais aussi conjoncturels, comme les coûts élevés des matériaux de construction résidentielle. En 2024, les prix de l'immobilier continueront d'être soutenus par la faiblesse de l'offre, la robustesse du marché du travail, la baisse des taux d'intérêt et le faible niveau d'endettement des ménages. Nous nous attendons à une progression de l'investissement dans la construction de 3,5% en 2024 et 1,8% en 2025. Ainsi, nos prévisions de FBCF pour 2024 et 2025 s'affichent actuellement à 2,7% et 2,6%, respectivement.

# ENTREPRISES

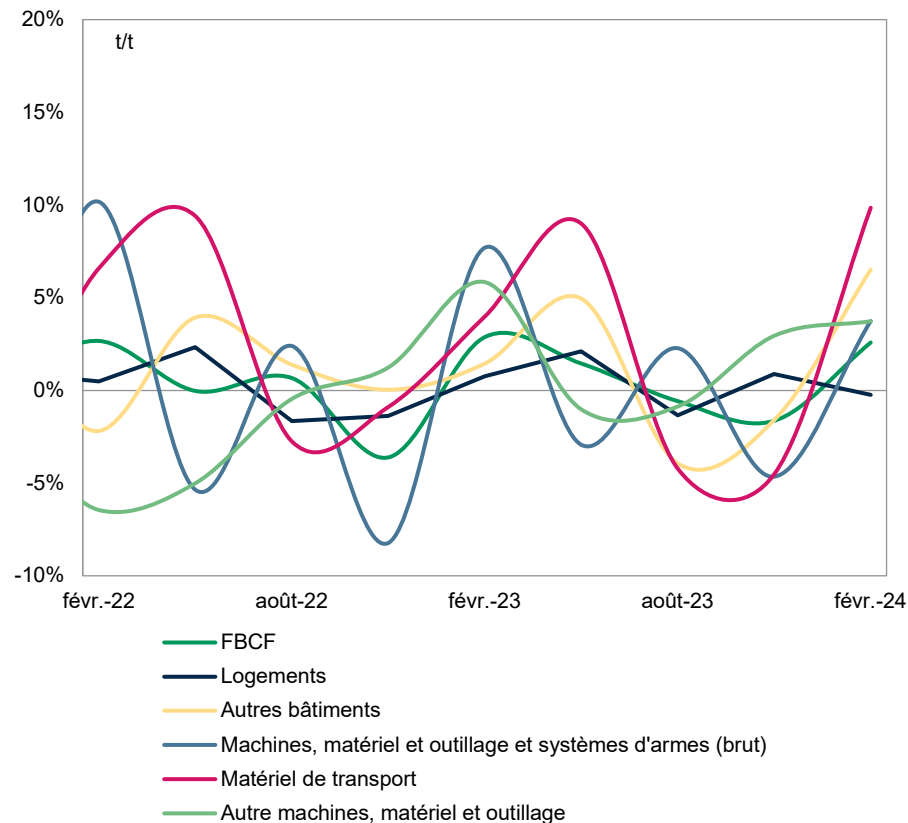
## LA HAUSSE DES COÛTS SALARIAUX PÈSE SUR LES MARGES DES ENTREPRISES

### Évolution du taux de marge (EBE/VAB)



Sources : INE, Crédit Agricole S.A.

### Composantes de l'investissement



Sources : INE, Crédit Agricole SA / ECO.

## LES SERVICES TOURISTIQUES SOUTIENNENT LA DEMANDE ÉTRANGÈRE

La contribution positive de la demande extérieure nette à la croissance du PIB au T1 2024 (de 0,5 pp) repose sur le fort dynamisme manifesté par les exportations de services (en progression trimestrielle de 11,1%), notamment celles des services touristiques. Les importations de services ont également fait preuve d'une vigueur notable et ont augmenté de 6,8%. En particulier, après le retard constaté au cours des trimestres précédents, les importations de services touristiques ont rebondi très fortement (20,4%), un dynamisme qui devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres.

Dans un contexte d'amélioration progressive de la demande étrangère, les indicateurs les plus récents, tels que les perspectives exprimées dans la dernière enquête sur la situation des exportations, menée par la banque d'Espagne, et les indicateurs PMI des nouvelles commandes à l'exportation, suggèrent que les exportations de biens, qui ont chuté de 1,7% au premier trimestre, pourraient afficher une évolution plus positive dans les prochains mois. Ce dynamisme serait toutefois contrebalancé par la reprise des importations, tirées, entre autres facteurs, par l'amélioration de l'activité manufacturière et de l'investissement des entreprises, à forte teneur en importations.

### Bon début d'année pour le secteur touristique

Au cours des premiers mois de l'année, le tourisme international a maintenu le fort dynamisme affiché en 2023. Ainsi, jusqu'en avril, les nuitées hôtelières des touristes internationaux ont dépassé de 12% celles observées au cours de la même période de 2023. Cet élan proviendrait, d'une part, de la poursuite de la tendance à une plus grande diversification des flux touristiques vers l'Espagne, tant en termes géographiques que saisonniers, et, d'autre part, de la réactivation des flux en provenance des principaux pays comme l'Allemagne et le Royaume-Uni. Globalement, entre janvier et avril de cette année, les dépenses touristiques en termes réels ont été supérieures de 36% à celles enregistrées au cours de la même période entre 2016 et 2019 et ont continué à montrer une augmentation des dépenses par visiteur. Ces tendances pourraient se poursuivre à court terme, soutenues, entre autres facteurs, par un plus grand dynamisme potentiel du tourisme d'affaires et par une éventuelle reprise des flux en provenance de certains pays qui n'ont pas encore atteint leurs chiffres d'avant la pandémie, comme c'est le cas pour le Japon.

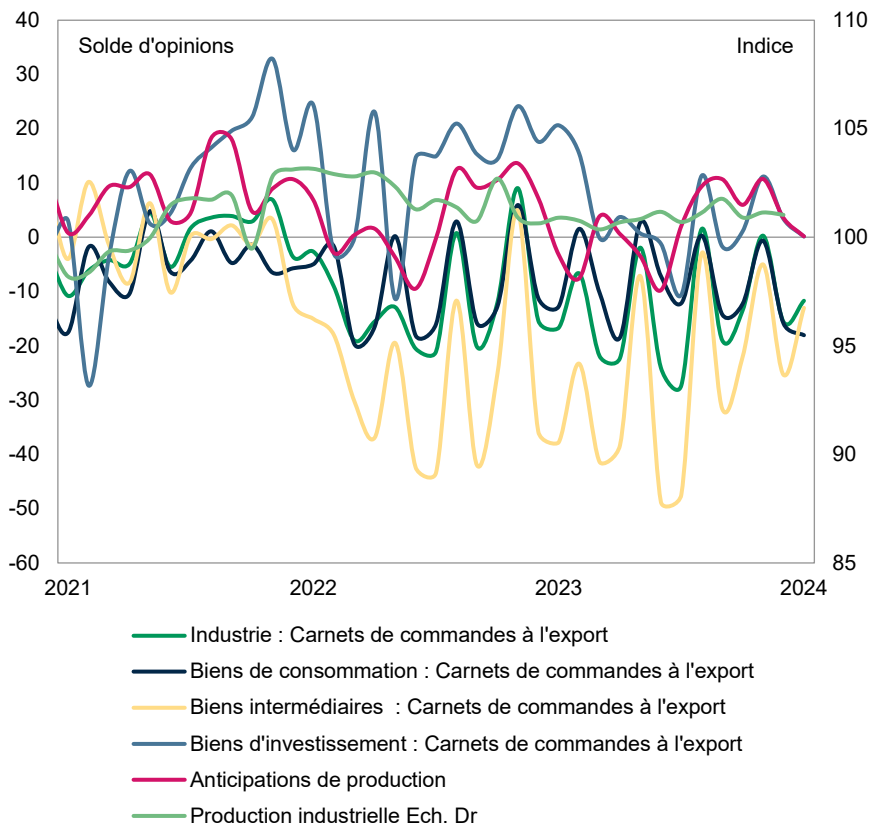
### Vers une contribution nulle de la croissance étrangère en 2025

Les flux touristiques en provenance de l'étranger continueront de contribuer au dynamisme de l'activité dans les mois à venir, portés, entre autres facteurs, par la diversification géographique et saisonnière croissante du tourisme étranger. Pour sa part, la reprise projetée des échanges internationaux favorisera, après la baisse enregistrée en 2023, l'augmentation progressive des exportations de biens tout au long de l'horizon de projection. Une accélération des importations plus intense que celle anticipée pour les exportations est attendue, en ligne avec le plus grand dynamisme de la formation brute de capital fixe et des exportations de biens, qui sont les composantes de la demande finale avec un contenu en importations plus élevé. En conséquence, selon nos prévisions, la demande extérieure nette apportera une contribution positive à la croissance du PIB en 2024 (de 0,6%) qui deviendra nulle en 2025 (0,1%).

# COMMERCE EXTÉRIEUR

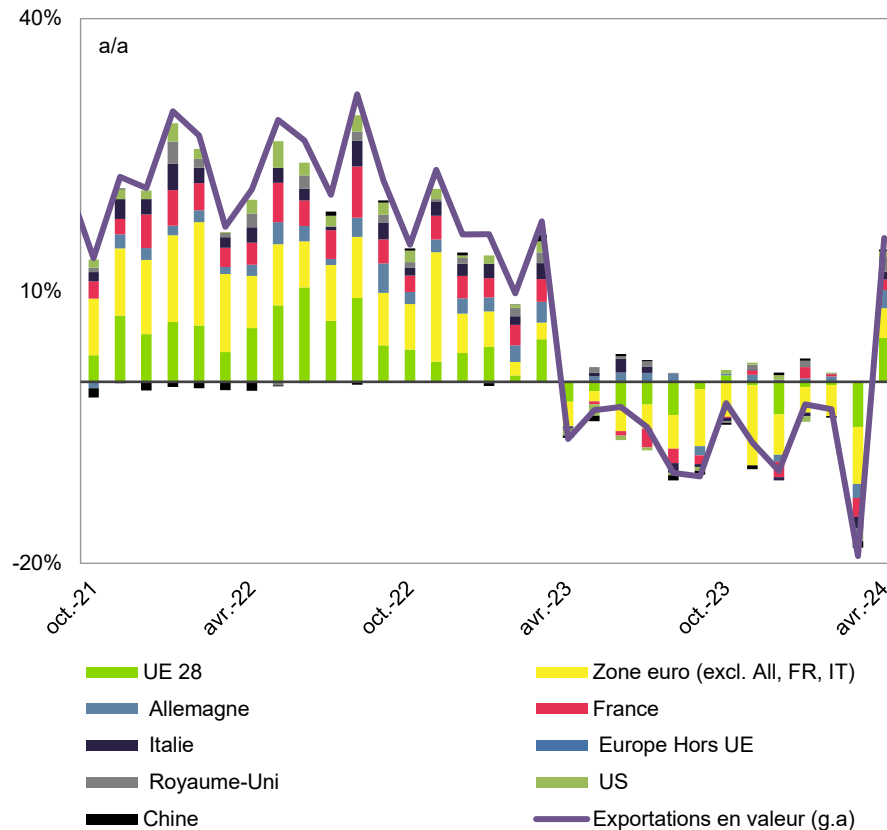
## LES SERVICES TOURISTIQUES SOUTIENNENT LA DEMANDE ÉTRANGÈRE

### Carnets de commandes à l'exportation



Sources : ICI enquête Min. de l'Industrie & du Commerce , Crédit Agricole SA / ECO

### Exportations par destinations



Sources : Banque d'Espagne, Crédit Agricole SA / ECO

### LA RÉSILIENCE DU MARCHÉ TOURISTIQUE ESPAGNOL SERA PLUS DURABLE QUE PRÉVU

Après une année 2023 exceptionnelle pour le tourisme en Espagne, avec des niveaux records d'arrivées internationales, de dépenses, de nuitées et de tourisme domestique, les données de 2024 marquent le meilleur début d'année de l'histoire du secteur. Cette bonne performance du tourisme se reflète également dans l'augmentation de l'excédent de la balance des services touristiques, qui a atteint en mars 2024 4,2% du PIB, contre 3,7% l'année précédente (données cumulées sur 12 mois). Ainsi, les exportations touristiques sont responsables de plus de la moitié de l'amélioration de la balance courante de l'Espagne au cours de l'année dernière.

Jusqu'au mois d'avril, 24 millions de touristes internationaux sont arrivés en Espagne (+14,8% sur un an). La dépense moyenne par personne dépasse 1 300€ en moyenne de janvier à avril, +19% par rapport à 2019, même si cette évolution est davantage due à un effet prix qu'à une plus grande volonté de dépenser en termes réels de la part des touristes. Les indicateurs du tourisme domestique maintiennent une dynamique satisfaisante, restant à des niveaux élevés, même si le solde global des quatre premiers mois de l'année reflète déjà une baisse des voyages (-2,2% sur un an en janvier-avril).

Ce dynamisme se reflète également sur le marché du travail, qui a également battu des records en 2023 avec 3 millions d'affiliés dans les branches touristiques (2,7 millions en 2019). Au cours des quatre premiers mois de 2024, l'emploi touristique a augmenté de 4,2% sur un an (en moyenne de janvier à avril), le transport aérien (11%) et les agences de voyages (7,8%) étant les branches les plus dynamiques.

#### **La rentabilité du secteur hôtelier espagnol progresse, soutenue par la vigueur de la demande**

Le secteur hôtelier espagnol connaît également un bon moment : entre janvier et avril, 87 millions de nuitées ont été enregistrées (+7% sur un an). Les nuitées des touristes internationaux dépassent largement les records d'avant la pandémie (+12,0% sur les quatre premiers mois de l'année par rapport à la même période de 2019). Les séjours résidents sont inférieurs de 1,1% aux niveaux de 2023, même s'ils restent en tout cas très proches de leurs *maxima* historiques.

Malgré la vigueur de la demande, l'offre hôtelière n'a pas augmenté, elle est même légèrement inférieure aux niveaux de 2019 : on compte environ 400 établissements en moins, mais avec pratiquement la même

offre de chambres. Cette légère baisse de l'offre se concentre dans les établissements de catégorie inférieure, puisque les hôtels 4 et 5 étoiles ont augmenté leur offre de 9% depuis 2019. On observe donc une augmentation de la qualité de l'offre du secteur, soit parce que les établissements existants ont investi ces dernières années pour améliorer leur qualité, soit parce que dans les moments les plus durs de la récession du Covid-19, les établissements de moindre qualité ont disparu.

Ce déséquilibre entre une demande supérieure à l'offre se traduit par des taux d'occupation élevés : en moyenne en 2023, 67,5% des chambres disponibles étaient occupées, contre 65,8% enregistrés en 2019. Ce taux d'occupation plus élevé permet une plus grande rentabilité du secteur : en 2023, il a collecté en moyenne 74,34 euros par chambre disponible, (+16% sur un an). En haute saison (juin-septembre), le secteur gagnait 94 euros par chambre disponible (occupée et inoccupée), contre 86 euros en 2022 ou 76 euros en 2019. En début d'année, on observe une modération des prix : entre janvier et avril, environ 67,2 euros par chambre ont été collectés, soit 10% de plus qu'à la même période en 2023.

### LA RÉSILIENCE DU MARCHÉ TOURISTIQUE ESPAGNOL SERA PLUS DURABLE QUE PRÉVU

#### Bonnes perspectives pour 2024

La valeur ajoutée du secteur touristique a augmenté de 7,6% en 2023 en volume, ce qui a permis de retrouver les niveaux d'activité d'avant la pandémie (dépassant de 5,2% le niveau de 2019). Cette croissance a permis au secteur de retrouver son poids dans l'économie, atteignant 12,6% du PIB en 2023 (le même chiffre qu'en 2019). D'ici 2024, le secteur connaîtra un certain ralentissement car plusieurs facteurs tendront à modérer le rythme de progression, comme la reprise progressive d'autres destinations

concurrentes, l'impact des Jeux Olympiques de Paris en 2024 et le tourisme intérieur avec une faible croissance. Après plusieurs années de reprise, au cours desquelles les touristes espagnols ont opté pour des destinations locales, on s'attend cette année à ce que les voyages hors frontières augmentent, grâce à l'augmentation du revenu disponible des ménages.

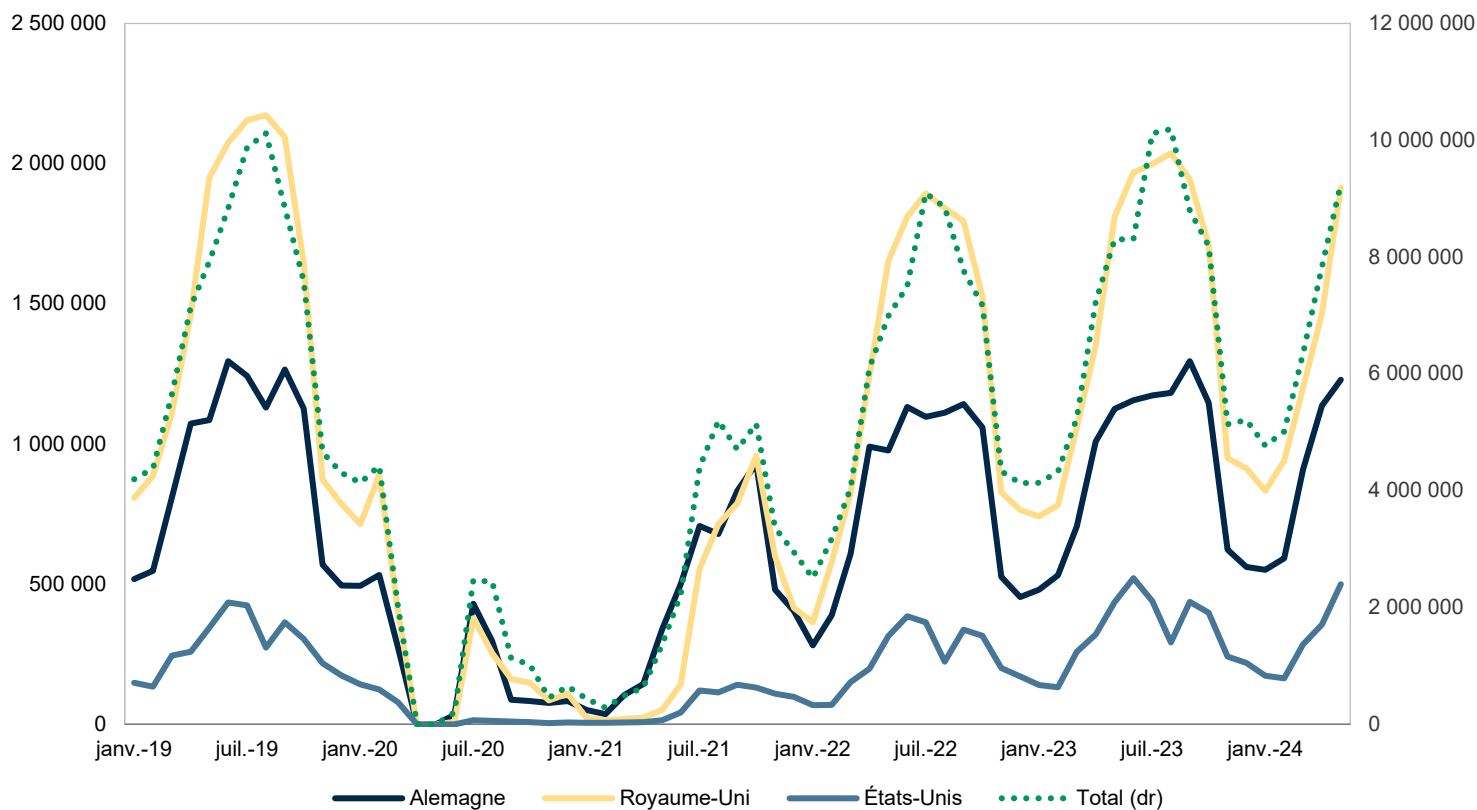
Ces facteurs seront toutefois partiellement compensés par le tourisme international, dont nous prévoyons une croissance très robuste, dépassant les 90 millions d'arrivées

grâce au rétablissement du pouvoir d'achat des ménages européens dans un contexte de baisse de l'inflation, de la faible reprise économique attendue en Europe et de la plus grande perception de sécurité qu'offre l'Espagne dans un contexte de forte instabilité géopolitique dans les pays de la Méditerranée orientale.

# FOCUS – TOURISME

## LA RÉSILIENCE DU MARCHÉ TOURISTIQUE ESPAGNOL SERA PLUS DURABLE QUE PRÉVU

### Arrivées de touristes internationaux



Sources : INE, Crédit Agricole S.A./ECO

# RISQUES

## RÉSILIENCE DE L'ACTIVITÉ



### Pas de récession

Poursuite de la désinflation  
Maintien de l'activité et de l'emploi  
Gains de pouvoir d'achat des salaires  
Assouplissement des conditions de financement



### Récession

Escalade des conflits géopolitiques  
Croissance faible, érosion des revenus et des profits  
Maintien de conditions de financement strictes






# LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

## TABLEAU RÉCAPITULATIF

	2022	2023	2024	2025	2022				2023				2024				2025				
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
PIB (a/a, t/t,%)	5,8	2,5	2,4	1,7	0,3	2,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,7	0,8	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3	0,2
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	3,1	1,9	1,8	1,5	0,4	0,5	1,8	-1,3	0,7	0,9	0,9	0,1	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3
Consommation des ménages (a/a, t/t,%)	4,7	1,8	1,8	1,6	-0,1	1,4	2,5	-1,5	0,2	0,6	1,2	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,4
Consommation publique (a/a, t/t,%)	-0,2	3,8	1,4	0,9	-0,2	-1,3	1,4	1,6	0,1	1,3	1,7	1,0	-0,6	0,0	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2
Investissement (a/a, t/t,%)	2,4	0,8	2,7	2,6	2,7	0,0	0,7	-3,6	2,9	1,4	-0,6	-1,6	2,6	0,5	1,2	1,1	1,1	0,2	0,6	0,5	0,4
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,7	-0,4	-0,5	1,0	-0,5	-0,2	-0,1	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	2,8	0,7	0,6	0,1	0,6	2,4	-0,7	0,7	0,2	-0,2	-0,4	0,2	0,5	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Exportations (a/a, t/t,%)	15,2	2,3	4,8	3,6	3,7	6,9	-2,6	0,6	4,6	-2,5	-3,6	2,8	3,3	1,3	1,2	1,2	1,2	0,8	0,7	0,7	0,4
Importations (a/a, t/t,%)	7,0	0,3	3,5	3,8	2,2	0,2	-0,7	-1,6	4,5	-2,3	-2,8	2,4	2,2	1,0	1,0	1,3	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8
Inflation (a/a,%)	8,3	3,4	3,2	2,1	7,9	8,9	10,0	6,5	5,0	2,8	2,6	3,3	3,2	3,3	3,3	2,8	2,8	2,6	2,0	1,9	1,9
Inflation sous-jacente (a/a,%)	3,8	4,1	2,8	2,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taux de chômage (%)	13,1	12,2	11,4	11,1	13,3	13,0	12,8	13,1	12,9	12,0	12,0	11,9	11,8	11,4	11,3	11,3	11,3	11,4	11,0	11,1	11,0
Solde courant (% du PIB)	0,6	2,6	1,1	0,9	-1,1	0,7	1,0	1,8	2,9	2,4	2,9	2,3	-0,5	1,3	1,8	1,9	1,9	-0,2	0,9	1,3	1,5
Solde budgétaire (% du PIB)	-4,7	-3,6	-3,4	-3,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dettes publiques (% du PIB)	111,6	107,7	106,6	105,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

# CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
15/07/2024	<a href="#">Espagne – Le gouvernement déterminé à réduire le temps de travail</a>	Zone euro
12/07/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
12/07/2024	<a href="#">Allemagne – Le mois de mai efface les gains de production industrielle du premier trimestre</a>	Zone euro
11/07/2024	<a href="#">La nouvelle grammaire de l'économie du risque</a>	Géo-économie
10/07/2024	<a href="#">Portugal – Vers une croissance soutenue en 2024</a>	Zone euro
09/07/2024	<a href="#">France : la baisse de la production industrielle en mai est-elle alarmante ?</a>	France
09/07/2024	<a href="#">Royaume-Uni – Élections britanniques : plus qu'une victoire du Labour, un effondrement des conservateurs</a>	Royaume-Uni
08/07/2024	<a href="#">Visegrad – 2024, année de sortie de crise(s) pour les budgets ?</a>	PECO
05/07/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
05/07/2024	<a href="#">Singapour – Vers un retour pérenne de la croissance économique ?</a>	Asie
03/07/2024	<a href="#">Avenir de l'Europe / Autonomie stratégique II : sécurité économique et souveraineté financière</a>	Europe
03/07/2024	<a href="#">Chine – La détention de bons du Trésor américain, une arme stratégique ?</a>	Asie
02/07/2024	<a href="#">Fintech Outlook   Premier semestre 2024 – Le retour des stéroïdes</a>	Fintech
28/06/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
28/06/2024	<a href="#">Monde – Scénario macro-économique 2024-2025 : prolongement sans bouleversements</a>	Monde
27/06/2024	<a href="#">Turquie : où en est la crédibilité de la Banque centrale ?</a>	PECO
26/06/2024	<a href="#">Chine – Pas de miracle sur le front de l'immobilier</a>	Asie
25/06/2024	<a href="#">Espagne – Les prix de l'immobilier résidentiel toujours en expansion au premier trimestre</a>	Zone euro
21/06/2024	<a href="#">Monde – L'actualité de la semaine</a>	Monde
21/06/2024	<a href="#">Afrique sub-saharienne – Le défi démographique en vue</a>	Afrique sub-saharienne
20/06/2024	<a href="#">D'où vient et que veut l'électeur médian européen ?</a>	Europe
19/06/2024	<a href="#">Union européenne – La Commission affiche ses tarifs compensatoires sur les véhicules électriques chinois</a>	Union européenne
19/06/2024	<a href="#">France – Que faut-il retenir des dernières publications de la Banque de France ?</a>	France

Ticiano Brunello  
+33 1 43 23 07 69   
ticiano.brunello@credit-agricole-sa.fr



**MERCI DE VOTRE  
ATTENTION**

POUR CONSULTER OU VOUS ABONNER  
À NOS PUBLICATIONS SUR INTERNET :  
<http://etudes-economiques.credit-agricole.com>

Nos publications économiques non confidentielles sont également accessibles sur l'application « Études Eco » disponible sur [l'App Store](#) et sur [Google Play](#)

**Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe**  
12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

**Directeur de la Publication :** Isabelle Job-Bazille - **Rédacteur en chef :** Armelle Sarda

**Documentation :** Elisabeth Serreau - **Statistiques :** Datalab ECO

**Secrétariat de rédaction :** Fabienne Pesty

Contact: [publication.eco@credit-agricole-sa.fr](mailto:publication.eco@credit-agricole-sa.fr)

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.