

Perspectives

N°26/064 – 20 mars 2026

ESPAGNE – Face à une vulnérabilité reconfigurée

Le conflit en Iran réactive un choc énergétique de grande ampleur, mais dont la nature diffère sensiblement des épisodes précédents, notamment en raison des transformations intervenues dans la structure d'approvisionnement européenne depuis 2022. Dans le cas espagnol, **l'exposition directe aux flux énergétiques transitant par le détroit d'Ormuz reste limitée**, représentant environ 5% des importations de pétrole et moins de 2% de celles de gaz. Cela réduit significativement le risque de rupture physique d'approvisionnement. Cette faible dépendance directe contraste avec la sensibilité indirecte aux prix du pétrole et du gaz sur les marchés internationaux, qui ont rapidement réagi aux tensions géopolitiques. Le choc actuel se caractérise ainsi moins par une contrainte de volumes que par une revalorisation généralisée du coût marginal de l'énergie, affectant l'ensemble des économies importatrices.

Dans ce cadre, **la structure du système énergétique espagnol constitue un facteur-clé d'atténuation**. Le pays bénéficie d'un degré de diversification important de ses approvisionnements, combinant des flux par gazoduc (principalement en provenance d'Algérie) et une capacité d'importation de gaz naturel liquéfié (GNL) sans équivalent en Europe, avec six terminaux de regazéification représentant environ un tiers de la capacité totale de l'Union européenne. Cette infrastructure permet une flexibilité dans l'allocation des flux, facilitant le recours à des fournisseurs alternatifs tels que les États-Unis, qui représentent désormais environ 35% des importations de gaz espagnoles, tandis que le GNL dans son ensemble

dépasse 60% de l'approvisionnement total. Cette diversification limite fortement les risques de dépendance bilatérale et confère à l'Espagne une capacité d'ajustement rapide en cas de perturbation des flux internationaux.

Parallèlement, **l'évolution du mix énergétique contribue à réduire la transmission des chocs aux prix domestiques**. La part croissante des énergies renouvelables atténue la dépendance au gaz dans la formation du prix de gros de l'électricité. Cette transformation structurelle explique en partie la moindre volatilité relative des prix électriques en Espagne par rapport à d'autres économies européennes plus dépendantes du gaz comme source marginale de production. Néanmoins, cette atténuation reste partielle : le gaz continue de jouer un rôle déterminant dans certains segments, notamment pour l'industrie et lors des périodes de faible production renouvelable, ce qui maintient un canal de transmission actif entre les marchés internationaux et les coûts domestiques.

Sur le plan macro-économique, les estimations disponibles suggèrent que le principal canal d'impact reste celui des prix énergétiques. Une augmentation de 10 euros du prix du pétrole entraînerait une réduction du PIB espagnol de l'ordre de 0,15 point, tandis qu'un choc équivalent sur le gaz pourrait retrancher environ 0,10 point de croissance. Dans un scénario de tensions prolongées, la croissance pourrait ainsi être ramenée de 2,4% à 2% en 2026.

✓ **Notre opinion** – L'un des enseignements majeurs du choc actuel est que la vulnérabilité énergétique ne se mesure plus prioritairement en termes d'exposition physique aux zones de conflit, mais en termes de sensibilité aux prix dans un marché globalisé. L'Espagne illustre de manière particulièrement claire ce déplacement du risque. Grâce à la combinaison d'une faible dépendance directe aux flux du Moyen-Orient, d'une diversification avancée des fournisseurs et d'une infrastructure GNL développée, le pays apparaît relativement protégé contre les ruptures d'approvisionnement. Cette architecture permet une réallocation rapide des flux énergétiques, limitant les risques de pénurie et assurant une continuité de l'activité économique même en cas de perturbations prolongées.

Cependant, cette résilience structurelle ne neutralise pas l'impact macro-économique du choc. Dans un marché énergétique globalisé, la raréfaction relative de l'offre – même localisée –, se traduit par une hausse généralisée des prix, amplifiée par les arbitrages internationaux et la concurrence accrue pour l'accès au GNL, notamment avec les économies asiatiques. Ainsi, même en l'absence de contrainte physique, l'économie espagnole reste exposée à un renchérissement de ses importations énergétiques, ce qui détériore ses termes de l'échange et exerce une pression à la fois sur la croissance et sur l'inflation. Ce mécanisme est d'autant plus significatif que l'Espagne demeure structurellement importatrice nette d'énergie, ce qui implique un transfert de revenu vers l'extérieur en période de hausse des prix.

La capacité d'amortissement du choc repose dès lors sur deux facteurs principaux : la structure du mix énergétique et la diffusion sectorielle des coûts. La montée en puissance des énergies renouvelables introduit une forme de découplage partiel entre le prix du gaz et le prix de l'électricité, réduisant la transmission directe des chocs aux ménages et à certaines activités tertiaires. En revanche, les secteurs industriels intensifs en énergie (chimie, métallurgie, matériaux de construction) restent fortement exposés, ce qui peut entraîner des effets de second tour via les chaînes de valeur et les prix de production. Cette hétérogénéité sectorielle implique que l'impact macro-économique global masque des ajustements plus marqués au niveau micro-économique, susceptibles d'affecter la compétitivité relative de certains segments du tissu productif.

Enfin, le choc actuel met en évidence les limites d'un modèle fondé sur la diversification des approvisionnements comme principal outil de résilience. Si cette stratégie permet de réduire les risques extrêmes de rupture, elle ne protège pas contre les fluctuations de prix inhérentes à un marché mondialisé. Dans un contexte où la croissance repose encore largement sur la demande interne et les services, la contrainte importée des prix de l'énergie agit comme un frein diffus, dont l'intensité dépendra essentiellement de la durée du choc et de la capacité de l'économie à absorber des coûts énergétiques durablement plus élevés sans dégradation significative de ses équilibres macro-économiques.

Dans ce contexte, le point de départ de l'économie espagnole apparaît néanmoins relativement favorable. L'année 2025 s'est achevée sur une croissance dynamique, supérieure aux attentes initiales et à celle de la majorité des économies avancées, ce qui confère une certaine inertie positive à l'activité. Au début de l'année 2026, les indicateurs conjoncturels ont certes montré un léger affaiblissement, mais l'ensemble des signaux disponibles suggère que le rythme d'activité demeure globalement solide. Le scénario central retient ainsi une progression du PIB toujours dynamique en 2026, soutenue par la demande domestique et un marché du travail encore résilient. Toutefois, l'intensification du conflit a sensiblement accru les risques baissiers entourant cette trajectoire : l'ampleur de l'écart éventuel dépendra de la durée et de l'intensité des tensions géopolitiques, de leur extension géographique, ainsi que d'éventuelles perturbations durables des infrastructures énergétiques dans le Golfe. Ces facteurs conditionneront à la fois l'évolution des prix énergétiques, la fluidité des échanges commerciaux, le degré de resserrement des conditions financières et, in fine, la confiance des agents économiques.

Cette conjoncture invite également à réévaluer la position macro-financière de l'économie espagnole à l'aune d'un environnement potentiellement plus contraignant. En cas de résurgence des pressions inflationnistes, la réaction de la politique monétaire pourrait se traduire par un maintien, voire un renforcement, de conditions financières restrictives, dans un contexte où l'incertitude géopolitique tend à accroître l'aversion au risque sur les marchés. Toutefois, l'Espagne aborde cette phase avec des fondamentaux sensiblement améliorés par rapport aux cycles précédents. La dette privée, des ménages comme des entreprises, s'inscrit sur une trajectoire de désendettement depuis plusieurs années et se situe désormais nettement en dessous de la moyenne de la zone euro. La position extérieure nette s'est également redressée de manière continue sur plus d'une décennie, réduisant la dépendance aux financements extérieurs et la sensibilité aux retournements de sentiment des investisseurs internationaux.

La dette publique, bien qu'encore élevée (autour de 100% du PIB), a amorcé une décrue graduelle (de l'ordre d'un point de PIB sur la dernière année), avec une dynamique plus favorable que dans plusieurs économies comparables, contribuant à contenir la prime de risque souveraine à des niveaux relativement modérés.

Enfin, le canal de la confiance constitue un déterminant-clé de l'ampleur finale du choc. Une réaction excessive des ménages et des entreprises, se traduisant par un report de la consommation et de l'investissement pour des motifs de précaution, pourrait amplifier de manière significative l'impact macro-économique initial. À ce stade, plusieurs éléments plaident toutefois pour une certaine résilience : l'exposition commerciale directe de l'Espagne au Moyen-Orient demeure limitée, la dynamique interne reste relativement solide et les déséquilibres macro-financiers ont été en partie corrigés au cours de la dernière décennie. Dans ces conditions, l'effet du choc dépendra moins de la seule intensité des tensions énergétiques que de leur capacité à altérer durablement les anticipations des agents. En filigrane, l'économie espagnole apparaît aujourd'hui mieux armée pour absorber un choc externe qu'elle ne l'était lors des épisodes précédents, même si cette capacité d'adaptation reste conditionnée à un retour rapide à un environnement géopolitique plus stable.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :



Monde – Scénario macro-économique 2026-2027 – Décembre 2025

[En comptant sur le soutien de la politique budgétaire,
contrepoids à l'adversité](#)

Date	Titre	Thème
18/03/2026	<u>Italie – Marché immobilier résidentiel en 2025 : la reprise se confirme, le rythme se tempère</u>	Italie, immobilier
16/03/2026	<u>Podcast – Les faits marquants de la semaine – 16 mars 2026</u>	Monde
13/03/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/03/2026	<u>Italie – Derrière le rebond, une économie qui se recompose</u>	Italie
10/03/2026	<u>France – La Grande Transmission – Une méthodologie pour estimer les montants transférés à l'horizon 2050</u>	France
10/03/2026	<u>Pays baltes – Vivre avec le risque géopolitique</u>	PECO
09/03/2026	<u>Stablecoins, quels impacts sur les grands équilibres macro-économiques ?</u>	Fintech
06/03/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
05/03/2026	<u>PIB par habitant en Europe : un déclin relatif de la France, sans décrochage</u>	France, Europe
02/03/2026	<u>Podcast – Les faits marquants de la semaine – 2 mars 2026</u>	Monde
27/02/2026	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
25/02/2026	<u>France – 2025, année record pour les défaillances, mais aussi pour les créations d'entreprises</u>	France

Études Économiques Groupe – Crédit Agricole S.A.

12, place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la publication : Isabelle JOB-BAZILLE

Rédacteurs en chef : Paola MONPERRUS-VERONI, Tania SOLLOGOUB, Armelle SARDA

Zone euro : Alberto ALEDO, Ticiano BRUNELLO, Marianne PICARD, Paola MONPERRUS-VERONI (coordination zone euro), Sofia TOZY, Philippe VILAS-BOAS, Grégoire GLORIEUX

États-Unis, Royaume-Uni, Irlande, pays scandinaves : Slavena NAZAROVA

Europe centrale et orientale, Asie centrale, géo-économie :

Tania SOLLOGOUB (coordination pays émergents), Nathan QUENTRIC

Asie : Sophie WIEVIORKA

Amérique latine : Catherine LEOUGRE (coordination scénario), Jorge APARICIO LOPEZ

Afrique du Nord, Moyen-Orient, Afrique sub-saharienne : Laure DE NERVO, Morgane ABBAS

Documentation : Elisabeth SERREAU

Statistiques : Datalab ECO

Réalisation et Secrétariat de rédaction : Fabienne PESTY

Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

Application Etudes ECO disponible sur l'[App store](#) & sur [Google Play](#)

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.