

NETTE BAISSÉ DE RÉGIME

Comme le laissaient présager les enquêtes de conjoncture publiées depuis le début de l'année, la croissance de l'économie espagnole, limitée à 0,3 % au 1^{er} trimestre, a connu une brusque baisse de régime. L'ajustement du marché de l'immobilier résidentiel, qui se traduit par un recul des mises en chantier et une hausse du chômage dans le secteur de la construction, est, avec la flambée de l'inflation, le principal facteur à l'origine de la rupture du rythme de croissance. L'atterrissage va se poursuivre au cours des prochains trimestres.

La croissance décroche au 1^{er} trimestre

Comme la nette détérioration des enquêtes de confiance dans les services (PMI) ou dans le secteur de la construction (Commission européenne), et comme le recul de la production industrielle (-2,6 % sur un an en données corrigées des variations saisonnières au T1) le laissaient clairement présager, la croissance a fortement ralenti durant les trois premiers mois de 2008. L'expansion sur le T1 a été limitée à un maigre +0,3 %, contre une hausse qui atteignait encore 0,8 % au T4. C'est la plus faible progression trimestrielle enregistrée depuis 1995. Même chose pour le glissement annuel, qui retombe de 3,5 % au T4 à 2,7 % au T1, un point bas depuis le 3^e trimestre 2002.

Comme prévu, l'investissement-logement et la consommation pèsent sur la demande intérieure

Le détail des comptes publiés le 21 mai n'a pas non plus révélé de grandes surprises. La demande intérieure flanche assez nettement. La poursuite de l'ajustement de l'immobilier résidentiel se traduit ainsi par une contraction de 1,1 % sur le trimestre de l'investissement-logement. Nous évoquions en avril le recul des mises en chantier et la chute des transactions (-24,4 % en glissement annuel en février, selon l'INE), on peut y ajouter ce mois-ci une dépêche rapportant que le chiffre d'affaires des 7 plus gros promoteurs cotés a chuté de 73,5 % ! C'est la terrible conséquence de l'excès d'offre accumulé ces dernières années confronté à une franche diminution de la demande du fait du durcissement des conditions d'octroi de crédit.

Au moment où nous écrivons, nous ne connaissons pas les résultats de l'enquête sur les conditions de prêts en Espagne, mais elles se sont sûrement encore durcies si l'on se base sur l'information du quotidien financier *Expansión* qui rapporte que 6 dossiers de prêts hypothécaires sur 10 seraient désormais refusés par les banques, contre 4 sur 10 il y a un an. Dans ce contexte, on note, de surcroît, que le taux de créances douteuses continue de grimper. De quoi inciter les banques espagnoles, bien que moins exposées aux produits à risque, à réclamer l'aide de l'État en lui suggérant notamment d'utiliser le Fonds de réserve de la Sécurité sociale (52 milliards d'euros fin 2008) pour acquérir des titres émis par elles, ou bien encore de permettre de comptabiliser les provisions générales en fonds propres. Néanmoins, pour l'heure, le gouvernement n'entend pas aller plus loin dans le traitement de la crise, que ce qu'il a précédemment annoncé dans son plan de relance (cf. *Analyse mensuelle* du mois dernier).

Derrière la chute de l'investissement-logement, c'est la consommation qui confirme sa perte de vitesse. Sur le trimestre, les dépenses des ménages ne progressent que de 0,2 % ramenant la hausse sur un an à 1,8 %, contre 2,7 % au T4. Le ralentissement de l'emploi et la montée du chômage, qui font suite à la dégradation de l'activité, pèsent sur un pouvoir d'achat qui est déjà entamé par la flambée de l'inflation.

Au 2^e trimestre 2008, le ralentissement de l'économie espagnole devrait se prolonger. L'indice PMI manufacturier s'est de nouveau replié 43,8 points en mai, se plaçant sous la barre des 50 pour le 6^e mois consécutif. L'indice d'activité dans les services remonte certes, comme en avril, à 43,3 en mai, mais il demeure très nettement sous la barre des 50 pour le 4^e mois d'affilée. La croissance du PIB pourrait donc frôler le point mort au T2. Du côté de la demande, la consommation va continuer d'être affectée par la montée du chômage. Et, de surcroît, l'inflation, qui est revenue à 4,2 % en avril (4,6 % en mars), devrait rester élevée dans les mois à venir. Enfin, l'appréciation de l'euro va peser sur les exportations de biens et services, ce qui limitera l'effet positif de la perte de dynamisme des importations liée au freinage de la demande intérieure.

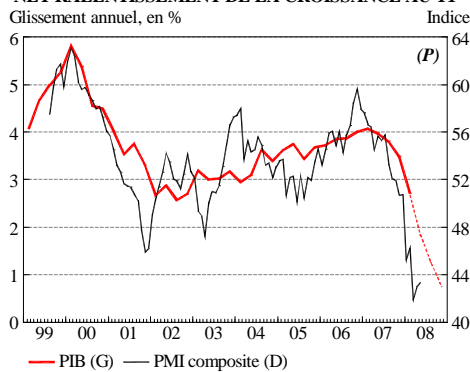
NOUVEAU RALENTISSEMENT DU PIB AU T1 2008

T/T-1, en %	T2 2007	T3 2007	T4 2007	T1 2008	2008 (P)
Conso. des ménages	0,8	0,5	0,3	0,2	1,3
Conso. publique	-0,1	1,7	1,3	1,7	5,5
Investissement	1,6	0,6	0,9	0,1	0,4
Dont : machines & équip.	3,4	1,3	1,2	0,3	2,7
logement	0,7	0,2	-0,1	-1,1	-5,7
Var. de stocks*	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1
Exportations	2,2	3,8	-0,7	-0,2	2,1
Importations	1,7	3,3	-0,6	0,6	2,8
PIB	0,9	0,7	0,8	0,3	1,6

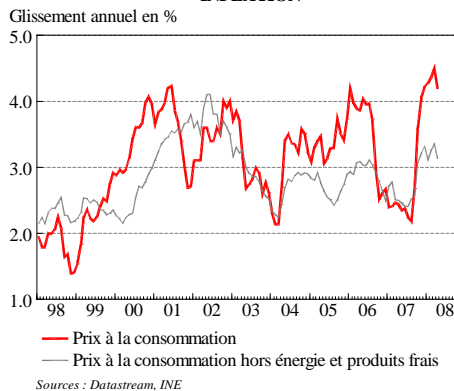
* contribution

Sources : INE, prévisions SG

NET RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE AU T1



INFLATION



Ce document reflète l'opinion du seul département des études économiques de la Société Générale à la date de sa publication. Il ne reflète pas nécessairement les analyses des autres départements ou la position officielle de la Société Générale ou de l'une de ses entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble, ci-après dénommé « Société Générale »). Il ne constitue pas une sollicitation commerciale et a pour seul objectif d'aider les investisseurs professionnels et institutionnels et eux-seuls, mais ne dispense ceux-ci d'exercer leur propre jugement.

La Société Générale 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. La Société Générale ne saurait donc engager sa responsabilité, au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans ce document qui est, par ailleurs, susceptible d'être modifié à tout moment et sans notification.

La Société Générale est susceptible d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore à titre principal d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. La Société Générale, ses dirigeants ou employés, peuvent avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(s).

A l'intention des lecteurs en dehors de France : ce document, et les valeurs mobilières qui y sont discutées, peuvent ne pas être distribués ou vendus dans tous les pays ou à certaines catégories d'investisseurs.

© [2008] Société Générale, Tous droits réservés.

