



Ticiano Brunello

ESPAGNE SCÉNARIO 2025-2026

CROISSANCE DYNAMIQUE SOUS CIEL INCERTAIN

Avril 2025

AGIR CHAQUE JOUR DANS VOTRE INTÉRÊT
ET CELUI DE LA SOCIÉTÉ



ÉTUDES ÉCONOMIQUES GROUPE

SOMMAIRE

- 1 Les points clefs du scénario
- 2 Dernières nouvelles conjoncturelles
- 3 Ménages
- 4 Entreprises
- 5 Commerce extérieur
- 6 Finances publiques
- 7 Risques
- 8 Le scénario en chiffres

CROISSANCE DYNAMIQUE SOUS CIEL INCERTAIN

LES POINTS CLEFS DU SCÉNARIO

- ▲ L'épargne des ménages toujours soutenue
- ▲ L'investissement s'est réveillé au T4 2024
- ▲ Faible exposition aux importations américaines

- ▲ L'emploi toujours dynamique

	2023	2024	2025	2026
PIB (a/a, %)	2,7	3,2	2,5	2,0
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,7	-0,2	-0,1	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	0,3	-0,1	0,1
Consommation des ménages (a/a, %)	1,8	2,9	2,8	2,0
Investissement (a/a, %)	2,1	3,0	3,7	2,8
Inflation (a/a, %)	3,4	2,9	2,5	1,7
Taux de chômage (%)	12,2	11,4	10,9	10,3
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,5	-3,1	-2,9	-2,8

Sources : Crédit Agricole SA / ECO

L'économie espagnole aborde 2025 sur une dynamique plus robuste que ses partenaires européens. En 2024, le PIB a progressé de 3,2%, avec une hausse de 0,8% au T4, soutenu par la consommation et l'investissement. Les fondamentaux sont solides : excédent courant pour la 13^e année, dette privée limitée à 125,1% du PIB (vs 153,5% en zone euro) et dette publique en baisse à 101,8%. La position extérieure nette s'est aussi améliorée. Cette bonne performance permet de relever la prévision de croissance à 2,5% en 2025. La reprise reste centrée sur la demande intérieure. La baisse des taux d'intérêt, la désinflation (inflation attendue à 2,5% en 2025) et un taux d'épargne élevé devraient stimuler la consommation. L'emploi progresserait de 2% et le chômage reculerait à 10,9%.

Malgré ce contexte favorable, le commerce extérieur pèserait négativement, en raison d'importations dynamiques et d'exportations freinées. Les tensions géopolitiques et commerciales (États-Unis–UE) représentent un risque important. La pleine exécution des fonds NGEU sera importante pour maintenir l'élan de l'investissement privé.

INTRODUCTION

LE CONTEXTE INTERNATIONAL

La croissance de l'économie mondiale est prévue en ralentissement en 2025 et en modeste accélération en 2026, principalement du fait de la dynamique des économies avancées. Du côté des pays émergents, la croissance passerait de 4,3% en 2024 à 4% en 2025 et 2026. Nous prévoyons une poursuite du ralentissement de la croissance en Chine en 2025, les exportations étant susceptibles d'être fortement freinées par le relèvement des droits de douane américains et la reprise de la demande intérieure restant progressive. La croissance du PIB devrait ralentir à 4,6% en 2025 et 4,3% en 2026, après 5,0% en 2024.

La croissance américaine ralentirait en 2025 sur un rythme de 1,7% en 2025, avant un rebond à 2,2% en 2026. L'inflation suivrait ce ralentissement début 2025 avant un rebond en fin d'année avec une moyenne annuelle de 2,7% en 2025 et 2026. La Fed, après une pause devrait finir par relancer son processus de baisse des taux avec deux nouvelles baisses de 25 pb en juin et en septembre, avant d'entamer une pause prolongée avec un plafond fixé à 4,00%. Les taux longs pourraient ainsi baisser légèrement au deuxième trimestre 2025 en réaction à l'impact négatif des droits de douane sur la croissance et à la reprise des baisses de taux par la Fed attendue en juin. Les rendements des *Treasuries* à 10 ans sont attendus à 4,45% fin 2025 et à 4,75% fin 2026.

La croissance de la zone euro est attendue à 1% en 2025 et à 1,5% en 2026, le plan de relance allemand compensant l'impact négatif de la hausse des droits de douane américains. Le processus désinflationniste se poursuivrait avec une inflation à 2,1% en 2025 et à 1,8% en 2026. L'assouplissement de la BCE est proche de sa fin et nous prévoyons une dernière baisse des taux, de 25 points de base en juin 2025, suite à laquelle le taux de dépôt serait maintenu à 2,25% jusqu'à fin 2026. Le rendement allemand à dix ans resterait supérieur à 3% (3,1% fin 2026). La pentification de la courbe allemande et les perspectives d'une augmentation de la croissance de la zone euro suggèrent un resserrement supplémentaire des spreads souverains, avec la prime de l'OAT à 55 pb fin 2026 et celle du BTP à 105 pb. L'euro pourrait atteindre 1,12 face au dollar au quatrième trimestre 2025, un niveau qui ne devrait pas être dépassé en raison d'un nouveau rebond attendu de l'économie américaine, des rendements des *Treasuries* et donc du dollar au second semestre 2026.

La récente annonce de l'OPEP+ d'augmenter sa production devrait provoquer une baisse modérée des prix à 71 \$ par baril en moyenne en 2025 et à 70 en 2026. L'utilisation des stocks de gaz naturel pendant cet hiver plus froid que les précédents devrait tendre le marché du gaz naturel liquéfié pendant les prochains mois.

Hypothèses de cadrage internationales

	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026				
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	
PIB zone euro (a/a, t/t, %)	0,9	0,9	1,0	1,5	0,5	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2	0,2	0,1	0,3	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	
PIB États-Unis (a/a, t/t, annualisé, %)	2,9	2,8	1,7	2,2	2,8	2,4	4,4	3,2	1,6	3,0	3,1	2,4	0,8	1,5	1,2	1,8	2,5	2,5	2,4	2,4	
PIB Chine (a/a, t/t, %)	5,4	5,0	4,6	4,3	1,7	1,2	1,5	0,9	1,5	0,9	1,3	1,6	1,3	0,7	0,9	1,0	1,3	1,1	1,0	1,0	
PIB monde (a/a, t/t, %)	3,3	3,1	2,8	3,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Taux de dépôt BCE (fin de période, %)	4,00	3,00	2,25	2,50	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,00	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,50
Taux des fonds Réserve fédérale (fin de période, %)	5,50	4,50	4,00	4,00	5,00	5,50	5,50	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,50	4,25	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Taux de change (moyenne, EUR/USD)	1,08	1,08	1,10	1,11	1,07	1,09	1,09	1,08	1,09	1,08	1,10	1,07	1,11	1,08	1,10	1,12	1,12	1,11	1,10	1,10	1,10
Brent (moyenne, USD/baril)	82,2	79,9	71,3	69,3	82,2	77,9	85,9	83,0	81,9	85,0	78,9	74,0	75,1	73,0	70,0	67,0	65,0	70,0	70,0	70,0	72,0

Sources : BAE, BCE, Eurostat, FMI, Refinitiv, Réserve fédérale, Crédit Agricole SA / ECO

LA CROISSANCE TOUJOURS SOUTENUE

LES RISQUES BAISSIERS RÉVISÉS À LA HAUSSE

Le contexte international reste marqué par une forte incertitude : tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, guerre en Ukraine, fragilité des relations transatlantiques. Toutefois, l'Espagne semble moins exposée que d'autres pays européens. Cela pourrait s'expliquer par une moindre dépendance commerciale vis-à-vis des États-Unis et par l'éloignement géographique du terrain du conflit en Ukraine. À ce stade, **l'économie espagnole semble mieux armée que ses partenaires pour traverser cette période.** Cela s'explique par une bonne position de départ. Au dernier trimestre 2024, le PIB a progressé de 0,8% en variation trimestrielle, soutenu par la consommation privée et l'investissement, contre une stagnation dans la zone euro. Sur l'ensemble de l'année, la croissance atteint 3,2%. Par ailleurs, les déséquilibres financiers restent limités. La balance courante affiche un excédent pour la treizième année consécutive. La position extérieure nette s'est améliorée, passant d'un déficit de 97,5% du PIB en 2009 à moins de 50% en 2024. L'endettement privé reste contenu à 125,1% du PIB (contre 153,5% en zone euro), et la dette publique a poursuivi son recul pour atteindre 101,8% du PIB en décembre 2024, soit 3,3 points de moins qu'un an auparavant.

Les bons résultats économiques de fin 2024 nous amènent à réviser à la hausse notre prévision de croissance du PIB pour 2025, désormais attendue à 2,5% (contre 2,3% précédemment). Cette amélioration aurait pu être plus marquée sans la résurgence des tensions commerciales entre les États-Unis et l'Union européenne, qui constituent une source importante d'incertitude.

La croissance reposera principalement sur la demande intérieure. Bien que la consommation privée et l'investissement aient enregistré une progression notable au quatrième trimestre 2024, ils affichent encore un retard par rapport au reste des composantes du PIB. Ainsi, alors que le PIB dépasse de 7,6% son niveau d'avant la pandémie, la consommation privée n'est que de 3,6% au-dessus, et l'investissement de seulement 2,5%. Si l'on prend en compte la hausse de la population depuis 2022, la consommation réelle par habitant reste encore 0,4% en deçà de son niveau de fin 2019. La baisse des taux d'intérêt et la modération progressive de l'inflation soutiendront la reprise de la demande intérieure. Par ailleurs, le taux d'épargne des ménages, particulièrement élevé, offre un levier supplémentaire à la consommation privée dans les mois à venir.

Malgré ce contexte favorable, un ralentissement de la croissance est attendu par rapport à 2024. Plusieurs facteurs conjoncturels favorables devraient perdre en intensité : le retour à un rythme plus normal dans le secteur touristique, une modération des flux migratoires, ainsi qu'une croissance européenne qui ne se redynamise que fin 2025. À cela s'ajoute le risque d'un durcissement commercial entre les États-Unis et l'UE. Dans ce contexte, le commerce extérieur devrait avoir une contribution légèrement négative à la croissance en 2025. Cela s'explique par une hausse des importations, tirée par la vigueur de la demande domestique, mais aussi par une moindre dynamique des exportations, en lien avec la normalisation du tourisme et la faiblesse persistante des principaux partenaires commerciaux espagnols.

En 2025, l'inflation poursuivrait sa trajectoire de modération, passant de 2,9% en moyenne en 2024 à 2,5%. Cette baisse sera portée par un ralentissement progressif des prix des services et une nette correction de l'inflation alimentaire, tendance déjà visible ces derniers mois. À l'inverse, les prix de l'énergie pourraient exercer une pression haussière, du fait de la hausse de la TVA sur l'électricité appliquée en janvier 2025.

LA CROISSANCE TOUJOURS SOUTENUE

LES RISQUES BAISSIERS RÉVISÉS À LA HAUSSE

Le marché du travail restera bien orienté. L'emploi progresserait d'environ 2,0 % en 2025, après 2,2 % en 2024. La population active, qui avait fortement augmenté en 2023 (+2,1 %), a vu son rythme de croissance ralentir à 1,3 % en 2024 et devrait atteindre 1,1 % en 2025. Ce décalage soutiendra **une nouvelle baisse du taux de chômage, attendu à 10,9 % (contre 11,4 % en 2024)**.

Les risques entourant ce scénario demeurent significatifs. À la hausse, une accélération des baisses de taux ou une mobilisation plus marquée de l'épargne accumulée pourraient doper la consommation et l'investissement. Un cessez-le-feu en Ukraine pourrait aussi faire baisser les prix de l'énergie. Cependant, les risques baissiers dominent, en particulier sur le plan géopolitique : une escalade au Moyen-Orient ou un durcissement accru des relations commerciales entre les États-Unis et l'UE auraient un impact négatif sur le commerce. À l'échelle nationale, la pleine mise en œuvre des fonds NGEU reste important pour soutenir l'investissement privé.

DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

UN BON DÉBUT D'ANNÉE

La croissance du PIB s'est établie à 0,8% en glissement trimestriel au T4 2024, soit le même taux qu'au cours des deux trimestres précédents. Cette croissance a été soutenue par la vigueur de la demande intérieure, en particulier l'investissement (3,5%) et la consommation privée (1%), qui a contribué de 1,2 pp à la croissance. En revanche, la contribution de la demande étrangère a été négative, à hauteur de -0,4 pp, en raison du dynamisme plus important des importations (1,4%) que des exportations (0,1%). Du point de vue de l'offre, toutes les branches à l'exception de l'agriculture ont enregistré des gains au T4 2024. On notera la légère accélération de l'activité industrielle et, dans les services, le dynamisme des activités immobilières, ainsi que des activités professionnelles, scientifiques et techniques.

Les indicateurs avancés connus au cours des premiers mois de l'année montrent des signes positifs qui laissent présager un dynamisme de l'économie espagnole au T1 2025, même si le rythme est un peu moins soutenu qu'au trimestre précédent (0,5% selon nos prévisions). Le secteur des services reste particulièrement dynamique selon l'indice PMI du secteur. L'amélioration de l'activité continue d'être soutenue par la vigueur de la demande, notamment des activités commerciales, elles-mêmes portées par un secteur touristique très dynamique. À cet égard, les données les plus

récentes confirment le dynamisme de l'activité touristique : en janvier, le nombre de touristes étrangers arrivés a atteint près de 5,1 millions, soit une croissance de 6,1% en g.a. et de 20,7% par rapport aux niveaux pré-pandémiques (janvier 2019).

Les signes sont un peu plus faibles dans l'industrie, l'indice PMI pour le secteur manufacturier étant passé sous la barre des 50 points en février et en mars, ce qui ne s'était pas produit depuis janvier 2024.

Tant la production que les nouvelles commandes ralentissent, dans un contexte d'affaiblissement de la demande et d'incertitude élevée. Les signes sont un peu plus positifs du côté de l'emploi dans le secteur industriel, avec une croissance des inscriptions de 1,7% en glissement annuel en janvier-février, contre 1,6% au T4 2024. En général, l'évolution du secteur industriel est conditionnée négativement par l'atonie de la demande des principaux partenaires commerciaux européens ou les doutes sur la politique tarifaire américaine. En ce sens, bien que l'exposition directe de l'Espagne à ces changements soit relativement faible, des secteurs tels que l'agroalimentaire ou les produits pharmaceutiques pourraient être particulièrement affectés. En outre, l'incertitude géopolitique pourrait conduire au report de projets d'investissement.

La création d'emplois reste robuste au premier trimestre. Corrégée des variations

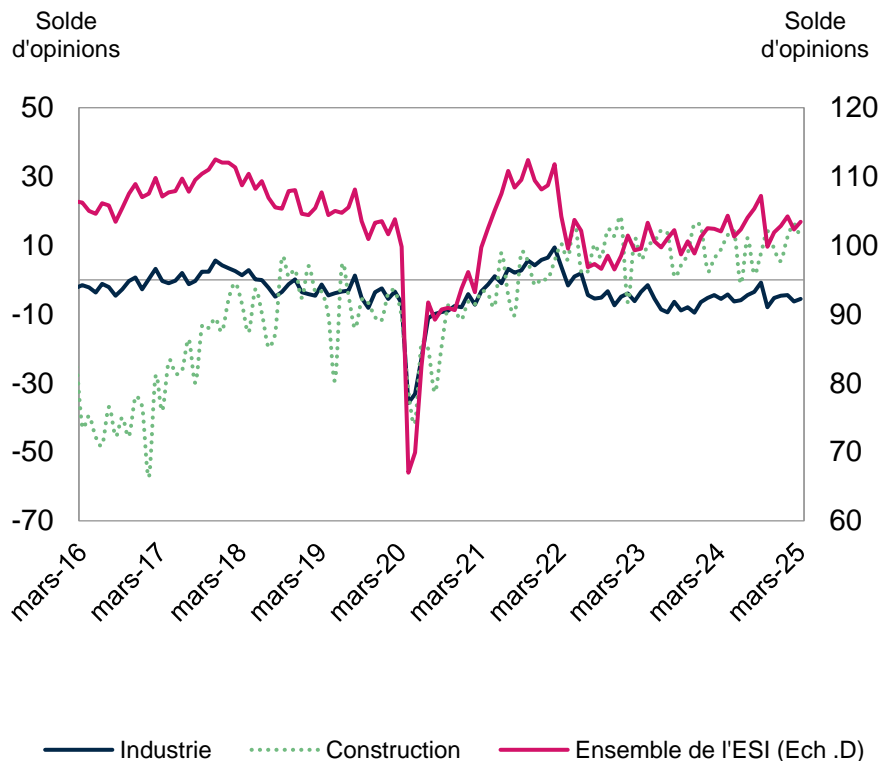
saisonniers, la hausse du T1 2025 par rapport au T4 2024 s'est établie à 0,6% en glissement trimestriel. 41,1% de l'augmentation des affiliés à la Sécurité sociale au cours de la dernière année correspond aux travailleurs étrangers, qui représentent 13,7% du total, contre 13,1% il y a un an. Si l'on considère une perspective temporelle plus large, la croissance de l'emploi depuis la période pré-pandémique a été principalement tirée par les secteurs de l'information et des communications, des activités professionnelles, scientifiques et techniques, de l'éducation et de la construction. Ensemble, ces branches ont représenté près de 45% de la croissance cumulée de l'emploi entre la fin de 2019 et la fin de 2024. Cette tendance à la création d'emplois contraste avec celle observée entre 2013 et 2019, période au cours de laquelle la croissance de l'emploi était davantage concentrée dans les secteurs manufacturier, hôtelier et de la vente au détail.

L'inflation générale a baissé de 0,7% en mars à 2,3%, et l'inflation sous-jacente a baissé de 0,2% à 2,0%, selon l'indicateur avancé de l'IPC publié par l'INE. Cette baisse de l'inflation générale est due à la baisse des prix de l'électricité. De même, les prix du carburant et les activités de loisirs et culturelles auraient également contribué à ce déclin.

DERNIÈRES NOUVELLES CONJONCTURELLES

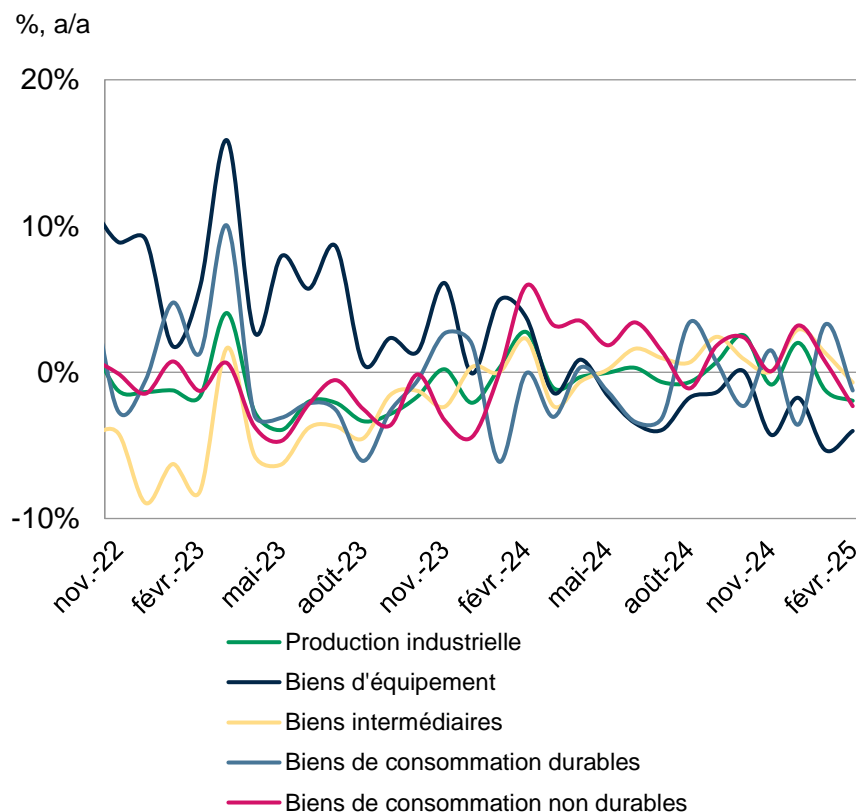
UN BON DÉBUT D'ANNÉE

Enquête ESI et ses composantes



Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

Production industrielle



Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

L'ÉPARGNE DES MÉNAGES TOUJOURS ÉLEVÉE

Les salaires soutiennent le revenu disponible des ménages

Le revenu disponible brut (RDB) des ménages a augmenté de 1,5% en rythme trimestriel au T4 2024, modérant son rythme par rapport au T3 (2,4%). Par composantes, cette progression s'explique par le dynamisme des rémunérations salariales (+1,7% contre 1,9% au T3). La consommation des ménages a augmenté de 2,2% en rythme trimestriel, entraînant une baisse modérée du taux d'épargne, qui s'est établi à 13,4% du RDB (14% au T3), toujours au-dessus des niveaux de 2019 et de la moyenne historique (7,3% sur 2015-2019).

Le taux d'épargne des ménages espagnols reste inhabituellement élevé, ce qui met en évidence les difficultés de la consommation à agir pleinement comme moteur de la croissance de l'activité. La présence continue de facteurs expliquant sa hausse rend peu probable une baisse au cours des prochains trimestres. Bien que l'immigration permette une augmentation de la capacité productive de l'économie espagnole, les dépenses de consommation des travailleurs étrangers ont tendance à être inférieures (toutes choses étant égales par ailleurs) à celles des travailleurs nationaux. Les immigrants n'ont pas le même accès aux réseaux sociaux ni aux mêmes prestations pour faire face au chômage. De plus,

certains doivent envoyer de l'argent dans leur pays d'origine. D'autre part, une partie de l'augmentation de l'épargne reflète l'incertitude quant à l'évolution du déséquilibre des comptes publics. Les doutes quant au maintien du système de retraite et des prestations de santé, ou quant à une éventuelle augmentation des impôts à l'avenir, incitent une partie de la population à épargner plus. Enfin, l'augmentation du revenu disponible brut serait concentrée dans les groupes ayant des taux d'épargne élevés, soit en raison de leur âge, soit en raison de niveaux de richesse relativement élevés.

Le modèle de croissance espagnole est en train d'évoluer vers une plus grande contribution de la demande intérieure et, face à l'atonie de l'investissement, c'est pour l'instant la consommation privée qui est devenue le protagoniste principal. Cette amélioration des performances s'est concentrée sur les dépenses des ménages en services et en biens durables, tandis que la faiblesse de la consommation de biens périssables et semi-durables persiste. La stagnation de ces deux dernières composantes précède la pandémie et coïncide avec des tendances également observées dans le reste des pays européens. La reprise des services est une conséquence de la priorisation que les familles accordent à ce type de dépenses au moment de décider de l'utilisation de l'augmentation observée du revenu disponible brut réel. La

diminution observée des mensualités hypothécaires et des coûts de financement a également contribué à libérer des ressources pour la consommation et à encourager l'accès au crédit. L'augmentation des prix de l'immobilier pourrait également stimuler les dépenses des propriétaires. Enfin, une partie du dynamisme de la consommation est due à la réduction du taux d'épargne des ménages, même si celui-ci reste élevé et proche des pics historiques.

Vers une consommation dynamique sur notre horizon

Les fondamentaux qui expliquent l'évolution de la consommation des ménages continuent de s'améliorer. Cette tendance est favorisée par la maîtrise de l'inflation, qui continuera de se modérer au cours des prochains mois, passant de 2,9% en 2024 à 2,5% en 2025 et 1,7% en 2026. Parallèlement, la rémunération des salariés (+4,8% en moyenne en 2024) devrait continuer à progresser autour de ces niveaux au cours des prochains trimestres. Cela, combiné à la vigueur continue de l'emploi, permettra au revenu disponible des ménages de continuer à augmenter, à un rythme supérieur à l'inflation. **L'ensemble de ces éléments permettra à la consommation des ménages d'augmenter de 2,7% en 2025 et de 2% en 2026.**

MÉNAGES

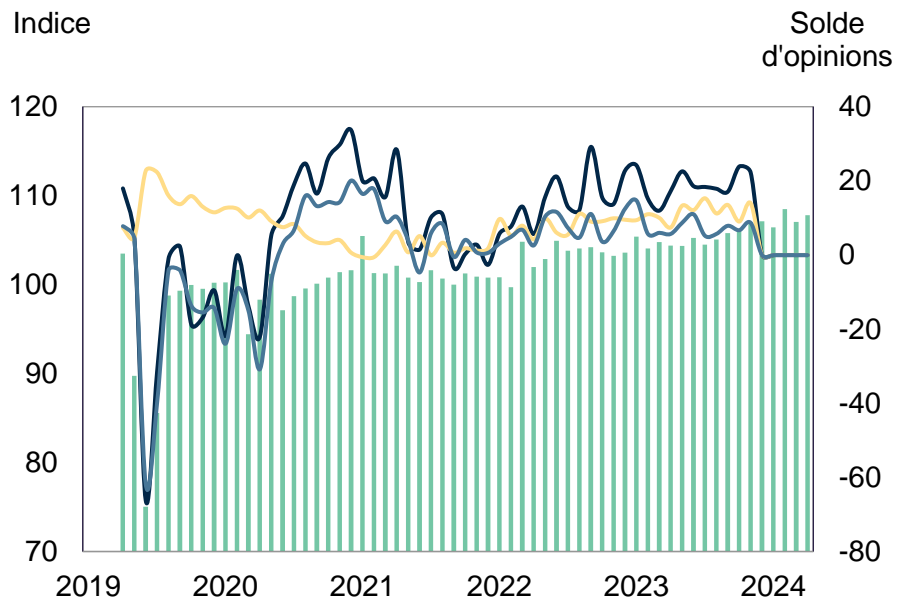
L'ÉPARGNE DES MÉNAGES TOUJOURS ÉLEVÉE

En ce qui concerne le marché du travail, la création d'emplois devrait se poursuivre tout au long de l'horizon de projection, bien qu'à un rythme plus lent qu'au cours des derniers trimestres. En particulier, par rapport aux augmentations de 3% et 2,2% enregistrées respectivement en 2023 et 2024, l'emploi devrait augmenter de 1,9% en 2025 et ralentir progressivement sa croissance. Ces taux de croissance attendus pour l'emploi, inférieurs à ceux projetés pour le PIB, impliqueraient une augmentation de la productivité par employé dans les années à venir, qui croîtrait à des taux un peu inférieurs à ceux observés en 2024, mais légèrement supérieurs à ceux enregistrés dans la moyenne de la période 2000-2019. **Le taux de chômage continuera de baisser à l'horizon 2025-2027, quoique à un rythme plus lent que celui observé en 2024. Tout cela se produit dans un contexte de moindre création d'emplois, mais aussi d'un certain ralentissement de la croissance de la population active. Nos prévisions s'affichent à 10,9% en 2025 et 10,3% en 2026.**

MÉNAGES

LES MÉNAGES ESPAGNOLS CONTINUENT D'ÉPARGNER

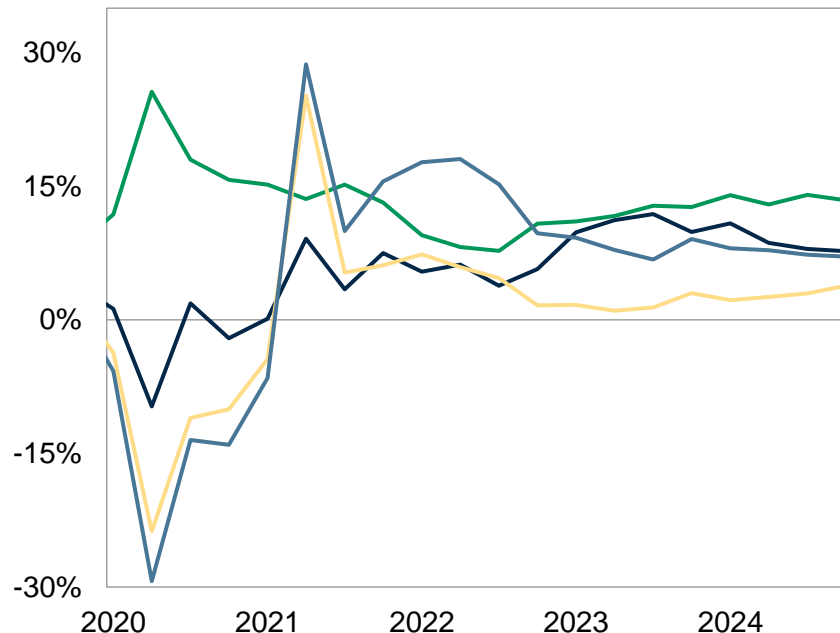
Ventes au détail



- Ventes au détail hors stations-service - déflatées (chiffre d'affaires)
- Prévisions d'activité pour les six prochains mois (Ech. D)
- Niveau des stocks (Ech. D)
- Commandes futures aux fournisseurs (Ech. D)

Sources : Commission européenne, Crédit Agricole SA / ECO

Évolution du revenu disponible brut des ménages et de ses utilisations



- Taux d'épargne brut des ménages en % du RDB
- Revenu disponible brut des ménages (g.a)
- Consommation finale des ménages (g.a)
- Consommation finale des ménages, biens durables (g.a)

Sources : Eurostat, Crédit Agricole SA / ECO

ENTREPRISES

L'INVESTISSEMENT SE RÉVEILLE AU DERNIER TRIMESTRE 2024

Au T4 2024, l'investissement a progressé de 3,4% en rythme trimestriel, (après -1,4% au T3 et +0,5 au T2), tiré par la construction (2,7%) et l'investissement productif (8,4%, dont 6,2% pour les machines et équipements et 15,2% pour les transports). **La reprise des investissements reste historiquement faible. Alors que le PIB est déjà supérieur de 7,6% à son niveau d'avant la pandémie, la formation brute de capital fixe ne l'a dépassé que récemment.** Et ce, malgré les fonds européens NGEU et le fait qu'il existe des secteurs où le besoin d'augmenter la production est urgent, comme le logement. En effet, entre 2021 et 2026, l'écart entre le nombre de ménages créés et le nombre de logements construits pourrait atteindre un million d'unités, ce qui rend le déséquilibre entre offre et demande encore plus sévère.

Ralentissement des coûts unitaires de main-d'œuvre

Sur la base des informations disponibles jusqu'en janvier, l'augmentation salariale convenue dans les négociations collectives pour 2025 est de 3%. Presque tous les salariés ayant conclu des accords pour 2025 – soit près de six millions de travailleurs – ont des accords signés au cours des années précédentes. Malgré cette modération salariale dans les négociations collectives, en 2024, la rémunération par salarié en économie de marché a progressé de 5,4%, reflétant une dérive salariale positive de près de 2 pp, assez

généralisée selon les branches, et une contribution légèrement positive de la hausse des cotisations sociales. Quoi qu'il en soit, le rythme d'augmentation des coûts unitaires du travail a ralenti en Espagne, passant de 7% en 2023 à 3,8% en 2024. Toutefois, le taux de marge de l'économie de marché reste encore inférieur aux niveaux d'avant la pandémie, avec une hétérogénéité importante entre les secteurs, notamment entre l'industrie manufacturière et la construction.

L'investissement fixe a été à la traîne par rapport à la reprise globale au cours des deux dernières années, démontrant l'impact du resserrement des conditions de crédit, en particulier sur les secteurs sensibles aux taux d'intérêt tels que l'investissement résidentiel. Mais **la faiblesse du secteur des machines et des équipements est plus préoccupante et suggère que les entreprises restent incertaines quant aux perspectives malgré la forte reprise. Plus positivement, la croissance du crédit se redresse. En outre, le déploiement des fonds européens dans le cadre du programme NGEU continuera de soutenir l'investissement public.** Concernant **l'investissement dans le logement**, l'évolution récente de l'indicateur d'exécution des chantiers serait cohérente avec **une certaine apathie** de cette composante au troisième trimestre, même si les ventes de logements continuent de faire preuve d'un grand dynamisme. En revanche, **la relative rigidité de l'offre à court terme, par rapport à la vigueur de la demande, tirée en partie**

par les acquisitions des citoyens étrangers, continue de mettre la pression à la hausse sur les prix de l'immobilier.

Dans notre scénario, la croissance des investissements continuera de se renforcer à mesure que la croissance du crédit s'améliorera et que l'impact de l'assouplissement des conditions financières commencera à se répercuter sur les entreprises. **Selon nos prévisions, l'investissement augmentera de 3,6% cette année et 2,8% en 2026.**

Le Plan de Relance toujours en retard

La mise en œuvre du NGEU n'a plus que deux années devant elle. Le programme a débuté en 2021 et l'Espagne doit respecter toutes les étapes et engager tous les investissements avant août 2026, y compris ceux financés par des prêts. Pour rappel, le plan NGEU pour l'Espagne consiste en 80 milliards d'euros de transferts non remboursables et jusqu'à 83 Mds€ de prêts supplémentaires pour relancer l'économie en termes verts (40% des investissements) et numériques (26%). Ces investissements et réformes sont canalisés par le plan de relance et son addendum, qui intègre les prêts. **À ce jour, l'Espagne a déjà réalisé 70% des réformes prévues par le plan, mais seulement 15% des investissements**, en partie en raison de la nature même du plan qui, dans les premières années mettait davantage l'accent sur les réformes.

ENTREPRISES

L'INVESTISSEMENT SE RÉVEILLE AU DERNIER TRIMESTRE 2024

Les étapes en attente les plus importantes comprennent : la mise en œuvre de zones municipales à faibles émissions, l'augmentation de l'utilisation des technologies numériques dans 171 000 PME, la modernisation de l'irrigation de 160 000 hectares, la rénovation de 285 000 logements avec une économie d'énergie minimale de 30%, la construction de 20 000 logements sociaux, le déploiement de 238 000 véhicules électriques et de bornes de recharge, la couverture de 75% de la population avec la 5G et la restauration de 145 kilomètres de zones côtières dégradées. D'autres investissements importants devraient être envisagés pour l'avenir, s'il est possible de réorienter les fonds, notamment la rénovation des infrastructures hydrauliques pour atténuer les risques climatiques, l'augmentation de l'offre de logements et l'investissement dans l'intelligence artificielle en coordination avec l'Europe (dans le plan espagnol actuel, seuls 538 millions d'euros sont consacrés à l'IA).

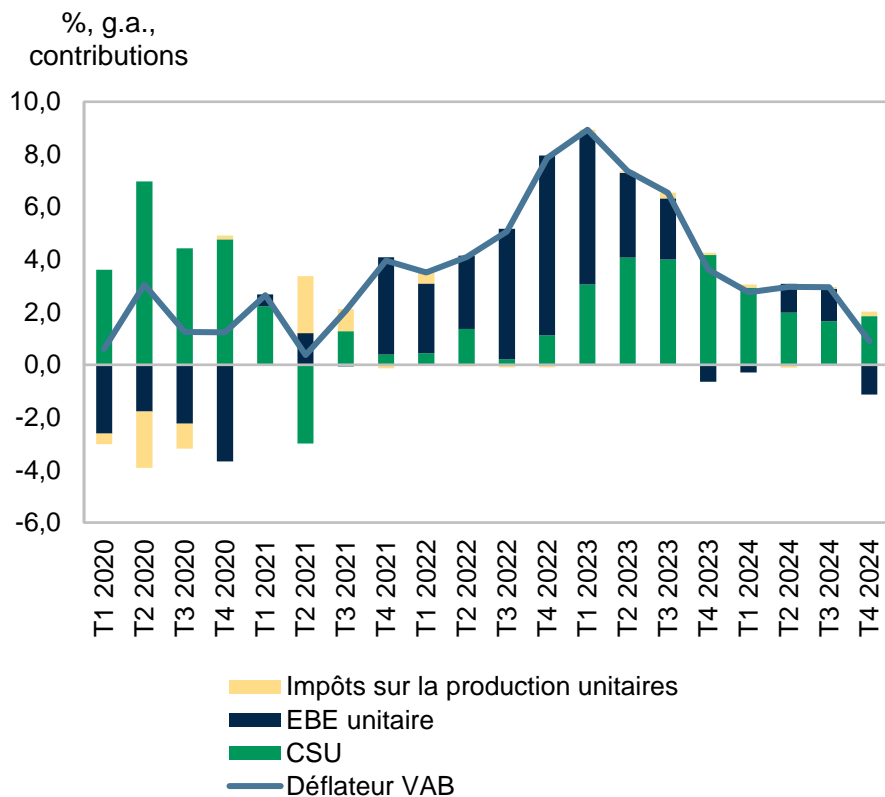
moins d'additionnalité : 39% des entreprises les auraient réalisés sans le NGEU, ce chiffre tombant à environ 20% des entreprises pour les investissements numériques et de R&D.

Bien que les investissements soient en retard, un rapport récent de la Banque d'Espagne montre que 45% des entreprises ayant des projets financés par le NGEU n'auraient pas réalisé ces investissements sans le programme, et que 31% n'en auraient réalisé qu'une partie, ce qui suggère une additionnalité relativement élevée. Par composantes, ce sont les investissements liés à la transition énergétique qui montrent le

ENTREPRISES

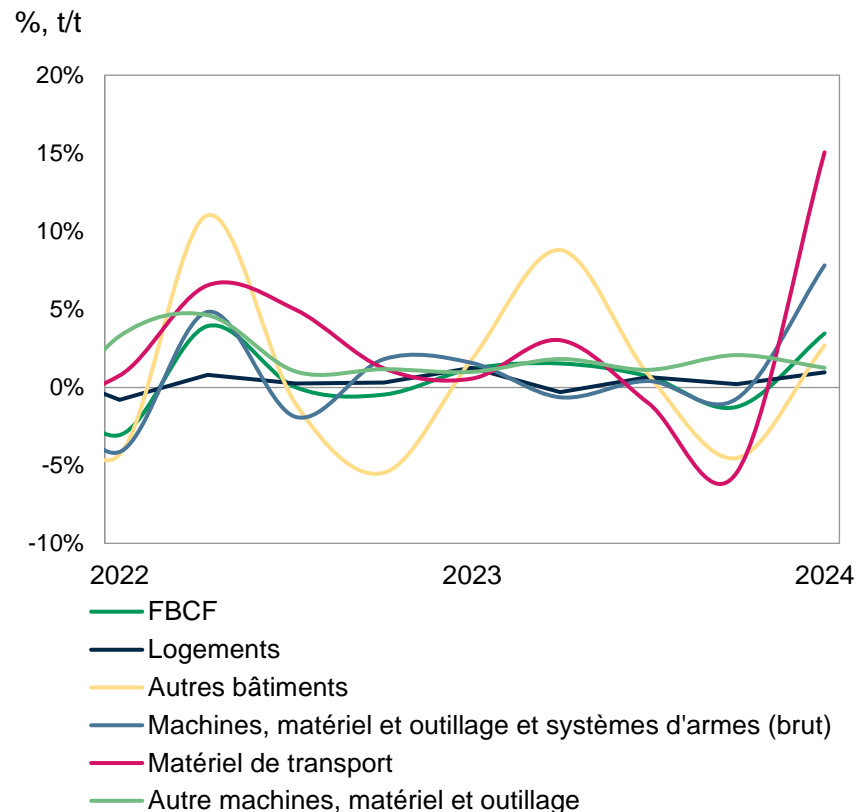
L'INVESTISSEMENT SE RÉVEILLE AU DERNIER TRIMESTRE 2024

Déflateur de la VBA et contributions



Source : INE, Crédit Agricole S.A.

Composantes de l'investissement



Sources : INE, Crédit Agricole SA / ECO

COMMERCE EXTÉRIEUR

LES IMPORTATIONS ACCÉLÈRENT FIN 2024

Au quatrième trimestre de 2024, la contribution de la demande externe nette à la croissance du PIB était négative (-0,4 pp contre -0,1 pp au T3), principalement due à la progression des importations (1,3% en rythme trimestriel), à la fois des biens (+ 0,8%) et des services (+ 3,6%). De plus, les exportations ont ralenti (de 0,4% au T3 2024 à 0,1% au T4), accusant la baisse des exportations de biens (-1,1%), qui a plus que compensé l'accélération des exportations de services (+ 2,3%).

Vers une contribution nulle de la croissance étrangère en 2025

Depuis 2022, la contribution à la croissance du PIB du commerce extérieur a été remarquable. Une partie significative de cette contribution positive a été associée au grand dynamisme manifesté par les flux touristiques internationaux vers l'Espagne, qui ont surpris à la hausse et ont présenté une diversification géographique et saisonnière croissante. Tout au long de l'horizon de projection, ces flux devraient continuer à faire preuve d'une vigueur considérable. Cependant, en termes de taux de croissance, sa contribution au PIB diminuera progressivement. En effet, il est possible que dans la situation actuelle, des changements structurels se soient produits qui permettraient de maintenir des niveaux d'activité élevés : les flux migratoi-

res ont permis l'accueil d'un plus grand nombre de touristes et le secteur a été l'un des rares où les investissements ont augmenté, permettant une augmentation de la capacité et une amélioration de la qualité des installations existantes. Mais les problèmes de congestion qui commencent à être observés, la perception négative de l'impact du tourisme sur le coût de la vie, la possibilité de flux migratoires plus faibles dans les années à venir et un environnement réglementaire moins favorable modéreront les perspectives de croissance.

En conséquence, selon nos prévisions, la demande extérieure nette apportera une contribution quasi nulle à la croissance du PIB en 2025 (-0,1 pp du PIB).

L'impact de la hausse des tarifs américains

Les exportations espagnoles vers les États-Unis atteignent 18,1 milliards d'euros, soit environ 1,1% du PIB. Toutefois, la dépendance à ce marché est en réalité plus forte, compte tenu de la participation des entreprises espagnoles dans les chaînes d'approvisionnement d'autres pays, en particulier européens. **Un droit de 20% pourrait entraîner une baisse de 20% des exportations espagnoles vers les États-Unis, si l'on suppose que la taxe est intégralement répercutée sur les prix et**

que l'élasticité de la demande est unitaire, selon l'expérience des exportations chinoises lors de la première phase de la confrontation tarifaire durant le premier mandat de Trump. Cette baisse directe retirerait 0,22 point au PIB.

Par ailleurs, le ralentissement attendu de l'économie européenne du fait des barrières douanières aura des effets secondaires, notamment dans les secteurs fournissant des pièces à l'industrie automobile. **On estime à environ 9 milliards d'euros les exportations espagnoles incorporées dans les exportations d'autres pays européens vers les États-Unis. En suivant le même raisonnement, un droit de 20% pourrait soustraire environ 0,08 point de PIB supplémentaire. L'impact total atteindrait donc 0,3 point de PIB.** Toutefois, certains secteurs pourraient être bien plus touchés, notamment ceux pour lesquels les États-Unis représentent un débouché stratégique. C'est le cas de plus de 10% des exportations espagnoles, notamment pour les moteurs, huiles et graisses, navires, vin et certains produits chimiques, qui partent vers ce marché.

COMMERCE EXTÉRIEUR

TARIFS AMÉRICAINS

La réponse du gouvernement

Le gouvernement espagnol a présenté un Plan de réponse et de relance commerciale doté de 14,1 milliards d'euros pour faire face aux nouveaux droits de douane imposés par les États-Unis. Ce plan mobilise 7,4 milliards d'euros de nouveaux financements publics, auxquels s'ajoutent 6,7 milliards via des instruments déjà existants. Parmi les mesures phares figurent des lignes de crédits de l'ICO pour 6 milliards d'euros, un fonds d'investissement industriel de 200 millions, ainsi que la relance du Plan MOVES avec 400 millions pour soutenir l'industrie automobile. En outre, 5 milliards d'euros seront alloués à la reconversion des capacités productives et 2,5 milliards d'euros à l'internationalisation et à la couverture des risques à l'exportation.

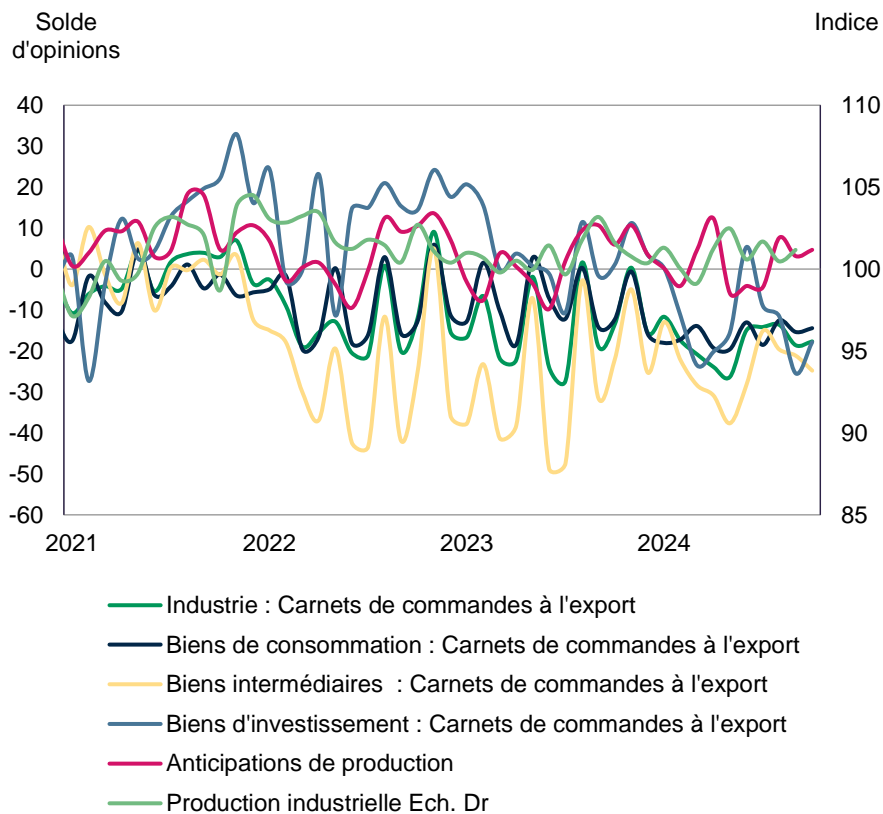
Le plan prévoit également une prolongation, jusqu'au 31 décembre 2026, du moratoire comptable instauré pendant la pandémie de Covid-19, afin d'éviter les défaillances des entreprises qui subiraient des pertes dues à la guerre commerciale. Le gouvernement mettra à disposition 5 milliards d'euros en garanties d'ici mi-2026 et renforcera les outils comme le Fonds pour l'internalisation des entreprises et les assurances à l'exportation. Le plafond de couverture de l'État passera ainsi de 9 à 15 milliards

d'euros. Ces mesures visent à offrir un filet de sécurité aux entreprises touchées par la hausse des tarifs douaniers et à encourager leur adaptation à la nouvelle conjoncture.

COMMERCE EXTÉRIEUR

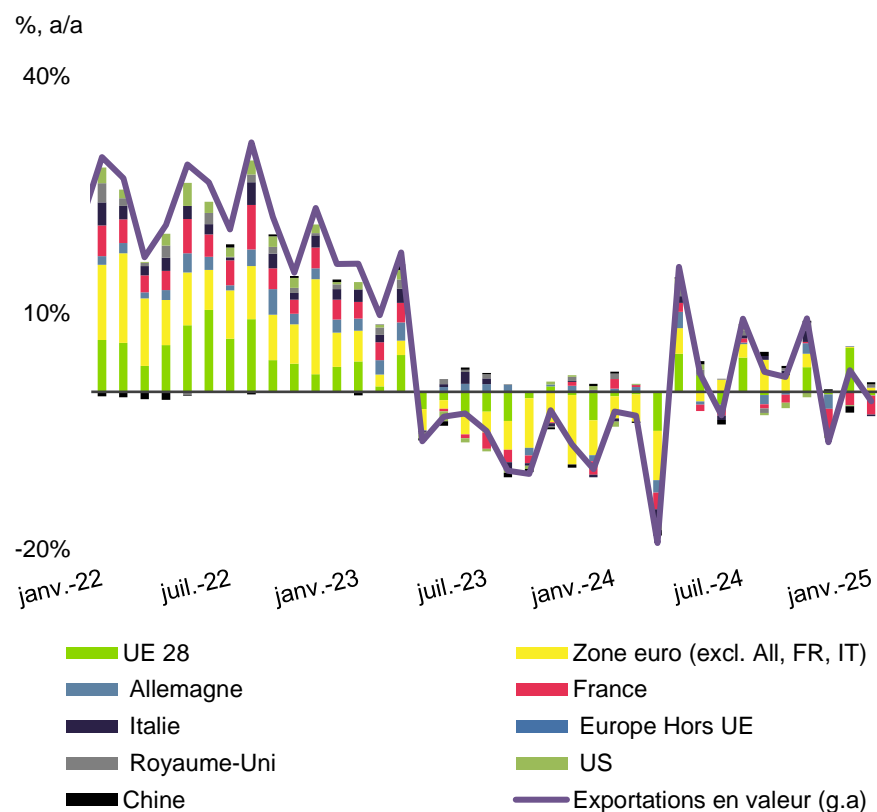
LES IMPORTATIONS ACCÉLÈRENT FIN 2024

Carnets de commandes à l'exportation



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

Exportations par destinations



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

LE DÉFICIT PUBLIC SE RÉDUIT EN 2024

Le déficit public espagnol a atteint 50,1 milliards d'euros (3,15% du PIB) en 2024. Par rapport à 2023, cela représente une baisse de 0,4 point de pourcentage (pp) du PIB. Les dépenses consacrées au DANA (suite aux dégâts dans la zone de Valencia) ont représenté 0,35 pp du PIB. En excluant ces dépenses exceptionnelles, qui ne sont pas incluses dans le calcul aux fins des règles budgétaires, **le déficit public s'est établi à 2,8% du PIB**, soit deux dixièmes de point de pourcentage **en dessous de l'objectif fixé par le gouvernement et la Commission européenne**. Le déficit a été réduit par rapport à 2023 grâce à une croissance vigoureuse de 7,1% des recettes publiques (42,3% du PIB en 2024 contre 41,9% en 2023). En revanche, les dépenses publiques ont augmenté de 5,3% hors impôts, principalement grâce à l'augmentation des dépenses de retraites et des salaires des fonctionnaires, et représentaient 45,4% du PIB en 2024 (stable par rapport à 2023).

Les dépenses des administrations publiques ont progressé de 41,9 milliards d'euros en 2024, tirées par l'augmentation des dépenses de transferts sociaux (+6,8% sur un an, en grande partie due aux dépenses de retraites) et par la rémunération des salariés (+5,5% sur un an). En 2024, le montant du paquet de mesures, qui ont débuté en 2022 et qui visaient à atténuer l'impact sur les familles et sur les entreprises des hausses des prix de

l'énergie, a été partiellement inversé. Ces mesures représentaient environ 0,4% du PIB en 2024, s'ajoutant aux réductions d'impôts sur l'électricité et sur certains aliments, contre 1,6% en 2022 et 0,9% en 2023. Les dépenses d'intérêt ont rebondi légèrement, à 2,45% du PIB en 2024 contre 2,38% en 2023. Malgré le durcissement des conditions financières, le coût moyen de la dette a augmenté modérément grâce à l'arrivée à maturité de la dette émise il y a des années à des taux plus élevés que ceux actuels et au choix du Trésor d'émettre des obligations à maturité plus élevée pour ancrer les faibles coûts de financement des dernières années.

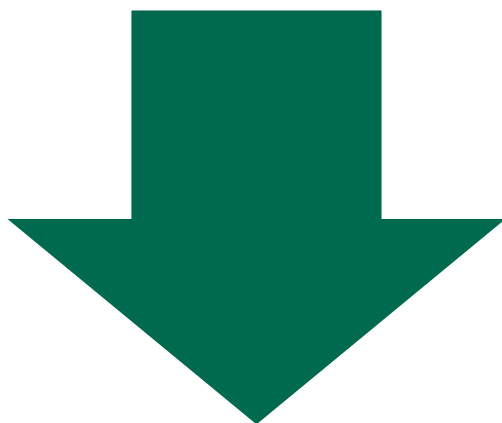
Quant aux recettes, elles ont progressé de 44,4 milliards d'euros par rapport à 2023, principalement en raison de l'augmentation des recettes fiscales découlant du dynamisme de l'activité économique et d'une inflation toujours relativement élevée. Ainsi, les impôts directs ont augmenté de 8,5% sur un an, portés par la vigueur du marché du travail et la hausse des salaires et des retraites, tandis que les impôts indirects ont augmenté de 7,0% sur un an, aidés par des réductions de TVA sur l'électricité et certains produits alimentaires par rapport à 2023. Il convient également de noter que les cotisations de la Sécurité sociale ont augmenté de 6,7% sur un an, reflétant le dynamisme du marché du travail en 2024.

Vers un déficit en-dessous de 3% en 2025

Nous estimons que notre prévision de déficit pour 2025, à 2,9%, est assez équilibrée, étant donné que cette année, il y aura encore des dépenses liées à la pandémie de Covid-19 et qu'il y aura probablement une certaine augmentation des dépenses de défense. Ainsi, on estime que le dynamisme de l'activité et des revenus des ménages se traduira par une augmentation des recettes fiscales. Les dépenses devraient croître modérément et moins que les recettes, grâce à la modération de l'inflation et à l'épuisement (à l'exception des réductions sur les transports au premier semestre 2025) des mesures visant à faire face à la hausse des prix de l'énergie. Nous nous attendons donc à ce que la croissance soutenue de l'économie espagnole permette au déficit public de continuer de se situer en dessous du seuil de 3% en 2025.

RISQUES

CROISSANCE DYNAMIQUE SOUS CIEL INCERTAIN



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
Nouvelle politique commerciale aux États-Unis



LE SCÉNARIO EN CHIFFRES

TABLEAUX RÉCAPITULATIFS

	2023	2024	2025	2026	2023				2024				2025				2026			
					T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
PIB (a/a, t/t, %)	2,7	3,2	2,5	2,0	0,7	0,2	0,7	0,7	1,0	0,8	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5
Demande intérieure (contribution au PIB, pp)	2,4	3,0	2,7	1,9	1,6	0,8	0,7	0,4	0,7	0,8	0,9	1,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,5	0,4
Consommation des ménages (a/a, t/t, %)	1,8	2,9	2,8	2,0	1,2	0,8	0,8	0,2	0,4	1,1	1,2	1,0	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,6	0,6	0,4
Consommation publique (a/a, t/t, %)	5,2	4,1	2,0	1,1	1,1	1,8	1,5	0,6	0,9	0,3	2,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Investissement (a/a, t/t, %)	2,1	3,0	3,7	2,8	3,9	0,0	-0,5	1,2	1,5	0,7	-1,3	3,5	0,6	0,6	0,8	0,6	0,8	0,8	0,6	0,4
Variation des stocks (contribution au PIB, pp)	-0,7	-0,2	-0,1	0,0	-0,6	-0,3	0,1	0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportations nettes (contribution au PIB, pp)	0,9	0,3	-0,1	0,1	-0,3	-0,3	-0,1	0,2	0,4	0,0	-0,2	-0,4	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Exportations (a/a, t/t, %)	2,8	3,1	2,3	2,5	1,0	-0,4	-1,5	1,6	2,1	0,5	0,4	0,1	0,8	0,7	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,8
Importations (a/a, t/t, %)	0,3	2,4	3,0	2,5	2,3	0,4	-1,4	1,1	1,0	0,5	1,0	1,4	0,5	0,4	0,5	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
Inflation (a/a, %)	3,4	2,9	2,5	1,7	5,0	2,8	2,6	3,3	3,2	3,6	2,3	2,4	2,7	2,7	2,5	2,0	2,0	1,6	1,6	1,6
Inflation sous-jacente (a/a, %)	4,1	2,8	2,2	#N/A	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 (%)	12,2	11,4	10,9	10,3	12,9	12,0	12,0	11,9	11,8	11,6	11,3	10,7	11,2	11,0	11,0	10,3	10,7	10,5	10,3	9,6
Solde courant (% du PIB)	2,7	3,1	0,9	1,5	2,8	2,4	3,1	2,3	3,1	3,3	3,9	2,0	-0,2	0,9	1,4	1,6	1,6	1,5	1,5	1,5
Solde budgétaire (% du PIB)	-3,5	-3,1	-2,9	-2,8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dette publique (% du PIB)	105,1	102,8	102,4	103,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

CONSULTEZ NOS DERNIÈRES PARUTIONS EN ACCÈS LIBRE SUR INTERNET

Date	Titre	Thème
15/04/2025	Bitcoin, les fermes de la discorde	Fintech, IT
14/04/2025	France – Hausse certes, mais légère, de la détention de titres de dette américaine par les Français	France
14/04/2025	Zone euro – Scénario 2025-2026 : entre nouvelles fractures et nouvelles convergences	Zone euro
11/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
10/04/2025	France – Placements : comment les ménages français ont-ils utilisé leur épargne en 2023 et 2024 ?	France
08/04/2025	France – Le nombre d'entreprises économiquement actives bondit de 42% entre 2014 et 2022	France
08/04/2025	Asie – Le tsunami Trump a frappé	Asie
07/04/2025	Liberation day – Premières conclusions	Monde
07/04/2025	Union européenne – Le D-Day d'une réciprocité arbitraire	Union européenne
04/04/2025	Monde – Scénario 2025-2026 : le temps des paris	Monde
04/04/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
03/04/2025	Indonésie : le décrochage des marchés, signal d'une économie en plein doute	Asie
03/04/2025	Moyen-Orient – Viens à la maison ! La course aux IDE dans le Golfe	Moyen-Orient
02/04/2025	Espagne – Le plan de relance toujours en retard	Zone euro
02/04/2025	Royaume-Uni – Une déclaration du printemps douloureuse pour les souffrants	Royaume-Uni
31/03/2025	France – Un déficit public un peu inférieur à ce qui était prévu en 2024, mais toujours trop élevé	France
28/03/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
27/03/2025	Chine : le changement de discours des autorités sera-t-il suffisant pour raviver la confiance ?	Asie
25/03/2025	Énergies renouvelables – 2024, une année marquée par le ralentissement de l'éolien terrestre contrairement à l'éolien flottant qui retrouve espoir	France - Énergies
24/03/2025	Parole de banques centrales – La BOE a gardé ses taux inchangés en mars, face à l'intensification des incertitudes	Royaume-Uni
21/03/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
20/03/2025	France : un peu moins de croissance et d'inflation en 2025 et 2026, selon la Banque de France	France
19/03/2025	Brésil – Inflation en hausse, croissance prête à décélérer	Amérique latine
18/03/2025	Union européenne – L'excédent commercial en biens vis-à-vis des États-Unis s'accroît en 2024	Union européenne
14/03/2025	Monde – L'actualité de la semaine	Monde
13/03/2025	Chine – 5%, rien de vraiment surprenant	Asie
13/03/2025	France – L'amélioration des conditions des femmes sur le marché du travail reste incomplète	France
13/03/2025	Mexique : l'économie en péril face aux tensions commerciales avec les États-Unis	Amérique latine
12/03/2025	La BCE et l'objectif du taux de change : de Triffin à Mar-a-lago en passant par les droits de douane	Zone euro
11/03/2025	Europe – Quid de l'autonomie européenne des paiements par carte ?	Europe

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 : Véronique Champion

Contact: 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.