La croissance espagnole est-elle soutenable ?

Sabine Le Bayon

▶ **To cite this version:**

Sabine Le Bayon. La croissance espagnole est-elle soutenable ?. Revue de l'OFCE, 2006, 97, pp.203 - 243. 10.3917/reof.097.0203 . hal-03459160

HAL Id: hal-03459160

https://sciencespo.hal.science/hal-03459160

Submitted on 30 Nov 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

LA CROISSANCE ESPAGNOLE EST-ELLE SOUTENABLE ?

Sabine Le Bayon
Département analyse et prévision de l'OFCE

Depuis le milieu des années 1990, et contrairement aux craintes d'un certain nombre de pays européens plus avancés, l'Espagne a fait figure d'excellent élève au sein de l'Union européenne : sa croissance a été très forte, l'assainissement des finances publiques a été remarquable et le taux de chômage a entamé une décrue durable. Cette performance a été en grande partie fondée sur une conjonction exceptionnelle de facteurs favorables (montée en puissance des fonds structurels, baisse importante des taux d'intérêt) et s'est principalement appuyée sur la construction et des services peu productifs. Le rattrapage espagnol a reposé sur l'emploi et sur le renforcement de la spécialisation de l'économie dans des secteurs à faible valeur ajoutée, la productivité du travail s'éloignant au contraire du niveau moyen européen. L'Espagne a donc de moins en moins pu compter sur la faiblesse de ses coûts, qui était à la base de son attractivité et de son développement, du fait d'une inflation toujours plus élevée que celle de ses principaux partenaires européens. De plus, la concurrence des pays de l'Est s'est révélée de plus en vive. De ce fait, le solde extérieur n'a cessé de se creuser depuis la fin des années 1990.

Cet article vise à présenter le mode de croissance qui a émergé en Espagne depuis le milieu des années 1990 et à rendre compte de ses succès et de ses limites. Il en ressort que la croissance actuelle, tant au niveau de sa composition que de son ampleur, n'est pas soutenable à moyen terme, puisqu'elle est basée sur des facteurs favorables qui ne se renouvelleront pas et qu'elle a conduit à des déséquilibres croissants (forte hausse de la dette des ménages, surévaluation des prix immobiliers, déficit courant record). Ceci implique qu'un rattrapage en termes de productivité est désormais indispensable pour que la convergence espagnole vers l'Union européenne se poursuive.

* Je remercie Guillaume Chevillon, Hervé Péléraux, Christine Rifflart et Xavier Timbeau pour leurs remarques et suggestions.
sabine.lebayon@ofce.sciences-po.fr

Sabine Le Bayon

Depuis le milieu des années 1990, et contrairement aux craintes d'un certain nombre de pays européens plus avancés, l'Espagne a fait figure d'excellent élève au sein de l'Union européenne : sa croissance a été très forte, l'assainissement des finances publiques a été remarquable et le taux de chômage a entamé une décrue durable. En revanche, le différentiel d'inflation avec les autres pays européens s'est à nouveau creusé après l'entrée dans la zone euro, avec pour conséquence une dégradation de la compétitivité et du solde extérieur. L'Espagne n'a en effet pas su concilier un rattrapage basé à la fois sur l'emploi et sur la productivité durant ces dernières années, comme d'ailleurs durant les dernières décennies. Derrière les évolutions récentes se dessine une volonté toujours réaffirmée d'approfondir l'intégration à l'Europe, comme c'est le cas depuis le retour de la démocratie au milieu des années 1970, après des décennies de relatif isolement.

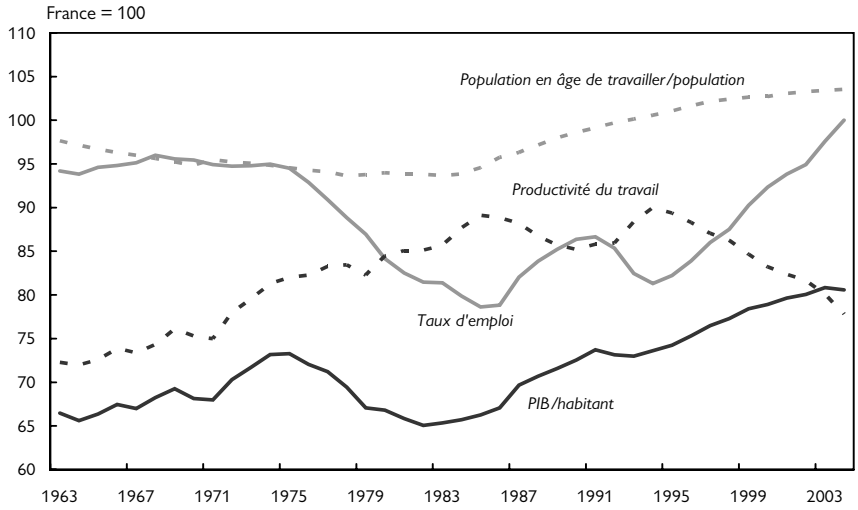
Cet isolement est né en 1939 avec l'instauration du régime franquiste qui s'est traduite par la mise en place d'un régime autarcique et la recherche d'une croissance autosuffisante. Après la Seconde Guerre mondiale, l'Espagne n'a pas bénéficié du Plan Marshall et est restée à l'écart du développement technologique que connaissaient alors la plupart des pays européens. La croissance, faible durant les années 1940, a cependant accéléré dans les années 1950, avec une ouverture progressive de l'économie. Mais c'est véritablement le Plan de stabilisation de 1959 qui a amorcé la fin du modèle autarcique espagnol. Le pays a alors peu à peu libéralisé les échanges commerciaux et réduit les entraves à la mobilité des capitaux. Ce processus s'est poursuivi tout au long des années 1960 et a favorisé une croissance plus élevée (investissements étrangers dans l'industrie, réduction de l'inflation…). Dans le même temps, les marchés du travail et des produits sont cependant restés très réglementés. La croissance a été forte jusqu'au milieu des années 1970, alimentée par un investissement dynamique, avec un net rattrapage de la productivité (graphique 1). De ce fait, le PIB par tête, qui atteignait 66 % du niveau français en 1963, est passé à quasiment 75 % au milieu des années 1970.

Après la mort de Franco en 1975, un régime démocratique s'est mis en place, tandis que l'économie espagnole était touchée de plein fouet par les deux chocs pétroliers et le ralentissement économique mondial. La croissance espagnole a alors nettement décéléré jusqu'au milieu des années 1980. L'inflation a progressé fortement, tout comme les salaires. Après les élections de juin 1977, la signature du Pacte de la Moncloa a marqué le début d'une nouvelle politique économique : une réforme fiscale a été mise en place, avec notamment un impôt

progressif sur le revenu et la richesse, et la politique monétaire s'est resserrée pour combattre l'inflation. L'Espagne a par ailleurs présenté dès 1977 une demande officielle d'adhésion à la Communauté économique européenne (CEE). Parallèlement, un long processus de décentralisation s'est amorcé, avec la création de 17 communautés autonomes, dont les responsabilités en matière de dépenses et de recettes n'ont cessé de croître depuis lors.

La modernisation de l'économie s'est amplifiée, du fait en particulier d'importantes restructurations dans les secteurs industriels en difficulté (construction navale, sidérurgie, textile…). Ce processus a certes conduit à la poursuite du rattrapage en termes de productivité, mais les licenciements massifs qui en ont découlé se sont traduits par une chute telle du taux d'emploi que la décennie 1975-1985 a été marquée par un recul du PIB par tête par rapport à la France (graphique 1). Le début des années 1980 a ainsi vu l'émergence en Espagne d'un chômage de masse, avec une rapidité et une ampleur inégalée en Europe. Le taux de chômage est passé de 1,9 % en 1975 à 17,7 % en 1985. Le développement du système d'indemnisation du chômage, en incitant les chômeurs à se déclarer davantage, a entraîné une normalisation des comportements de recherche d'emploi et de ce fait la mise à jour d'un chômage jusque-là « déguisé » (notamment dans le domaine agricole). De plus, l'Espagne a cessé d'être un pays d'émigration, en raison de moindres opportunités d'emplois dans les autres pays européens.

1. Décomposition du PIB espagnol par habitant en parité de pouvoir d'achat relativement à la France



Note : Le PIB par habitant est le produit de la productivité du travail, du taux d'emploi (emploi/population en âge de travailler) et du ratio population en âge de travailler/population. La population en âge de travailler regroupe la classe d'âges compris entre 16 et 64 ans.
Source : OCDE.

Les réformes du marché du travail de 1984, en introduisant plus de flexibilité pour les nouvelles embauches, ont été à l'origine d'une segmentation importante du marché du travail. L'apparition d'un chômage de masse ainsi que, plus généralement, l'expansion des programmes sociaux a conduit l'État à assumer un rôle croissant de financement de la protection sociale, rattrapant une partie de son retard dans ce domaine par rapport aux autres pays européens.

Après 1986 et l'entrée de l'Espagne dans la CEE, une nouvelle phase d'expansion a débuté. L'Espagne a profité des fonds structurels européens pour moderniser et développer des infrastructures auparavant obsolètes et trop peu nombreuses. Après la période de rationalisation industrielle du début des années 1980, la croissance est devenue plus riche en emplois. De ce fait, le rattrapage du PIB par tête s'est basé exclusivement sur le taux d'emploi et non plus sur la productivité. De plus, l'évolution du ratio population en âge de travailler/population a alors joué positivement sur le PIB/habitant. En effet, le *baby boom* étant intervenu plus tardivement que dans les autres pays européens, tout comme la baisse de la fécondité, la population de 16 à 64 ans a crû de manière plus dynamique, ce qui a contribué à augmenter la richesse nationale [1] (graphique 1). Les années 1980 ont marqué aussi, comme dans la plupart des pays européens, le début de mutations profondes des marchés financiers : diversification des instruments d'épargne et déréglementation des taux d'intérêt par exemple. À la suite du démantèlement des barrières tarifaires, l'ouverture de l'économie espagnole s'est peu à peu accrue. Les restrictions à la circulation des capitaux ont été progressivement levées. Les investissements directs étrangers en Espagne ont alors connu une vive expansion. L'économie espagnole est donc devenue plus sensible à la contrainte extérieure.

Or, pour combattre l'inflation, la politique monétaire s'est resserrée. Cette politique a permis d'attirer des capitaux étrangers qui ont financé le déficit courant mais ont aussi entraîné une appréciation de la peseta au sein des marges de fluctuation imposées par le Système monétaire européen (SME). De réels problèmes de compétitivité en ont découlé, accentués par la croissance élevée des coûts salariaux. Ce n'est qu'avec les multiples dévaluations intervenues entre 1992 et 1995 à la suite des pressions spéculatives contre la peseta (dans un contexte de fortes tensions au sein du SME) que l'Espagne a rétabli pleinement son avantage compétitif. Cependant, la récession de 1993 a interrompu momentanément la convergence réelle [2] espagnole, avec une stagnation

1 L'évolution positive de ce ratio jusqu'en 2004 bénéficie aussi de la forte immigration de personnes en âge de travailler. Cependant, en raison d'une chute importante de la fécondité dans la période récente en Espagne relativement aux autres pays européens, l'impact du vieillissement sera plus tardif, mais plus prononcé dans les prochaines décennies.

2 La convergence réelle fait référence au rattrapage des niveaux de vie, des structures économiques et des taux d'emploi.

du PIB espagnol par tête relativement au niveau européen. Le rattrapage du PIB par tête a repris dès le milieu des années 1990, tout comme la convergence nominale [3] requise pour intégrer l'Union économique et monétaire (UEM).

Cet article vise à présenter le mode de croissance espagnol qui a émergé depuis le milieu des années 1990 et à rendre compte de ses limites. Dans un premier temps, nous reviendrons sur la performance espagnole en termes de croissance, mais aussi de chômage et de finances publiques depuis 1997. Dans un deuxième temps, nous discuterons des problèmes de compétitivité, notamment vis-à-vis des pays de l'Est. Nous insisterons sur les mécanismes sous-jacents au différentiel d'inflation entre l'Espagne et la zone euro. Enfin, nous reviendrons sur la nécessité pour l'économie espagnole d'un rattrapage en termes de productivité.

1. Une croissance tirée par les secteurs abrités depuis 1997

Depuis 1997, la croissance a été particulièrement élevée en Espagne, avec un rythme annuel de l'ordre de 3,8 % en moyenne, contre 2,1 % dans la zone euro (soit un différentiel de 1,7 point de pourcentage en faveur de l'Espagne). Le PIB par tête est ainsi passé de 85 % du PIB de l'Union européenne à 15 (UE15) en 1997 à 90 % en 2004. Outre les rythmes élevés atteints entre 1997 et 2000, la performance tient aussi au moindre ralentissement observé depuis 2001, qui est sans commune mesure non seulement avec les précédentes phases récessives du début des années 1980 et 1990, mais aussi avec les autres pays de la zone euro (graphique 2). Ainsi, contrairement à ce qui avait été observé depuis les années 1960, le rattrapage espagnol s'est poursuivi au-delà de la période d'expansion conjoncturelle européenne, s'accentuant même durant la période de ralentissement.

De ce fait, alors que l'écart de production est nettement négatif dans la zone euro (– 1,6 point de PIB potentiel au deuxième trimestre 2005), il est nul en Espagne. En effet, la plupart des facteurs ayant permis à la croissance espagnole d'être supérieure à son rythme potentiel (3,2 % selon les estimations de l'OCDE) sur la quasi-totalité de la période 1997-2005 n'ont pas disparu avec le retournement de l'activité : les taux d'intérêt ont continué de baisser et le rythme de créations d'emplois est resté nettement positif, même s'il a ralenti.

3. La convergence nominale concerne les cinq critères de Maastricht, à savoir l'inflation, le taux d'intérêt, le déficit public, la dette publique et le taux de change.

2. Taux de croissance du PIB

Sources : Perspectives économiques de l'OCDE, Eurostat, INE.

1.1. Un *policy mix* favorable

La politique budgétaire a été restrictive en Espagne entre 1995 et 2004 (avec une impulsion [4] de – 0,3 point de PIB par an en moyenne), contrairement à la zone euro où elle a été neutre en moyenne. D'une part, l'effort d'assainissement budgétaire pour qualifier l'Espagne à la zone euro, *ie* pour atteindre un déficit inférieur ou égal à 3 % en 1997, a été supérieur à celui de la zone euro et s'est poursuivi vigoureusement jusqu'en 1999 (avec une impulsion en moyenne de – 0,7 point de PIB et de – 0,3 point respectivement entre 1995 et 1999). Ensuite, à partir de 2000, si la politique budgétaire a cessé d'être restrictive pour devenir neutre en Espagne, elle s'est relâchée dans la zone euro (+ 0,3 point). Cette orientation de la politique budgétaire, conjuguée à une conjoncture plus favorable et à une plus forte baisse des taux d'intérêt, explique la réduction du déficit public espagnol sur l'ensemble de cette période, alors que la plupart des pays de la zone euro n'ont pas vu leur situation budgétaire s'améliorer (voir encadré 1 pour plus de détails sur l'assainissement budgétaire espagnol).

4. L'impulsion budgétaire correspond à l'inverse de la variation du solde structurel primaire (solde corrigé des effets de la conjoncture, hors charges d'intérêt).

1. Une amélioration exceptionnelle des finances publiques mais une protection sociale à la traîne

L'assainissement budgétaire a été spectaculaire en Espagne depuis le milieu des années 1990. Le déficit est ainsi passé de 6,6 % du PIB en 1995 à 0,1 % en 2004 et la dette publique de 68,1 % en 1996 (son maximum) à 46,9 % en 2004.

La nette baisse du déficit (– 6,5 points de PIB entre 1995 et 2004) a été principalement concentrée avant 2000 (tableau E1). La situation budgétaire a notamment bénéficié d'une conjoncture favorable, mais aussi de la baisse des charges d'intérêt (– 1,7 point de PIB entre 1995 et 1999), liées surtout à la baisse des taux mais aussi à la réduction de la dette. Quant à la baisse du taux de chômage, elle explique en grande partie la réduction de la part des prestations sociales dans le PIB. Le solde structurel primaire s'est aussi nettement amélioré, avec une réduction de 1 point des transferts en capital (utilisation des recettes des privatisations et de l'emprunt pour financer les entreprises publiques déficitaires, avec pour conséquence moins de transferts de l'État), de 0,7 point de la masse salariale (avec le gel des salaires des fonctionnaires et le non remplacement d'une partie des agents partant à la retraite) et de 0,4 point de l'investissement public. Dans le même temps, la croissance des recettes courantes a été non négligeable (+ 1,1 point de PIB) et en particulier celle des recettes fiscales, du fait du dynamisme des revenus et de la consommation. À partir de 2000, c'est principalement la poursuite de la baisse des charges d'intérêt qui a joué (– 1,4 point), tandis que la consommation publique repartait à la hausse. Le ralentissement économique, modéré par rapport à la zone euro, n'a pas pesé sur les finances publiques. La baisse des recettes fiscales induite par les réformes de l'impôt sur le revenu de 1999 (– 0,6 point de PIB) et de 2003 (–0,3 point de PIB) a en effet été plus que compensée par la hausse des recettes des taxes indirectes (+ 1,8 point), par celle des cotisations sociales (+ 0,7 point) et par la non indexation sur l'inflation des barèmes de l'impôt sur le revenu.

À ces éléments viennent s'ajouter l'apport des fonds structurels et les recettes issues des privatisations qui ont contribué à l'amélioration de la situation des finances publiques. En effet, le processus de privatisations, qui avait débuté au milieu des années 1980, a pris de l'ampleur à partir de 1996 avec le retour des conservateurs au pouvoir, dans une optique non seulement de réduire le poids des entreprises publiques mais aussi d'utiliser ces recettes pour faciliter l'entrée dans la zone euro puis le respect du Pacte de stabilité et de croissance après 1997. L'Espagne est par ailleurs le pays de la zone euro qui absorbe le plus de fonds européens (principalement par le biais des fonds structurels, de cohésion, de la PAC et du fonds social européen). Les transferts nets en provenance de l'Union européenne, qui ont été principalement utilisés pour financer des projets d'infrastructures, ont joué dans l'amélioration des finances publiques, à hauteur de 1,1 point de PIB en moyenne entre 1996 et 2003.

E1. Variation des différentes composantes du solde public

Variation en points de PIB

	1995-2004	1995-1999	2000-2004
a. Solde public (b+c-d+e)	6,5	5,4	1,1
b. Solde structurel primaire[1]	2,8	2,8	0,0
c. Composante conjoncturelle	1,7	1,3	0,4
d. Charges d'intérêt	– 3,1	– 1,7	– 1,4
e. Mesures exceptionnelles	– 1,1	– 0,4	– 0,7

1. Solde public corrigé des effets de la conjoncture, hors charges d'intérêts.
Sources : INE, Eurostat, OCDE, calculs OFCE.

Au final, l'assainissement budgétaire a d'abord visé le respect des critères de Maastricht afin que l'Espagne fasse partie de la première vague des pays qualifiés pour la zone euro. Cet effort n'a pas débouché par la suite sur un relâchement, comme cela a été observé dans un certain nombre de pays de la zone euro, l'Espagne étant l'un des rares pays à avoir respecté les programmes de stabilité et de croissance qu'elle a présenté ces dernières années : d'une part, des effets conjoncturels favorables ont joué ; d'autre part, le gouvernement conservateur (au pouvoir de 1996 à 2004) a montré une forte volonté d'arriver rapidement à l'équilibre budgétaire, objectif atteint depuis 2003. Il a même adopté une loi de stabilité budgétaire au niveau interne, visant l'équilibre à tous les niveaux de l'administration, dans le but notamment de limiter les dérapages que pourraient induire la poursuite du transfert de diverses compétences aux régions. Après l'arrivée au pouvoir des socialistes en 2004, cette loi a été réformée pour tenir compte du cycle.

L'assainissement public, pour impressionnant qu'il ait été, a laissé de côté le nécessaire rattrapage des dépenses de protection sociale. Les carences dans ce domaine sont patentes. Le développement d'un État providence à partir de la fin des années 1970 n'a pas été suffisant pour permettre à l'Espagne de rejoindre le niveau européen en matière de protection sociale, les problèmes budgétaires qu'a connu l'Espagne jusqu'au milieu des années 1990 ayant freiné ce rattrapage. Depuis 1995, la réduction du déficit a dégagé des marges de manœuvre qui n'ont pas non plus été utilisées pour la protection sociale. Ainsi, alors qu'entre 1995 et 2003, la part des prestations sociales dans le PIB a diminué en Espagne (passant de 22,1 à 19,7 %), l'Union européenne a vu cette part s'accroître légèrement dans le même temps (+ 0,1 point de PIB), pour atteindre 28,3 % en 2003, avec pour conséquence un creusement de l'écart entre l'Espagne et l'UE15. La réduction des dépenses espagnoles est due quasiment à parts égales à la baisse de l'indemnisation du chômage, grâce à la réduction du taux de chômage, et à la réduction des dépenses pour la vieillesse et la survie.

Si l'on s'intéresse aux parts atteintes en 2003 par les différentes composantes des prestations sociales entre l'Espagne et l'UE15, on constate que le retard espagnol concerne quasiment tous les domaines (à l'exception de l'indemnisation chômage qui est plus élevée, le taux de chômage espagnol restant supérieur au niveau de l'UE15). L'écart est net en ce qui concerne les dépenses de maladie et les soins de santé, les dépenses de vieillesse et de survie, la politique familiale et les dépenses de logement.

En particulier, la faiblesse de la politique familiale (avec des dépenses représentant 0,6 % du PIB en Espagne, contre 2,2 % dans l'UE), conjuguée au bas niveau d'équipement en infrastructures scolaires et en crèches, limite le rattrapage du taux d'activité féminine par rapport à la moyenne européenne et pèse sur le taux de natalité, qui est désormais l'un des plus bas en Europe. De ce fait, le problème des retraites, même s'il se posera plus tardivement en Espagne que dans le reste de l'UE, sera particulièrement important, malgré l'abondante immigration de la dernière décennie.

La faiblesse des aides au logement, alors même que les réductions fiscales liées à l'achat de logement sont importantes, n'a pu empêcher l'accroissement des inégalités durant la dernière décennie. En effet, la fiscalité liée à l'achat de biens immobiliers a surtout bénéficié aux ménages les plus aisés, à même d'acheter des biens de plus en plus chers. Les autres ont de plus en plus de mal à se loger et l'aide qu'ils peuvent recevoir de l'État est très limitée (0,2 % du PIB en 2003, contre 0,5 % dans l'UE15) (tableau E2).

E2. Part des prestations sociales dans le PIB en 2003

En %

	Espagne	UE15
Prestations sociales totales	19,7	28,3
Maladie et soins de santé	5,9	7,7
Invalidité	1,4	2,1
Vieillesse et survie	8,4	12,4
Famille et enfants	0,6	2,2
chômage	2,6	1,8
Logement	0,2	0,5
Exclusion sociale	0,2	0,4

Source : Eurostat.

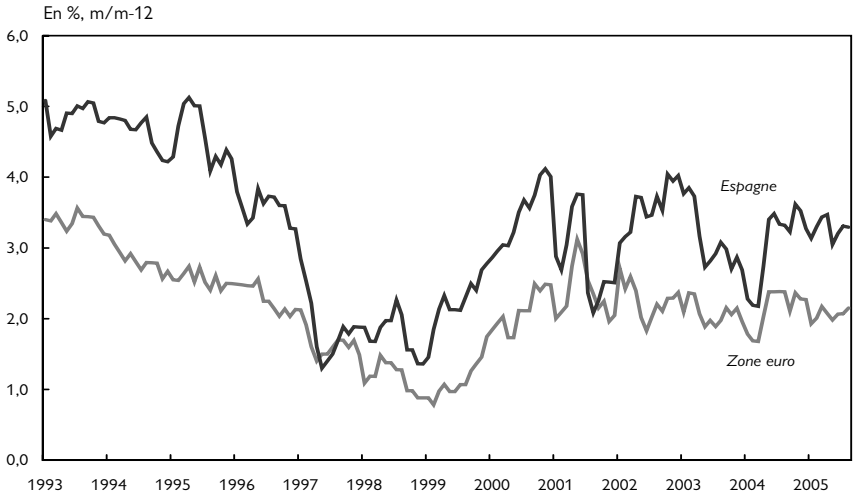
Si la politique budgétaire a été restrictive depuis le milieu des années 1990, sa conjugaison avec une détente des conditions monétaires a été bénéfique à la croissance. Deux facteurs sont principalement à l'origine de la forte baisse des taux d'intérêt réels depuis 1995 et de leur faiblesse actuelle. En premier lieu, après le resserrement monétaire observé entre 1994 et le début de l'année 1995, le processus de désinflation a permis aux autorités monétaires de réduire progressivement les taux d'intérêt courts à partir de la fin de 1995. Dans le même temps, l'assainissement budgétaire et la stabilisation des anticipations de change dans un contexte désinflationniste ont rassuré les marchés financiers sur les perspectives de participation de l'Espagne à l'UEM, ce qui s'est traduit par une baisse des primes de risque, contribuant ainsi à la convergence des taux longs espagnols vers les taux allemands. De ce fait, l'Espagne a respecté dès 1997 les conditions relatives au taux d'inflation et aux taux longs pour entrer dans la zone euro [5]. Au final, entre le dernier trimestre 1995 et le premier trimestre 1999, la baisse des taux, tant de court que de long terme, a été de 6,3 points de pourcentage.

Depuis 1999, la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne s'est révélée très accommodante pour l'Espagne, au regard de son différentiel d'inflation et de croissance avec la zone. L'écart entre le taux directeur de la BCE et le niveau qui serait approprié à l'économie espagnole selon la règle de Taylor s'est même peu à peu creusé pour atteindre 3 points de pourcentage en 2004. Entre 1999 et la mi-2005, l'inflation moyenne a en effet été de 3,1 % en Espagne, contre

5. Plus précisément, les critères de Maastricht relatifs à l'inflation et au taux d'intérêt sont les suivants : la cible d'inflation est le taux moyen d'inflation des trois pays de l'UEM les moins inflationnistes en 1997, avec une marge de 1,5 point de pourcentage. Concernant le taux d'intérêt, il doit être inférieur au taux d'intérêt moyen à long terme des trois pays de référence pour le critère d'inflation, plus une marge de 2 points de pourcentage.

2 % dans la zone euro (graphique 3). Ainsi, en 2000, le resserrement de la politique monétaire de la BCE ne s'est pas ressenti sur les taux réels espagnols, au vu de la nette accélération de l'inflation.

3. Inflation en Espagne et dans la zone euro



Sources : Eurostat, INE.

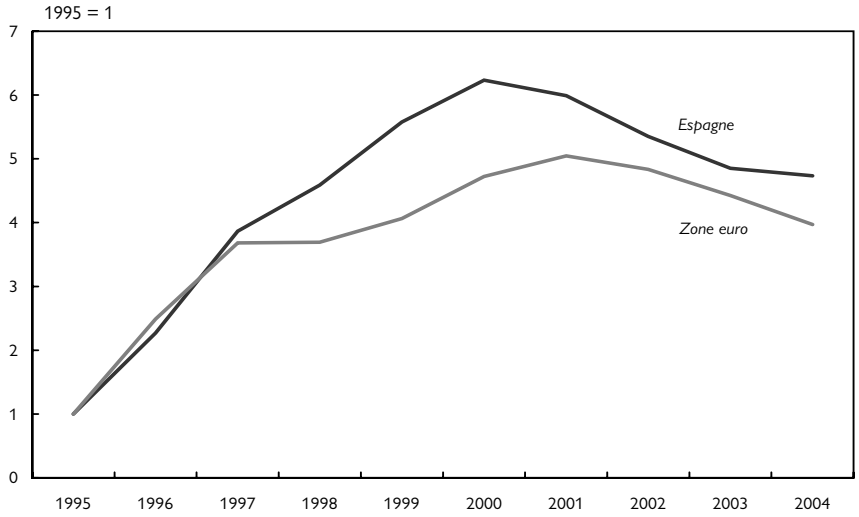
Cependant, depuis 2001, l'appréciation du taux de change effectif de l'euro est venue contrecarrer l'effet de la baisse des taux d'intérêt au niveau européen, d'où un resserrement des conditions monétaires (graphique 4). Si l'impact du taux de change a été négatif pour les entreprises, la détente des taux d'intérêt a été telle que, étant donné l'inflation persistante en Espagne, les taux d'intérêts réels courts sont négatifs depuis la fin de l'année 2002 (graphique 5), favorisant ainsi l'endettement des agents.

L'enclenchement d'un mécanisme vertueux a donc permis à l'Espagne de se qualifier à l'UEM dès 1999 : dans un contexte désinflationniste, l'assainissement budgétaire a eu un impact positif sur l'évolution des taux d'intérêt par le biais de la baisse des primes de risque et, en retour, la détente des taux d'intérêt a favorisé la réduction du déficit du fait de la baisse du service de la dette. Après l'entrée dans la zone euro, la politique monétaire a continué d'être accommodante, au regard des fondamentaux espagnols. Quant à la politique budgétaire, elle est devenue neutre, ce qui s'est avéré bienvenu en période de ralentissement économique [6]. Au final, depuis le milieu des années 1990,

6. Le solde structurel hors charges d'intérêt est donc resté constant. Mais comme la baisse des charges d'intérêt s'est poursuivie et que l'effet de la conjoncture a été légèrement positif, le déficit public s'est réduit.

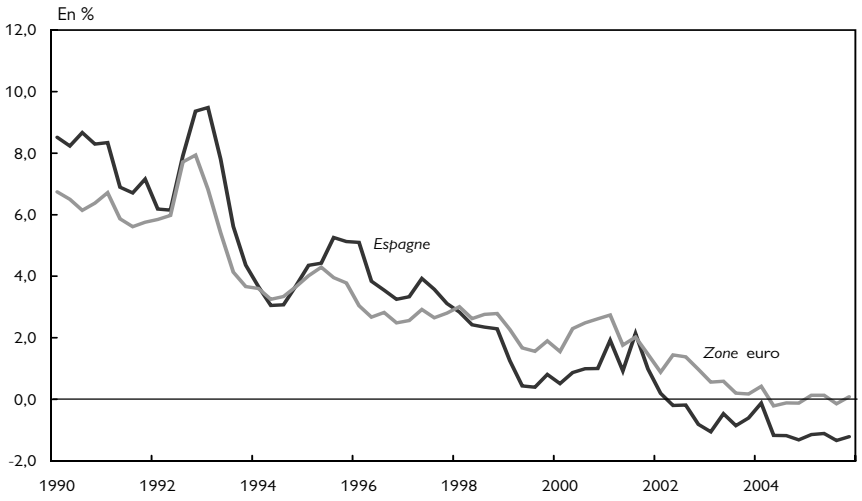
l'orientation globale du *policy mix* (conjugaison d'une politique budgétaire restrictive et d'une politique monétaire expansionniste) s'est traduite par une modification de la répartition de l'endettement global, les agents privés ayant pris le relais des administrations publiques.

4. Indicateur des conditions monétaires



Note : cet indicateur ne doit pas être lu en niveau mais en évolution. Il synthétise l'action conjointe des taux d'intérêt réels de court et de long terme et du taux de change effectif réel sur l'activité économique. Quand il augmente, les conditions monétaires se détendent, quand il baisse, elles se resserrent. La zone euro regroupe ici les six principaux pays de la zone.
Sources : Eurostat, OCDE, INE, Datastream, calculs OFCE.

5. Taux d'intérêt réels à trois mois



Source : Datastream.

1.2. Une économie d'endettement

Avec l'entrée dans l'UEM, les agents privés ont modifié leur comportement : considérant le bas niveau des taux d'intérêt comme une caractéristique inhérente à l'appartenance à la zone euro, ils ont baissé leur taux d'épargne et accru leur endettement.

Le taux d'endettement des entreprises est passé de 63 % de la valeur ajoutée en 1995 à 123 % en 2004. À l'exception d'un léger fléchissement en 2000 et en 2001, la croissance de l'endettement des entreprises n'a cessé d'accélérer depuis 1995, pour financer l'investissement. Le taux d'investissement a fortement augmenté jusqu'en 2000 (+ 5,7 points, soit 30,8 % de la VA en 2000), constituant un fort soutien à la croissance. À partir de 2000, la croissance des dépenses d'équipement a ralenti, mouvement qui s'est amplifié en 2001 avec le ralentissement de la zone euro, l'investissement productif espagnol étant très corrélé au cycle européen. C'est alors l'investissement en construction, en particulier l'investissement logement, qui a pris le relais de l'investissement productif, limitant nettement le ralentissement de l'économie (tableau 1).

1. Contribution à la croissance des différentes composantes du PIB

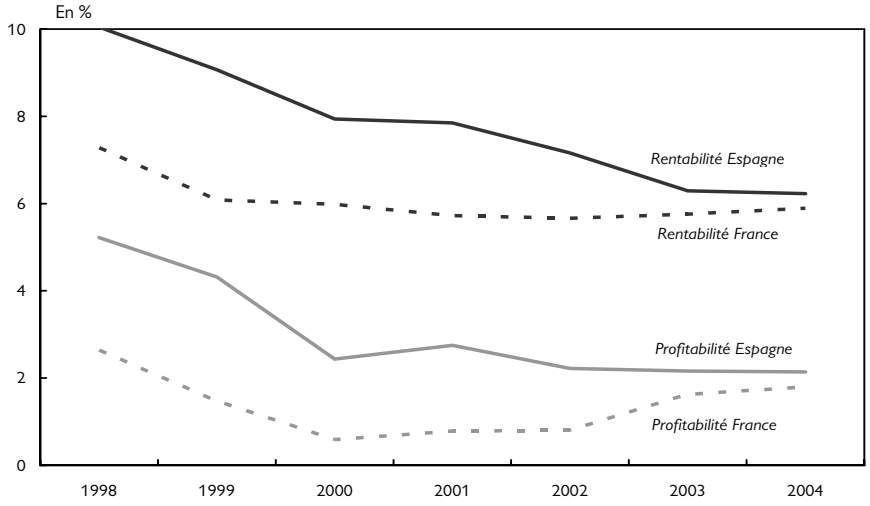
En points de pourcentage

	1995-1999	2000-2004	Variation
PIB	3,9	3,5	– 0,4
Consommation des ménages	2,3	2,1	– 0,2
Investissement productif	1,2	0,3	– 0,9
Investissement logement	0,4	0,6	+ 0,2
Investissement en construction hors logement	0,1	0,4	+ 0,3
Consommation publique	0,5	0,9	+ 0,4
Commerce extérieur	– 0,7	– 0,9	– 0,2

Source : INE.

Depuis 2004, favorisé par le redémarrage européen et une consommation des ménages plus vigoureuse, le taux d'investissement productif est reparti à la hausse, les conditions de financement toujours très favorables incitant les entreprises à s'endetter. Cependant, la rentabilité du capital a chuté depuis la fin des années 1990, passant de 10 % en 1998 à 6,2 % en 2004 (graphique 6). Elle a ainsi rejoint le niveau français, signe d'une convergence vers les standards européens, après plusieurs décennies d'opportunités d'investissement très rentables, en lien avec le retard accumulé. La forte attraction des capitaux étrangers appartient désormais au passé. La profitabilité a suivi la même évolution,

6. Rentabilité * et profitabilité ** du capital en Espagne et en France



*. La rentabilité du capital est calculée ainsi : (excédent brut d'exploitation-impôt sur les sociétés-consommation de capital fixe)/stock de capital.
**. La profitabilité du capital est la différence entre la rentabilité du capital et le taux d'intérêt nominal de long terme.
Sources : INE, Banque d'Espagne, INSEE.

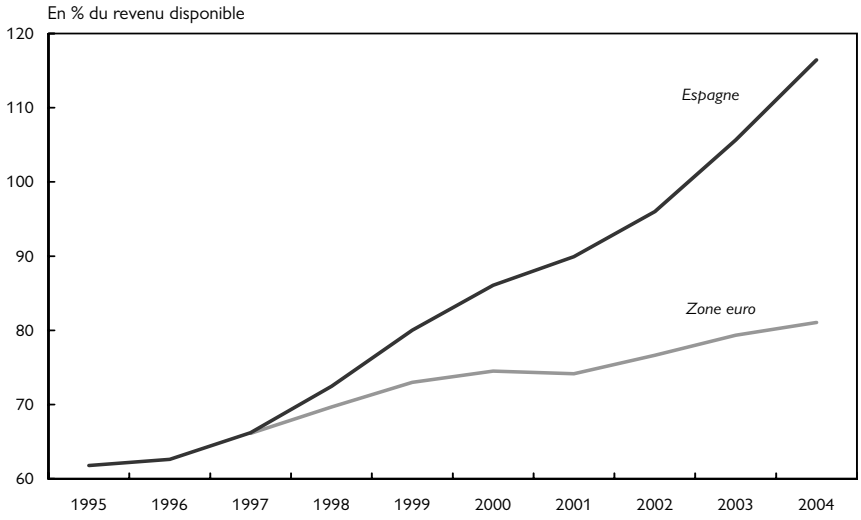
malgré la très nette baisse des taux d'intérêt. Le comportement d'investissement des entreprises nationales devrait donc se rapprocher des standards européens dans les prochaines années (en France, le taux d'investissement était de 15,3 % en 2004, contre 32,2 % en Espagne).

Quant aux ménages, leur consommation a été particulièrement dynamique dans la seconde moitié des années 1990 (tableau 1), et le ralentissement a été relativement limité entre 2001 et 2003. L'appartenance à la zone euro, *ie* à un environnement macroéconomique et financier plus stable que précédemment, a d'autant plus poussé les ménages à diminuer leur épargne de précaution que le taux de chômage diminuait lui aussi. Le taux d'épargne des ménages est ainsi passé de 14,3 % du revenu disponible en 1996 à 10,4 % en 2001, niveau où il s'est pratiquement stabilisé depuis lors. L'augmentation du taux d'endettement a été bien plus forte que dans la zone euro (+ 50 points de revenu entre 1997 et 2004 et + 15 points respectivement), celui-ci atteignant 116 % du revenu disponible en 2004 (graphique 7).

Cet endettement a principalement financé l'acquisition de logements, mais aussi l'achat de biens de consommation durables. Les ménages espagnols ont bénéficié de taux hypothécaires avantageux. Les prêts hypothécaires sont majoritairement à taux variables en Espagne ; les taux sont de ce fait indexés sur les taux courts européens et donc particulièrement bas, comparés aux taux hypothécaires des autres pays de la zone euro. De plus, les banques se livrent à une concurrence très vive

pour capter le marché hypothécaire. Dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas et d'allongement de la durée des prêts, la croissance élevée de la masse salariale associée à la baisse du taux de chômage a poussé à la hausse la demande de logements et les prix immobiliers (+ 180 % entre le début de 1997 et la mi-2005). D'autres facteurs structurels ont aussi joué, comme la rareté des terrains disponibles, les flux d'achats étrangers ou les avantages fiscaux liés à l'achat immobilier (encadré 2). Cependant, la plupart des études récentes s'accordent sur le fait que la hausse des prix n'est plus alimentée par les déterminants fondamentaux, mais principalement par les anticipations de hausse future, c'est-à-dire que la progression des prix relève désormais d'un phénomène de bulle spéculative. Ainsi, selon une étude réalisée par le FMI (2004) et reliant les prix immobiliers aux prix passés, au revenu des ménages et aux taux d'intérêt, les prix des logements étaient surévalués en Espagne de 10 à 20 % en 2003. Avec ce même genre d'approche, Martinez et Maza (2003) concluaient que les prix espagnols étaient supérieurs de 8 à 17 % à leur niveau d'équilibre en 2002. D'un point de vue plus financier, c'est-à-dire en utilisant un modèle de prix d'actif, Ayuso et Restoy (2003) concluaient, quant à eux, que le ratio prix immobilier/loyers (*ie* l'inverse du rendement du logement) était surévalué d'environ 20 % fin 2002. D'après la Banque d'Espagne (2004), à partir de l'actualisation de ces deux dernières études, la surévaluation des prix immobiliers était de l'ordre de 24 à 35 % en 2004. La progression des prix s'étant poursuivie depuis lors, cette surévaluation s'est amplifiée, aucun changement majeur n'étant intervenu sur les déterminants fondamentaux.

7. Taux d'endettement des ménages



Sources : Banque centrale européenne, Banque d'Espagne.

2. Quels sont les facteurs à l'origine de la hausse des prix immobiliers ?

La forte hausse des prix immobiliers initiée en 1997 en Espagne résulte principalement d'une demande de logements très soutenue, les problèmes d'offre ayant joué un rôle marginal.

Tout d'abord, la démographie a joué positivement sur cette demande. En effet, l'accélération du vieillissement de la population, l'immigration et la baisse du nombre de personnes par ménage (processus qui a débuté relativement tard en Espagne) ont entraîné une nette progression du nombre de ménages durant les dernières années. Ainsi, alors que la croissance moyenne du nombre de ménages était de 1,3 % par an entre 1980 et 1996, elle a atteint 1,8 % depuis 1997. L'évolution des revenus et du taux de chômage a été telle que cette demande potentielle a pu se réaliser. La baisse du taux de chômage a atteint 6,2 points de pourcentage entre 1997 et 2004, incitant les ménages à s'endetter pour investir dans le logement. La conséquence de cette réduction du chômage a été une hausse du revenu réel des ménages de 3,1 % en moyenne chaque année entre 1997 et 2004, qui a rendu les ménages solvables.

À ce dynamisme du revenu s'est conjugué une baisse des taux d'intérêt extrêmement forte comme on l'a vu précédemment. Les taux hypothécaires espagnols se sont nettement réduits (– 4,8 points de pourcentage entre 1997 et 2004) et sont quasiment nuls en termes réels depuis 2002. L'allongement de la durée des crédits a également augmenté la capacité d'emprunt des ménages, leur permettant de continuer d'alimenter la demande de logements, malgré la progression des prix immobiliers.

Ces différents éléments se reflètent dans l'évolution des indicateurs calculés par la Banque d'Espagne. En effet, si le prix d'un logement représentait 6,6 années du revenu moyen d'un ménage en 2005 (contre 3,6 années en 1997), leur taux d'effort reste modéré (graphique). Le taux d'effort brut, même s'il est en augmentation, restait en 2005 bien inférieur au niveau de 1995 et surtout du début des années 1990 (où il était de l'ordre de 60 % du revenu).

À ces facteurs s'est ajoutée la demande de logements de la part des non résidents, qui s'est développée au cours des années 1990. Selon les données de la Banque d'Espagne, l'investissement immobilier étranger (logements, bureaux et usines) est passé de 0,2 point de PIB en 1994 à 0,9 point en 2003 et 2004 (avec une nette accélération à partir de 1997). Cette demande, qui émane principalement de touristes britanniques et allemands désireux de posséder une résidence secondaire sur les côtes espagnoles, commence cependant à plafonner.

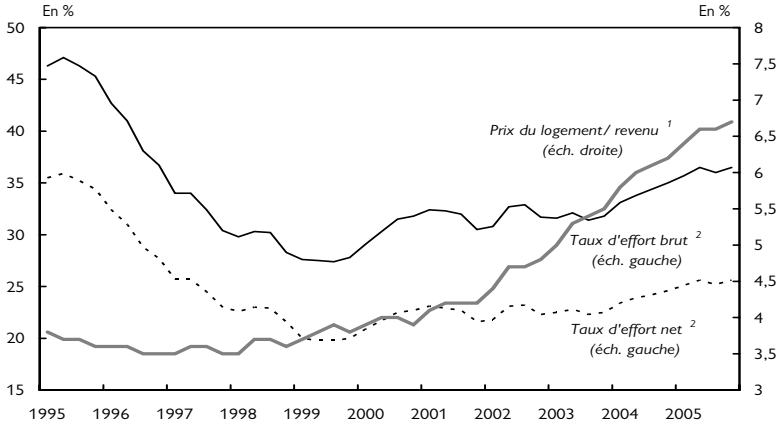
Au-delà de ces éléments spécifiques à la période récente, d'autres facteurs plus structurels ont aussi joué : il s'agit principalement de la fiscalité liée à l'acquisition d'un bien immobilier, des réglementations concernant l'offre de terrains et de la faiblesse de l'offre locative.

Malgré la réduction des avantages fiscaux liés à l'investissement résidentiel depuis la réforme de l'impôt sur le revenu de 1999, la fiscalité reste très favorable aux propriétaires [1]. Ces derniers bénéficient en effet de déductions d'impôt sur le revenu pour l'achat de leur résidence principale. Selon Van den Noord (2005), ces avantages fiscaux avaient le même effet en 1999 qu'une baisse des taux hypothécaires de 0,9 point [2]. Le taux d'effort net, qui prend en compte ces déductions, atteignait 25,6 % fin 2005, soit 11 points de moins que le taux d'effort brut (graphique).

1. De ce fait, la part des ménages propriétaires de leur logement atteignait 82 % fin 2001, contre environ 60 % en France.

2. En tenant compte des impôts sur la propriété, l'effet était presque moitié moindre (0,5 point).

Accessibilité au logement



1. Il s'agit du nombre de revenus annuels d'un ménage moyen nécessaire pour acheter un logement de 75m2.
2. Le taux d'effort brut indique le montant à débourser pour un ménage moyen, après l'acquisition d'un logement de 75 m2 avec un prêt standard couvrant 80 % de la valeur du logement, rapporté au revenu de ce ménage. Le taux d'effort net tient compte des déductions fiscales liées à l'achat immobilier.
Sources : Banque d'Espagne, Ministerio de la vivienda.

De plus, le marché locatif est très restreint, puisqu'il concerne seulement 10 % des logements. La faiblesse de l'offre locative incite ainsi un certain nombre de ménages à se reporter sur l'achat immobilier. Historiquement, la réglementation pour fixer les loyers a longtemps été contraignante. Les réformes de 1985 et surtout de 1995 ont permis de l'assouplir. Mais, des problèmes juridiques persistent, en cas de loyers impayés par exemple. Pour inciter les propriétaires à louer leur bien, des déductions fiscales ont été mises en place en 2003 dans le cadre de la réforme de l'impôt sur le revenu.

Face à cette forte demande de logements, les mises en chantier ont connu une vive expansion, passant de 323 000 en 1997 à 691 000 en 2004. Cependant, elles se sont accompagnées d'une forte hausse du prix des terrains. En effet, les municipalités, qui contrôlent l'offre de terrains constructibles imposent des règles d'urbanisme strictes et ont tout intérêt à ce que les prix soient élevés pour deux raisons principales : d'une part, les promoteurs privés doivent leur céder 10 % des terrains vendus pour réaliser des logements ou des équipements. D'autre part, les impôts sur les biens immobiliers représentent la principale recette fiscale des collectivités locales.

En ce qui concerne l'accès au logement des ménages les plus modestes, ces derniers ont doublement pâti de la hausse des prix de l'immobilier. Au moment où ils auraient eu le plus besoin d'accéder à des logements sociaux du fait de la croissance des prix, l'offre de ces logements n'a pas suivi. En effet, la hausse des prix immobiliers a détourné un certain nombre de promoteurs de la construction de logements sociaux (« logements de protection officielle »), désormais plus assez rentables au regard des prix du marché [3]. Les logements sociaux ont ainsi vu leur part dans les mises en chantier passer de 20 % environ au début des années 1990 à 10 % depuis 1999.

Un plan spécifique a été adopté en juillet 2004 par le nouveau gouvernement socialiste pour faciliter l'accès au logement des ménages modestes : il vise à stimuler la construction de logements sociaux, à aider les propriétaires pour qu'ils mettent en location leurs biens vacants (travaux de réhabilitation, assurance contre les impayés…) et à augmenter les aides à l'accession pour les jeunes à bas revenus.

3. En Espagne, le secteur locatif subventionné étant réduit, la politique du logement se caractérise principalement par la vente de logements sociaux aux ménages modestes. Or, comme ce sont généralement des promoteurs privés qui construisent ces logements, en période de hausse des prix, ils ont intérêt à se reporter sur le marché non subventionné.

La surévaluation des prix et le fort endettement des ménages font peser des risques sur la croissance à moyen terme. Si les taux d'intérêt courts augmentaient nettement, l'effet sur les intérêts versés par les ménages serait immédiat compte tenu de la part importante des prêts à taux variables, ce qui viendrait amputer le revenu et donc la consommation ; de plus, la hausse des taux limiterait les nouvelles acquisitions et donc l'activité dans la construction ; l'effet négatif sur la croissance serait important. L'impact d'un retournement des prix immobiliers sur la croissance, et en particulier sur la consommation des ménages, serait également significatif. En effet, la demande soutenue de logements et la progression des prix ont favorisé la consommation des ménages par plusieurs biais : d'une part, l'achat de logements s'est accompagné de dépenses d'équipement qui ont alimenté la consommation de biens durables ; d'autre part, les ménages, qui ont vu leur richesse immobilière s'accroître fortement, ont continué de consommer après le ralentissement de la croissance, d'autant que leur pouvoir d'achat n'a que peu décéléré, du fait des créations d'emplois élevées.

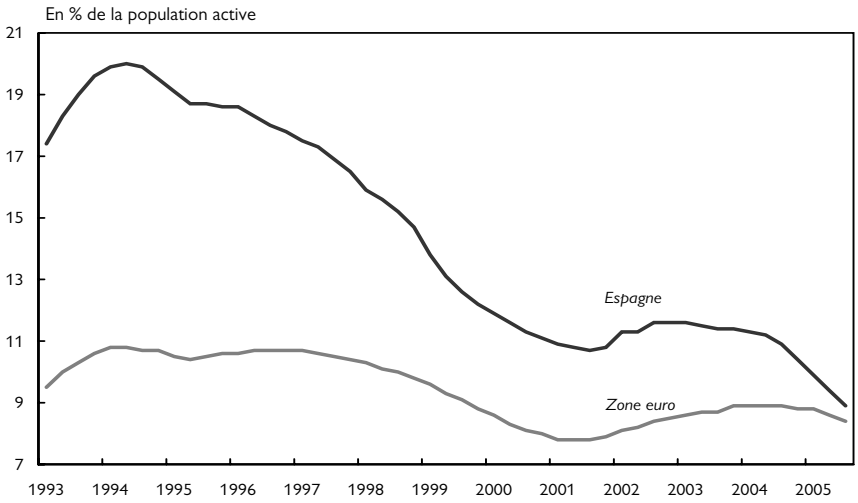
1.3. Un enrichissement de la croissance en emplois

Depuis le milieu des années 1990, la réduction du chômage espagnol a été particulièrement vive : selon les données d'Eurostat, entre le pic de la mi-1994 à 20 % et les 8,9 % atteints au troisième trimestre 2005, la baisse a représenté 11,1 points. Le chômage espagnol, qui était nettement supérieur à la moyenne de la zone euro depuis le milieu des années 1980, en est désormais très proche (8,4 % au troisième trimestre 2005) (graphique 8). Par ailleurs, la baisse du chômage espagnol ne s'est que momentanément interrompue suite au ralentissement de 2001, pour se poursuivre dès 2003 avec vigueur. Cette décrue est d'autant plus remarquable que la croissance de la population active a été élevée (2,9 % en moyenne depuis le début de 1997), avec en particulier une nette accélération depuis 2000 (3,7 % en moyenne), alors qu'elle a été de l'ordre de 1 % en moyenne dans la zone euro depuis le milieu des années 1990. L'Espagne a en effet connu un fort rattrapage du taux d'activité féminin (qui est passé de 43,3 % en 1995 à 56,8 % en 2004), et surtout une accélération de l'immigration dans les années récentes. Ainsi, selon les données de l'enquête de population active, entre le début de 1997 et la fin de 2004, l'immigration explique 76 % de la croissance de la population totale. Or, comme le fait de fournir un contrat de travail constitue l'une des conditions aux régularisations des clandestins, ces dernières conduisent tant à une hausse de la population active que de l'emploi, avec pour conséquence une baisse du taux de chômage.

Dans un contexte de nette modération salariale, le fort contenu de la croissance en emplois, conjugué à une croissance élevée, ont permis

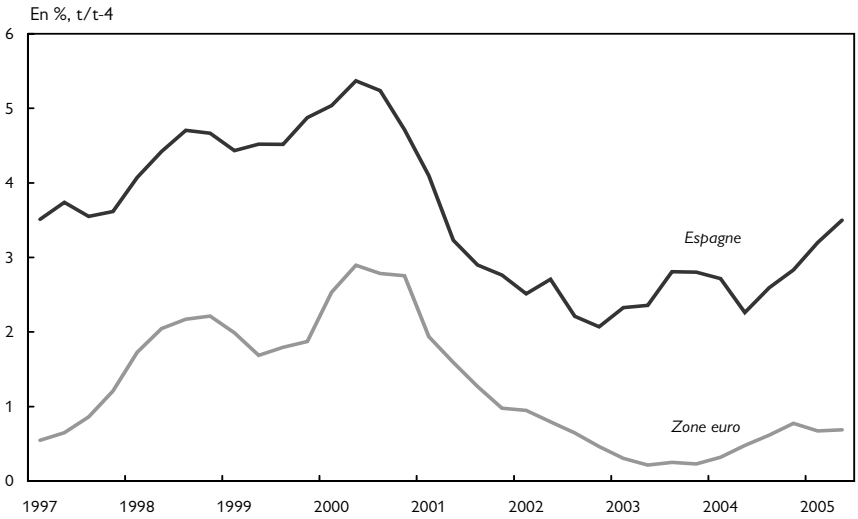
la création nette de plus de 4,5 millions d'emplois entre le début de 1997 et la mi-2005. Depuis 1997, un peu plus du tiers des créations d'emplois de la zone euro sont le fait de l'Espagne. Selon les données de comptabilité nationale, l'emploi a progressé de 3,6 % en moyenne en Espagne depuis le début de 1997, contre 1,3 % dans la zone euro (graphique 9).

8. Taux de chômage



Source : Eurostat.

9. Taux de croissance de l'emploi



Sources : Banque centrale européenne, INE.

Les services expliquent plus de 70 % de ces créations nettes d'emplois, la construction presque 20 % et l'industrie un peu plus de 10 %. Au sein des services, ce sont ceux liés au commerce, à la restauration et à l'hôtellerie (pour 21 %), aux administrations publiques (19 %), aux services aux entreprises et aux activités immobilières (15 %), puis aux services domestiques et aux services à la personne (11 %) qui ont le plus contribué aux créations d'emplois.

Comme dans le reste de l'Europe, mais de façon beaucoup plus marquée encore, la croissance a été plus riche en emplois en Espagne que lors de la précédente période d'expansion, la productivité apparente du travail ayant ralenti plus fortement que dans le reste de l'Europe. La vision donnée par les nouveaux comptes trimestriels espagnols (en base 2000 et à partir de l'enquête de population active base 2005) est d'ailleurs nettement plus négative en termes de productivité que celle issue des précédents comptes. Ceci est principalement dû à la révision à la hausse de l'emploi dans les secteurs qui ont connu un afflux de travailleurs immigrés (agriculture, construction, services domestiques, commerce et hôtellerie, services aux entreprises…). Entre le début de 1997 et la mi-2005, la productivité apparente du travail a stagné en Espagne, alors qu'elle progressait de 0,8 % dans la zone euro et de respectivement 1,5 % et 1,3 % en Allemagne et en France. Dans les seuls secteurs marchands, la productivité espagnole a même reculé (tableau 2) ; certes elle a continué de croître dans l'industrie (+1,3 %), mais elle a reculé dans les services marchands (– 0,5 %) et surtout dans le secteur de la construction (– 2,3 %). Dans tous ces secteurs, la croissance de la productivité apparaît nettement plus faible en Espagne que dans la zone euro, qu'en Allemagne et qu'en France.

2. Évolution de la productivité apparente du travail entre début 1997 et mi-2005

En %

	Total	Secteurs marchands*	Services marchands	Industrie	Construction
Espagne	0,0	– 0,5	– 0,5	1,3	– 2,3
Zone euro	0,8	—	—	2,5	– 0,2
Allemagne	1,5	1,1	– 0,1	3,1	0,3
France	1,3	1,4	0,8	3,4	– 0,2

* Les secteurs marchands regroupent ici les secteurs suivants : les services marchands, l'industrie et la construction.
Sources : Banque centrale européenne, instituts statistiques nationaux.

Les raisons du plus fort enrichissement de la croissance en Espagne par rapport aux autres pays européens sont multiples. D'abord, l'expansion de secteurs à forte intensité en main-d'œuvre, comme la construction et certains services (le commerce, l'hôtellerie, les services domestiques…), en déformant la structure productive au profit

d'activités à faible valeur ajoutée, a conduit à des créations d'emplois élevées et poussé à la baisse la productivité globale. Selon l'OCDE, entre 1995 et 1999, plus de 50 % des emplois créés l'ont été dans des secteurs où la productivité apparente du travail est inférieure à 75 % de la moyenne nationale. Depuis 2000, cette tendance s'est poursuivie. À la mi-2005, la part de la valeur ajoutée dans la construction était presque deux fois plus élevée en Espagne que dans la zone euro (respectivement 11,5 % et 6 %), ce secteur ayant connu une conjoncture très favorable sur la période récente. Quant aux services, ils ont bénéficié de plusieurs facteurs : l'essor du tourisme jusqu'au ralentissement de 2001, l'expansion des activités liées à l'immobilier et le développement plus structurel de services en lien avec la hausse du taux d'activité des femmes, comme le recours à du personnel domestique.

De plus, l'Espagne a connu une moindre croissance de la productivité dans les différents secteurs. Dans les secteurs de la construction et des services, les régularisations de travailleurs clandestins ont joué un rôle non négligeable dans les évolutions observées. En effet, le fait de déclarer des travailleurs déjà en poste et dont la production était, elle, déjà déclarée réduit la productivité par tête. Ce phénomène a été massif depuis 2000, avec environ un million de régularisations. En ce qui concerne l'industrie, la part des activités à forte technologie, les plus productives, reste relativement faible par rapport à la moyenne européenne, comme on le verra dans la deuxième partie.

Enfin, et c'est une constante depuis la fin des années 1980, la part élevée des contrats temporaires (plus de 30 % de l'emploi salarié) limite la formation reçue par les salariés. Selon Dolado (1999), en 1994, la probabilité de recevoir une formation dans le cadre de l'entreprise était de 22 % inférieure pour les employés en CDD par rapport à ceux en CDI, conduisant à une plus faible croissance de la productivité. Par ailleurs, la persistance d'un taux de chômage très élevé pendant presque deux décennies, et le développement du chômage de longue durée, ont conduit à des pertes en capital humain et réduit la productivité de ces personnes quand elles retrouvent un emploi en période de reprise.

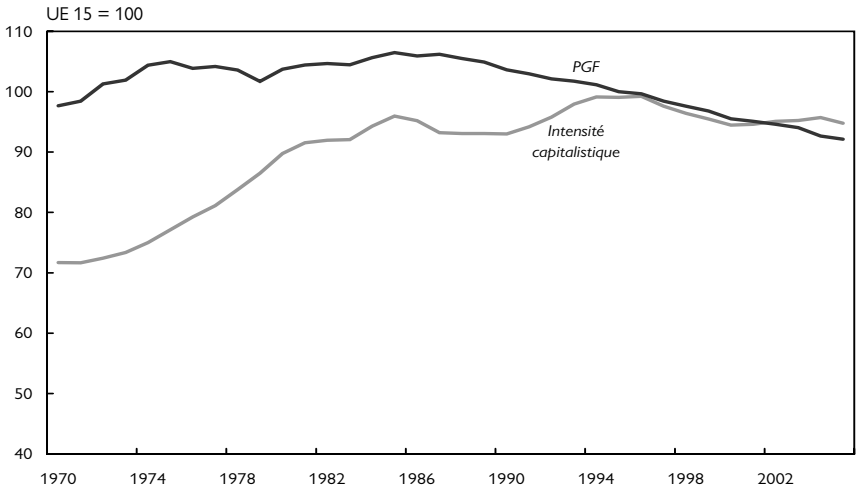
Au final, selon l'étude d'Estrada et Lopez-Salido (2001), entre 1996 et 1999, près des trois quarts de l'écart de niveau de productivité entre l'Espagne et l'UE venaient d'une différence de structure productive, un quart seulement étant expliqué par un niveau plus faible de la productivité sectorielle.

Si l'on complète cette analyse en décomposant la croissance de la productivité du travail de l'économie espagnole en fonction de l'intensité capitalistique (*ie* le ratio capital/travail) et de la productivité globale des facteurs (PGF) [7], on constate que ces deux facteurs sont à l'origine de

7. À partir d'une fonction de production de type Cobb-Douglas, la PGF peut s'écrire comme la différence entre le taux de croissance de la production et une somme pondérée des taux de

gains plus faibles de la productivité du travail en Espagne (graphique 10). L'intensité capitalistique espagnole, qui avait quasiment rejoint le niveau européen en 1996, s'en est écartée depuis lors, signe d'une substitution du travail au capital plus nette que dans les autres pays européens. Ceci est cohérent avec un développement plus important d'activités à forte intensité en main-d'œuvre, en lien avec la baisse du coût du travail et la moindre rentabilité du capital. Le niveau relatif espagnol de la productivité globale des facteurs, qui était supérieur au niveau moyen européen au milieu des années 1980, n'a cessé de se dégrader : en effet, si le rattrapage du capital humain a été net, les carences en termes d'innovation sont criantes.

10. Productivité globale des facteurs et intensité capitalistique de l'Espagne relativement à l'UE15



Sources : Banque d'Espagne (à partir d'AMECO, Eurostat et OCDE).

L'Espagne est en effet en partie passée à côté de l'investissement technologique nécessaire pour moderniser son économie. La part des dépenses de recherche et développement (R&D) dans le PIB a certes progressé depuis le milieu des années 1990 (0,82 % en 1997), mais elle ne représentait que 1,05 % en 2003 contre 1,92 % dans l'UE25 et 2 % dans l'UE15. Quant au nombre de brevets déposés auprès de l'Office européen des brevets, il est parmi les plus faibles au sein de l'UE15

croissance des facteurs de production, à savoir : $PGF = Y - (\alpha.L + (1 - \alpha).K)$, avec α la part des salaires dans la valeur ajoutée, K le stock de capital, L l'emploi et Y la production.

On peut ensuite décomposer l'évolution de la productivité du travail en fonction de la PGF et de la croissance de l'intensité capitalistique :

$$\left(\frac{\dot{Y}}{L}\right) = PGF + (1-\alpha)\left(\frac{\dot{K}}{L}\right)$$

(66,7 par million de personnes actives en 2002, contre 335,3 en moyenne dans l'UE15). Seuls le Portugal et la Grèce font moins bien.

En revanche, la nette progression du niveau de qualification de la population en âge de travailler durant les dernières décennies est de bon augure pour les prochaines années. Ainsi, la part des personnes ayant atteint l'enseignement supérieur est désormais similaire en Espagne et dans la moyenne des pays de l'OCDE (tableau 3). Cependant, des problèmes importants subsistent au niveau de l'accès à l'enseignement secondaire, avec une part des personnes ayant atteint le deuxième cycle du secondaire bien moindre en Espagne que dans la moyenne des pays de l'OCDE (43 % et 66 % respectivement). Ce constat d'ensemble masque cependant le fait que les classes d'âge les plus jeunes sont mieux formées que les plus anciennes. Ainsi, parmi les 55-64 ans, seuls 19 % ont atteint le deuxième cycle du secondaire et 11 % l'enseignement supérieur. En revanche, parmi les 25-34 ans, ils représentent respectivement 60 % et 38 %. De ce fait, dans cette classe d'âge, l'écart est relativement faible par rapport aux autres pays de l'OCDE dans le secondaire (15 points de pourcentage seulement) et la part ayant atteint le supérieur est même nettement supérieure en Espagne. La réduction de l'écart entre l'Espagne et les autres pays développés au niveau du secondaire devrait se poursuivre pour les jeunes classes d'âge, notamment parce que l'enseignement n'est obligatoire jusqu'à 16 ans que depuis 1990 (14 ans auparavant), ce qui ne se reflète qu'en partie dans les chiffres des 25-34 ans de 2003.

3. Niveau de formation atteint par classe d'âge en 2003

En % de chaque classe d'âge

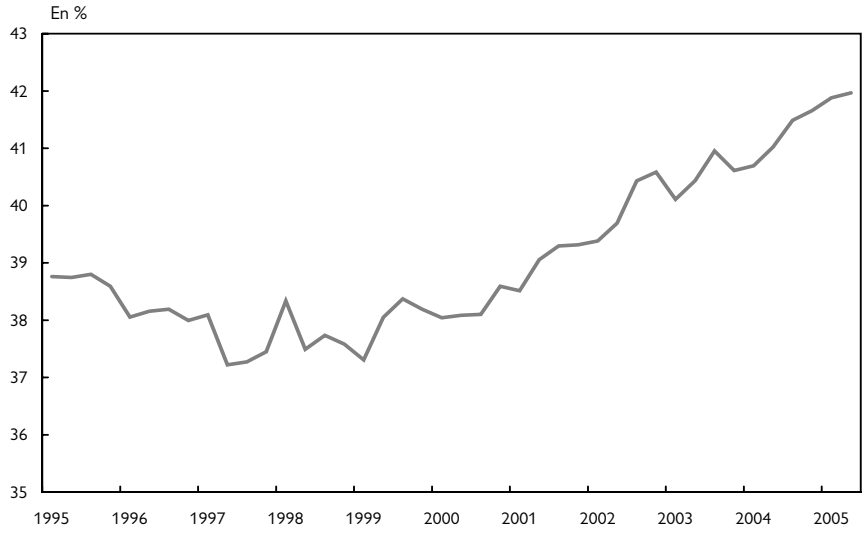
	25-64	25-34	35-44	45-54	55-64
Deuxième cycle du secondaire					
Espagne	43	60	48	33	19
Moyenne des pays de l'OCDE	66	75	70	62	51
Écart (en points de %)	– 23	– 15	– 22	– 29	– 32
Enseignement supérieur					
Espagne	25	38	27	18	11
Moyenne des pays de l'OCDE	24	29	26	22	17
Écart (en points de %)	+ 1	+ 9	+ 1	– 4	– 6

Source : Regards sur l'éducation (OCDE, 2005).

Les entreprises espagnoles créent beaucoup d'emplois, mais avec pour contrepartie une croissance quasi-nulle des salaires réels par tête. En effet, la conjonction de créations d'emplois peu qualifiés dans leur grande majorité et d'une forte immigration limite les pressions salariales qui pourraient se faire jour avec la forte réduction du taux de chômage.

Mais l'élément déterminant est le maintien d'une inflation élevée, qui érode les salaires nominaux, mais permet aux entreprises de maintenir et même d'améliorer leurs marges (graphique 11). Jusqu'à maintenant, malgré la faible progression des salaires réels, le dynamisme de l'emploi et des crédits a été suffisant pour soutenir la consommation et l'investissement en logement. Le rattrapage du PIB/tête repose donc entièrement sur les performances en termes d'emplois, le niveau de la productivité espagnole s'écartant au contraire du niveau moyen européen. Les réformes du marché du travail de la deuxième moitié des années 1990 ont sans doute contribué aux créations d'emplois récentes, même s'il est délicat de conclure quant aux effets respectifs des baisses de cotisations sociales (qui sont seulement temporaires) et des réductions de coûts de licenciement qui s'appliquent dorénavant à la plupart des nouveaux contrats permanents (encadré 3). Cependant, ces réformes n'ont que partiellement rempli leur principal objectif, à savoir favoriser les contrats permanents : si ces derniers ont représenté près de 65 % des créations d'emplois salariés depuis le début de 1997, la part des emplois temporaires reste élevée (32,5 % des contrats en 2004, contre 35,2 % à la mi-1995). En comparaison, la part des contrats temporaires dans l'UE15 n'est que de 13,6 % en 2004. De plus, la durée de ces contrats est faible : 63 % étaient d'une durée inférieure ou égale à 6 mois en 2005. De ce fait, l'ajustement de l'emploi est rapide, aussi bien en période d'expansion que de ralentissement.

11. Taux de marge des branches principalement marchandes



Note : ce taux de marge est le rapport de l'excédent brut d'exploitation sur la valeur ajoutée, corrigé du taux de salarisation.
Source : INE.

3. Des réformes du marché du travail tous azimuts

La législation du travail, qui était très stricte en matière de licenciement au temps du franquisme *, a été profondément réformée en 1984. Il s'agissait d'introduire plus de flexibilité dans les embauches et les licenciements, en facilitant le recours au travail temporaire : il n'était désormais plus nécessaire de justifier le recours aux CDD par des besoins spécifiques et temporaires, ceux-ci pouvant être renouvelés sur une période de 3 ans. Dans un contexte de chômage massif, le volume des créations d'emplois primait alors sur leur qualité. La réglementation sur les contrats permanents n'ayant pas été modifiée (avec une protection toujours forte), la conséquence a été une explosion du nombre de contrats temporaires : alors que leur part se situait autour de 10 % de l'emploi salarié en 1984, elle atteignait déjà 30,2 % en 1990, avant le pic de la mi-1995 à 35,2 %. D'où l'apparition d'une véritable segmentation du travail entre ceux qui bénéficient de contrats permanents et ont peu de crainte pour leur emploi et ceux qui cumulent les contrats à durée déterminée. À partir du milieu des années 1990, face aux résultats très décevants en matière de taux de chômage de la réforme de 1984, différentes réformes ont cherché à limiter le recours au travail temporaire et à développer les contrats à temps partiel.

La première réforme, en 1994, sous le gouvernement socialiste, a rétabli le principe de causalité pour embaucher en CDD (avec la nécessité de justifier le recours à ce type de contrats), sauf pour les plus de 45 ans et les chômeurs de longue durée. En contrepartie, les conditions de licenciement ont été assouplies. Cependant, l'effet de ces mesures sur l'emploi temporaire n'ayant pas été probant, une nouvelle réforme est intervenue en 1997, après l'arrivée des conservateurs au pouvoir, pour favoriser les embauches en contrat permanent. Les négociations entre partenaires sociaux ont conduit à un accord dont les principales mesures étaient les suivantes :

— L'embauche en CDD sur le principe de causalité concerne désormais toutes les catégories de personnes.

— Un nouveau contrat à durée indéterminée est créé pour certaines catégories de travailleurs (les moins de 30 ans, les plus de 45 ans, les chômeurs de longue durée, les handicapés et les salariés dont le CDD était transformé en CDI) avec un coût de licenciement et des cotisations sociales moindres, entraînant une réduction des charges sociales, durant les deux premières années, comprise entre 40 et 90 % selon les catégories de travailleurs pour les deux premières années du contrat généralement. Ce dispositif a été reconduit en 1999 avec une réduction un peu inférieure des cotisations, puis en 2001. Par exemple, pour les jeunes de moins de 30 ans, la baisse des cotisations était de 40 % pour les contrats signés en 1997 et 1998 durant les deux premières années du contrat, puis de 35 % et de 25 % pour les contrats signés après 1999 respectivement durant la première et la deuxième années du contrat.

En 1998, un accord pour promouvoir l'emploi stable à temps partiel, dans le but de le substituer aux emplois temporaires, a été conclu. Il s'agissait d'inciter les travailleurs à accepter ce contrat, en instituant une réglementation plus stricte concernant la durée du travail et son organisation.

Les négociations entre les partenaires sociaux lancées en 2000 n'ayant pas abouti, le gouvernement a décidé de légiférer sur plusieurs sujets. Les nouvelles mesures de mars 2001 ont prolongé l'utilisation du CDI introduit en 1997, avec toujours une baisse temporaire des cotisations sociales. Par ailleurs, la réforme de mars 2001 a assoupli très largement les règles concernant le travail à temps partiel (élargissement de la définition du travail à temps partiel et libre répartition

* Le faible développement du système de protection sociale, et en particulier de l'indemnisation du chômage, trouvait sa contrepartie dans une protection élevée des salariés en CDI.

des heures supplémentaires dans l'année), en prenant le contre-pied de la réforme précédente dont les résultats n'avaient pas été à la hauteur des attentes. Cette flexibilisation du marché du travail s'est faite en désaccord avec les syndicats. Concernant les CDD, une indemnité de licenciement a été introduite. Cependant, le montant de cette indemnité reste faible et donc peu dissuasif.

En 2002, le gouvernement a adopté deux mesures concernant les indemnisations du chômage : il s'agissait d'établir des critères plus stricts pour recevoir des allocations chômage (en lien notamment avec la mobilité des travailleurs) mais aussi de réformer le système d'indemnisation des travailleurs agricoles dans les régions d'Andalousie et d'Estrémadure qui bénéficient de mesures particulières. Ces réformes, auxquelles les syndicats étaient opposés, ont finalement été en partie retirées après la grève générale de juin 2002.

Au global, les mesures visant à favoriser l'embauche en CDD ont été suivies d'un reflux de la part des CDD dans l'emploi salarié. Il faut cependant distinguer deux comportements : dans le secteur privé, la part de l'emploi temporaire est passée de 39 % au début de l'année 1997 à 35,4 % à la fin 2004 ; en revanche, les CDD ont vu leur poids s'accentuer dans le secteur public (de 15,7 % début 1997 à 22,7 % fin 2004), les restrictions budgétaires de la seconde moitié des années 1990 ayant conduit les autorités à remplacer une partie des fonctionnaires partant à la retraite par des embauches à durée déterminée. Aujourd'hui, la part élevée des contrats temporaires n'est qu'en partie justifiée par l'importance des secteurs à forte activité saisonnière (agriculture, tourisme ou construction) et la fraude sur ce type de contrats demeure importante, avec notamment la succession abusive de contrats temporaires.

La forte part des contrats temporaires pose la question de l'indemnisation du chômage (tant en termes de taux de couverture que de taux de remplacement). En effet, si le taux de remplacement est globalement proche de la moyenne des pays européens, ce n'est pas le cas du taux de couverture qui est plus faible, car les conditions d'attribution (en termes de durée de cotisation par exemple) pénalisent les salariés précédemment en CDD qui n'ont souvent pas cotisé assez pour percevoir une allocation.

À ce problème de segmentation entre emplois temporaires et permanents vient s'ajouter l'exclusion d'une partie des jeunes et des femmes du marché du travail. Si les femmes sont de plus en plus présentes sur le marché du travail (avec un taux d'activité de 57,7 % en 2004, contre 62,8 % pour l'UE15), elles sont beaucoup moins nombreuses que les hommes, dont le taux d'activité a atteint 81,6 % en 2004 (soit 2,8 points de pourcentage de plus que dans l'UE15). Une des principales explications réside dans la conjugaison de difficultés importantes pour la garde des enfants et d'un faible temps partiel des femmes espagnoles par rapport aux autres pays européens (17,2 % en Espagne en 2004, contre 31,2 % dans l'UE15), l'insertion des femmes sur le marché du travail ayant souvent lieu par le biais du temps partiel. Par ailleurs, leur taux de chômage reste plus élevé (15,1 % en 2004, contre 9,1 % pour l'UE15). Le dernier problème concerne l'insertion des jeunes sur le marché du travail. Outre que leur taux de chômage est plus élevé, quand ils trouvent un emploi, les postes qu'ils occupent sont généralement à durée déterminée. Ainsi, en 2005, 66,4 % des

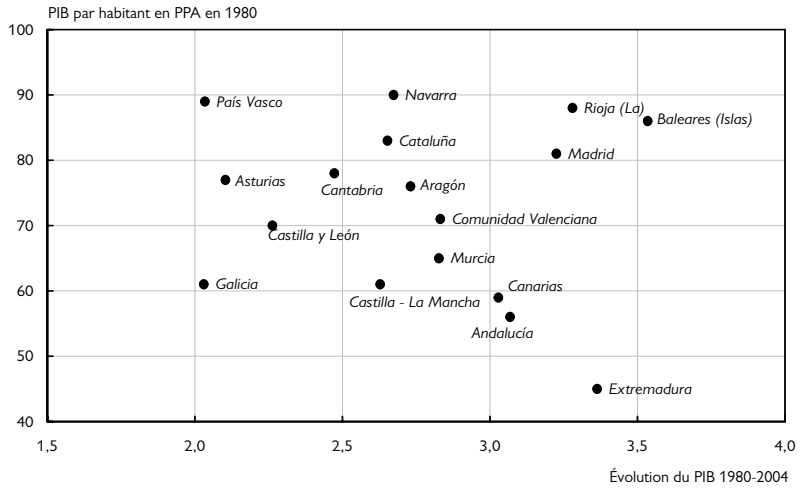
moins de 25 ans étaient en CDD et ce pourcentage atteignait encore 46,3 % pour les 25-29 ans. La segmentation du marché du travail espagnol est donc importante.

En résumé, depuis le milieu des années 1990, une croissance auto-alimentée s'est mise en place en Espagne : la consommation et l'investissement en logement ont dopé l'activité et donc entraîné des créations d'emplois, lesquelles ont généré des revenus qui, à leur tour, ont stimulé la consommation. Cette croissance a été tirée par les secteurs abrités (construction, services). Cependant, l'économie espagnole est très dépendante de la politique monétaire européenne. Si les taux repartaient nettement à la hausse ou si l'activité dans le secteur de la construction se retournait (avec la fin des anticipations de hausse des prix), c'est un des pans les plus dynamiques de l'économie qui en serait affecté : l'emploi dans ce secteur très cyclique en pâtirait rapidement (comme ce fut le cas par exemple au début des années 1990), eu égard à la proportion élevée de contrats à durée déterminée. Le recul de l'investissement en logement s'accompagnerait d'un tassement de la consommation et au final d'une moindre croissance. De plus, un élément exogène soutiendra moins le secteur de la construction dans les années qui viennent : il s'agit de la réduction dès 2007 des fonds structurels, qui ont en partie financé des projets d'investissement en infrastructures, du fait de l'élargissement de l'Europe (encadré 4).

4. Un rattrapage des régions inachevé malgré les fonds structurels

Depuis le début des années 1980, les PIB par habitant des différentes régions espagnoles ont eu tendance à converger dans une certaine mesure (en particulier depuis 1996). En effet, en juxtaposant le PIB par habitant des 17 régions espagnoles en 1980 (hors les enclaves de Ceuta et Melilla) et leur évolution depuis lors, on constate que les régions les plus en retard ont globalement crû plus vite que les autres (graphique). Malgré cela, les déséquilibres territoriaux restent importants. En termes de PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat, selon les données de l'institut de statistiques espagnol pour l'année 2004, si le niveau espagnol représente 98 % du niveau de l'UE à 25, certaines régions se détachent nettement : c'est le cas de Madrid (129 %), de la Navarre (124,6 %), du Pays Basque (122,9 %) ou de la Catalogne (117,8 %). En revanche, un certain nombre de régions sont nettement à la traîne, comme l'Andalousie (75,7 %) ou l'Estrémadure (65,2 %). Ces résultats se recoupent globalement avec ceux en matière de taux de chômage. En effet, la part élevée de CDD, la faiblesse structurelle de l'offre locative et la récente hausse des prix de l'immobilier sont autant d'éléments qui limitent la mobilité interrégionale des travailleurs, qui n'est ainsi pas ou peu à même de réduire l'écart de taux de chômage important entre les régions. Ce dernier est ainsi compris entre 5,6 % et 17,6 % en 2004.

Rattrapage régional depuis 1980



Sources : Eurostat, INE.

Ces déséquilibres territoriaux ne sont pas l'apanage de l'Espagne et concernent la plupart des grands pays européens qui connaissent généralement une forte dispersion du niveau de vie selon les régions. Mais, en Espagne, la forte proportion de régions clairement éloignées de la moyenne européenne rend ce constat plus frappant. Pour pallier à ces inégalités territoriales, les régions espagnoles reçoivent des fonds structurels européens depuis 1986. Ces fonds concernent principalement les régions dont le PIB par habitant est inférieur à 75 % de la moyenne européenne, mais l'Espagne reçoit aussi des fonds de cohésion depuis 1993 (du fait d'un PIB par tête inférieur à 90 % de la moyenne européenne) pour le développement des transports, ce qui a bénéficié par ricochet aux différentes régions. Sur la période 1996-2003, les fonds structurels et le fonds de cohésion ont représenté en moyenne 1,1 % du PIB espagnol chaque année. Selon de la Fuente (2003), les fonds structurels ont contribué, en moyenne chaque année, pour 0,65 point de pourcentage à la croissance des 11 régions aidés entre 1994 et 2007.

Cependant, la manne européenne est amenée à se réduire considérablement du fait de l'élargissement de l'Union européenne. Entre 2007 et 2013, seules quatre régions recevront encore des fonds structurels (Andalousie, Galice, Estrémadure et Castille La Manche) puisqu'elles avaient un PIB par habitant inférieur à 75 % de la moyenne de l'Union européenne élargie sur la période 2000-2002 retenue pour l'attribution de ces fonds. Sept régions ne recevront plus de fonds : quatre les perdent du fait du passage de 15 à 25 membres qui pousse à la baisse le PIB par habitant européen (Asturies, Murcie, Ceuta et Melilla) et trois les perdent du fait de la hausse de leur PIB par habitant (Canaries, Castille Leon et Valence). L'Espagne a cependant réussi à négocier le maintien du fonds de cohésion jusqu'en 2013, malgré un PIB par habitant dorénavant supérieur à la limite fixée.

L'inflation a joué un rôle positif sur la croissance, puisqu'elle a favorisé la demande intérieure dans les secteurs abrités, *via* la faiblesse des taux d'intérêt et le *boom* de l'endettement, mais elle a aussi entraîné une dégradation de la compétitivité. En effet, la contribution du commerce extérieur à la croissance du PIB a été nettement négative depuis 1998 et le déficit extérieur s'est creusé. Le différentiel de croissance important avec ses principaux partenaires commerciaux en est sans doute une des explications, mais, phénomène nouveau, les entreprises espagnoles voient également leurs parts de marché à l'exportation se réduire depuis 2004. Est-ce principalement dû à l'appréciation de l'euro, ou bien le secteur exposé, l'industrie, souffre-t-il de réels problèmes de compétitivité ? Dans ce cas, dans quelle mesure, si la construction soutenait moins la croissance, l'industrie et plus généralement la contribution extérieure serait-elle à même de prendre le relais comme ce fut le cas au milieu des années 1990, où la forte croissance des exportations avait permis à l'économie espagnole de sortir de la récession de 1992-1993 ? L'industrie espagnole est-elle vouée à disparaître peu à peu, avec le développement d'une économie basée sur les services, ou peut-elle encore tirer son épingle du jeu alors que la concurrence des nouveaux pays membres de l'Union européenne se fait de plus en plus pressante ?

2. Un commerce extérieur en butte aux problèmes de compétitivité

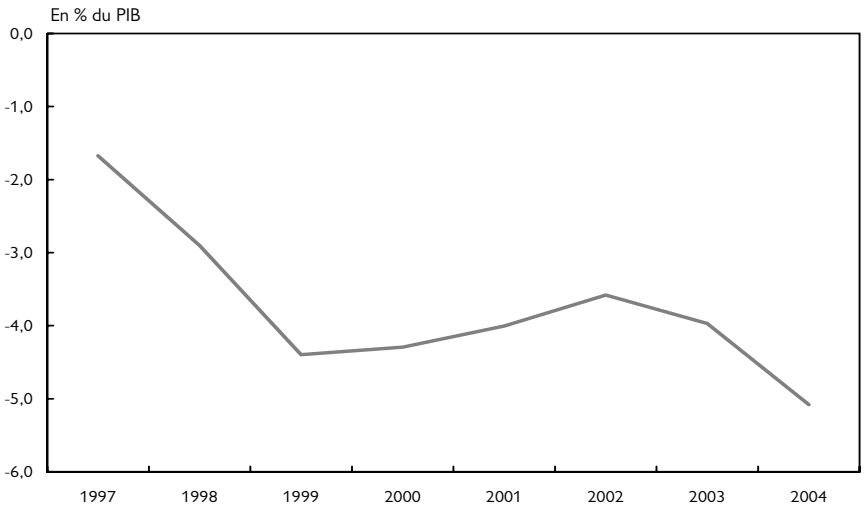
Face à la stabilité du taux d'épargne global (la hausse de l'épargne publique compensant juste la baisse de l'épargne privée), pour financer l'investissement productif et l'investissement en logement, l'économie espagnole a dû s'endetter fortement auprès de l'extérieur, d'où la réapparition d'un déficit courant depuis 1998. En effet, la réduction de l'excédent des services, principalement alimentée par les revenus liés au tourisme, s'est combinée à une dégradation du déficit commercial. Le surplus lié au tourisme, qui représentait 4,2 % du PIB en 2001, n'atteignait plus que 3,4 % en 2004. Non seulement le nombre de touristes s'est tassé, mais les dépenses par touriste ont diminué [8].

Alors que le déficit commercial était en nette réduction au début des années 1990 et de l'ordre de 2 % du PIB entre 1995 et 1997, il s'est dégradé depuis la fin des années 1990 (graphique 12). En effet, le rythme de croissance des exportations a ralenti plus tôt que celui des

8. Ce secteur a pâti d'une demande moins forte émanant des pays européens du fait du ralentissement. Mais il commence surtout à souffrir de la concurrence d'autres pays dont les prix sont plus avantageux et le type d'accueil similaire (d'autant que la baisse des prix des transports renforce l'attractivité de destinations lointaines).

importations. Au-delà du différentiel de croissance espagnol avec ses principaux partenaires commerciaux européens, la spécialisation sectorielle des exportations espagnoles, combinée à une dégradation de la compétitivité dans un contexte de forte concurrence, explique pourquoi le déficit commercial s'est tant détérioré durant ces dernières années.

12. Solde commercial, hors énergie



Source : INE.

2.1. La spécialisation géographique et sectorielle espagnole…

Depuis le milieu des années 1980, la part des exportations vers l'UE15 dans l'ensemble des exportations espagnoles a nettement augmenté, passant de 53,4 % en 1985 à 73,9 % en 2004. Les exportations espagnoles sont plus particulièrement orientées vers la France (19,4 % en 2002), l'Allemagne (11,7 %), le Portugal (9,7 %), l'Italie et le Royaume-Uni (9 % chacun). En revanche, l'Espagne exporte peu vers les États-Unis (4 %) ou vers les pays d'Asie (5,5 %). Or les marchés européens ont crû moins rapidement que ceux des États-Unis et de l'Asie, en particulier la Chine, au cours de la dernière décennie, et ont donc vu leur part stagner dans les importations mondiales de biens, contrairement aux deux autres zones (tableau 4). Cette orientation géographique est donc relativement défavorable aux exportations espagnoles.

4. Répartition géographique des importations mondiales et croissance annuelle des importations

En %

	1995	2003*	Variation annuelle moyenne des importations entre 1995 et 2003*
États-Unis	15,7	18,7	6,7
Europe	39,7	39,6	4,4
Allemagne	9,6	8,9	3,4
France	5,6	5,4	3,8
Italie	4,1	4,2	4,7
Portugal	0,7	0,7	4,3
Royaume-Uni	5,5	5,7	5,0
Asie	21,1	22,9	5,2
Chine	2,3	4,5	14,4
Monde	100	100	4,4

* 2002 pour l'Asie.
Source : CEPII-CHELEM.

La structure des exportations espagnoles manufacturières vers l'UE15 par intensité technologique est relativement proche de celle des importations européennes, à l'exception de la part des exportations à haute et à moyenne-haute technologie (tableau 5). Les exportations espagnoles de produits à moyenne-haute technologie représentent une part plus élevée, principalement du fait des ventes de véhicules (33 % des exportations espagnoles vers l'Europe en 2002). Les exportations espagnoles sont en revanche moins orientées vers les produits à intensité technologique élevée que les importations de l'UE15, alors que c'est la gamme de produits dont la part a le plus crû dans les importations européennes entre la période 1998-2002 et 1993-1997 (+ 5 points de pourcentage). Au contraire, les produits à basse ou à moyenne-basse technologie ont vu leur part se réduire (de respectivement 1,5 et 3 points). Or ces industries traditionnelles demeurent plus importantes en Espagne que dans la plupart des pays européens : c'est le cas des produits agricoles et agroalimentaires (8,4 % des exportations vers l'Europe en 2002, et 16,4 % des exportations totales) et du textile (6,7 % des exportations vers l'Europe), même si leur part dans les exportations totales a diminué durant la dernière décennie.

La spécialisation productive et exportatrice espagnole étant largement fondée sur des produits à faible ou à moyenne intensité technologique, deux problèmes se posent. Le premier est lié au fait que la demande internationale est peu vigoureuse sur ces activités matures, au contraire des produits à haute technologie. Le deuxième est lié à la plus forte élasticité de la demande aux prix des exportations de produits

à moins fort contenu en technologie. En effet, les différences de qualité comptent peu, au contraire des produits à plus fort contenu technologique. Or l'Espagne, dont l'industrie s'est développée sur la base de coûts salariaux très avantageux, doit désormais faire face à une concurrence accrue de pays à faible coût (principalement pays de l'Est et asiatiques), d'autant plus qu'au différentiel d'inflation avec ses principaux partenaires européens s'est ajoutée l'appréciation de l'euro entre 2001 et 2004.

5. Structure par intensité technologique des flux de produits manufacturiers*

En %, moyenne 1998-2002

	Haute	Moyenne haute	Moyenne basse	Basse	Total
Exportations espagnoles vers l'UE15	9,5	52,1	18,1	20,4	100
Importations de l'UE15	25	36,4	15,4	23,2	100

* Cette décomposition est basée sur la méthodologie de l'OCDE qui distingue 4 catégories selon leur intensité technologique : élevée (construction aéronautique, produits pharmaceutiques, machines de bureaux et équipements informatiques, matériel électronique et de communication, instruments médicaux, d'optique et de précision), moyenne-élevée (machines et matériel électriques, construction de véhicules, produits chimiques, matériel ferroviaire et équipement de transport, machines et équipements mécaniques), moyenne-basse (produits pétroliers raffinés, articles en caoutchouc et en matières plastiques, industrie navale, produits minéraux non métalliques, produits métallurgiques de base) et basse (alimentation, boisson et tabac, textile, articles d'habillement, cuir et chaussures, bois, pâtes, articles en papier, imprimerie et édition).
Sources : Bravo et Garcia (2004), d'après la base STAN de l'OCDE.

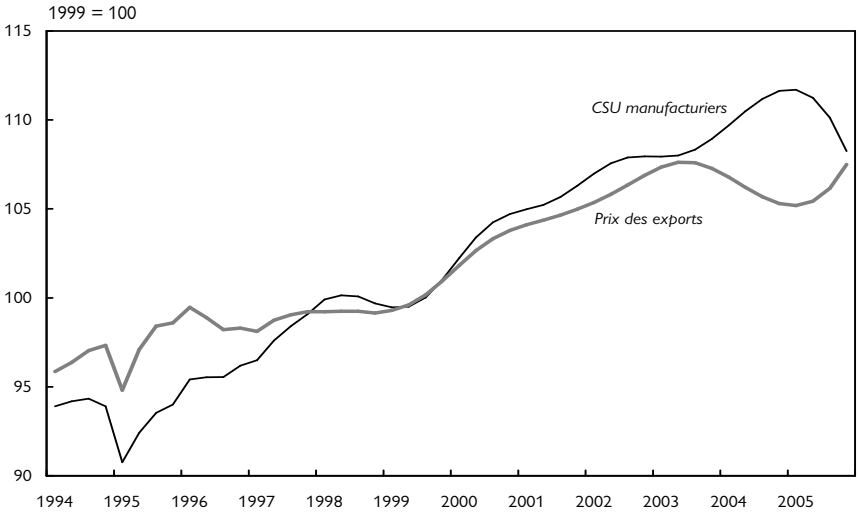
2.2. … accroît l'impact d'une compétitivité à l'exportation de moins en moins avantageuse…

L'Espagne a longtemps bénéficié d'un avantage de compétitivité vis-à-vis de l'Europe, issu du bas niveau des coûts et des prix relativement à l'Europe, et des dévaluations du début des années 1990. Entre 1992 et 1995, la peseta a été dévaluée quatre fois par rapport à l'écu, perdant 23 % de sa valeur au total, ce qui a permis au taux de change effectif espagnol de récupérer le terrain perdu lors de l'appréciation de la fin des années 1980. Entre 1995 et 1999, le processus de désinflation s'est poursuivi en Espagne, mais l'inflation espagnole est restée supérieure à celle de la zone euro. De ce fait, si la peseta s'est légèrement dépréciée en termes nominaux durant cette période, la croissance plus élevée des coûts et des prix s'est traduite par une dégradation de la compétitivité (graphique 13). Après l'entrée de l'Espagne dans l'UEM en 1999, le différentiel d'inflation avec la zone euro s'est accru (1,2 point en moyenne par an entre 1999 et 2004). L'appréciation du taux de change réel s'est donc poursuivie. Ainsi, la compétitivité, mesurée par le prix des exportations espagnoles relativement à celui de la zone euro, s'est

détériorée de 13 % depuis le début de 1995. Si l'on s'intéresse à la compétitivité en termes de coûts salariaux unitaires dans le secteur manufacturier (qui concentre plus des trois quarts des exportations de biens), le constat est même un peu plus sévère : depuis 1995, la détérioration de la compétitivité atteint 19 %.

L'inflation espagnole est plus élevée que la moyenne européenne dans quasiment tous les secteurs. C'est dans les services que l'inflation est la plus élevée (3,7 % en moyenne par an depuis 1999, contre 2,1 % dans la zone euro), mais elle n'est pas négligeable non plus dans le secteur manufacturier (1,7 %, contre 0,7 % dans la zone euro), le plus exposé à la concurrence internationale. Des hausses de salaires plus fortes, et surtout des gains de productivité plus faibles expliquent la persistance d'une inflation espagnole plus élevée dans les principaux secteurs, les services se caractérisant aussi par des marges élevées des entreprises (encadré 5).

13. Taux de change effectif réel de l'Espagne vis-à-vis de la zone euro selon différents déflateurs



Source : Commission européenne.

5. Quels sont les facteurs à l'origine du différentiel d'inflation entre l'Espagne et la zone euro ?

Depuis l'entrée de l'Espagne dans l'UEM en 1999, l'inflation a été de 3,1 % par an en moyenne. De ce fait, le différentiel d'inflation avec la zone euro est resté élevé, à 1,2 point de pourcentage. Les écarts les plus importants ont été observés dans les secteurs de l'alimentation (1,7 point) et des services (1,6 point) [1]. L'écart dans le secteur manufacturier est important, mais dans une moindre mesure (1 point). Étant donnés les poids de ces différents secteurs dans les dépenses de consommation des ménages, leur contribution à l'écart d'inflation est de 0,3 point de pourcentage pour les biens manufacturés, de 0,4 point pour l'alimentation et de 0,5 point pour les services. Dans les secteurs abrités, non seulement la croissance des coûts salariaux est plus élevée que dans la zone euro et les gains de productivité sont plus faibles, mais les marges augmentent plus aussi. Dans le secteur exposé, si les salaires augmentent plus vite et, nouveauté, la productivité progresse moins vite, en revanche, les marges des entreprises sont similaires à celles de la zone euro. Quels sont les arguments avancés pour expliquer ces phénomènes ?

Le fait que le différentiel d'inflation soit plus fort dans les services que dans le secteur manufacturier pourrait être dû à l'effet Balassa-Samuelson [2], qui n'aurait donc rien de dommageable tant que l'économie n'a pas complètement rattrapé le niveau de vie européen. Cependant, comme aucun rattrapage de la productivité n'est observé dans le secteur manufacturier (comme on l'a vu dans la première partie), que l'inflation dans ce secteur est aussi plus forte et que la hausse des prix des services n'est pas seulement liée aux augmentations de salaires mais aussi à des marges des entreprises plus élevées, cet effet n'est donc plus à l'origine de l'écart persistant d'inflation. Ceci est confirmé par différentes études qui concluent à un épuisement de cet effet (Canzoneri *et al.*, 2002 ; Lommatzsch et Tober, 2003).

Les pressions de la demande sont une autre explication avancée pour justifier cet écart d'inflation. Mais la comparaison des *outputs gap* amène à relativiser ce jugement, sauf dans la période récente où l'écart de production espagnol est resté positif contrairement à celui de la zone euro qui s'est nettement dégradé. Il n'en demeure pas moins que les pressions de la demande sont très différentes selon les secteurs : fortes dans les secteurs abrités (construction et services), elle le sont nettement moins dans le secteur exposé.

De plus, il semble que dans les secteurs abrités, la demande élevée se conjugue à une moindre concurrence, amplifiant le différentiel d'inflation. Dans ces secteurs, les entreprises peuvent en effet répercuter plus facilement les hausses de salaires sur les prix et ainsi conserver leurs marges (si ce n'est les augmenter). Les secteurs de la construction et des services ont ainsi connu une croissance élevée de leurs marges depuis quelques années, alors que les entreprises industrielles parvenaient tout juste à les stabiliser, au prix d'une contraction de l'emploi, ce secteur ayant perdu 100 000 emplois entre début

1. L'écart atteint même 2,2 points en ce qui concerne les loyers, du fait de la répercussion de la hausse des prix immobiliers. Mais l'influence de ce poste sur l'inflation globale est faible : étant donné le pourcentage de propriétaires particulièrement élevé (82 % fin 2001), les loyers effectifs représentent une faible part des dépenses de consommation des ménages et donc de l'indice des prix à la consommation (2,3 %, contre par exemple 6,1 % en France).

2. Selon cet effet qui concerne les pays dont la convergence réelle n'est pas achevée, le rattrapage de la productivité, dans le secteur exposé à la concurrence internationale (principalement les biens industriels), s'accompagne de hausses de salaires dans ce secteur. Ces dernières se répercutent dans les secteurs abrités (services et construction), sans qu'une amélioration de la productivité ne le justifie, ce qui entraîne une augmentation des prix relatifs dans ces secteurs. De ce fait, on observe un dualisme de l'inflation entre les secteurs des biens échangeables et non échangeables.

2001 et fin 2004. Les entreprises exportatrices ont même été contraintes de contracter leurs marges sur la période récente.

Les hausses de prix de production se répercutent ensuite dans une large mesure sur les salaires : en effet, la plupart des conventions collectives comprennent des clauses d'indexation sur l'inflation qui sont activées si l'inflation est supérieure à la référence utilisée lors des négociations. Or, ces clauses s'appliquaient en 2004 à 77 % des salariés couverts par une convention collective. Dans 60 % des cas environ, elles sont rétroactives, tandis que dans les 40 % restants, elles donnent lieu à des hausses de salaires plus importantes pour l'année suivante. Entre 1999 et 2004, elles ont ainsi conduit à une hausse supplémentaire des salaires de 0,4 point de pourcentage en moyenne par an. Si en général les augmentations de salaires accordées dans le cadre des conventions comprenant ces clauses sont plus faibles que les autres *ex ante*, en cas de choc inflationniste, les hausses de salaires seront plus élevées *ex post*. Si ce mécanisme permet aux salariés de limiter leur perte de pouvoir d'achat, elle favorise une inflation auto-entretenue et un risque de spirale inflationniste dans le cas d'un choc exogène, par exemple un choc pétrolier, du fait de la prise en compte de l'inflation et non de l'inflation sous-jacente dans ces négociations.

L'Espagne conserve-t-elle un avantage compétitif vis-à-vis des autres pays européens, au vu des évolutions récentes de coûts, de prix et de productivité ?

Selon les évaluations réalisées par le CEPII et la Caixa à partir de la méthode de parité des prix de production manufacturière (PPM) [9], en 2001, le niveau des prix espagnols dans l'industrie manufacturière restait inférieur de 37 % à celui du Royaume-Uni et de 25 à celui de l'Allemagne et de la France [10] (tableau 6). L'Espagne, dont la monnaie est entrée sous-évaluée dans la zone euro, bénéficie donc toujours d'un avantage de compétitivité par rapport au reste de l'UE15. Certes depuis 2001, les prix de production ont crû en moyenne en Espagne de 1 point de pourcentage de plus qu'en France et qu'en Allemagne. Mais en 2004, les prix espagnols restaient tout de même inférieurs de 22 % par rapport aux prix français et allemands.

Le rattrapage de la productivité apparente du travail en Espagne par rapport à l'Union européenne a pris fin en 1985. Depuis lors, l'écart avec les autres pays n'a cessé de se creuser. D'après les estimations du CEPII, alors qu'en 1995 le niveau espagnol était inférieur de seulement 5 % aux niveaux britannique et français et de 15 % au niveau allemand, en 2002, les écarts atteignaient respectivement 15 %, 20 %

9. Il s'agit d'une méthode développée par l'Université de Groningen dans le cadre du projet de comparaison internationale des prix de production. La méthodologie est proche de celle utilisée pour calculer les parités de pouvoir d'achat.

10. En s'appuyant sur les parités de pouvoir d'achat, les prix espagnols auraient été inférieurs de respectivement 34 % et 15 % par rapport aux prix allemands et français, ce qui reflète le fait que la demande finale de biens manufacturés est plus orientée que la production espagnole vers des produits plus chers et donc a priori de meilleure qualité.

et 25 %. La comparaison des productivités horaires du travail est encore plus défavorable pour l'Espagne du fait d'un moindre nombre d'heures travaillées en France et en Allemagne (de l'ordre de 15 %) : les productivités française et allemande dans le secteur manufacturier sont supérieures d'environ 40 % au niveau espagnol. En revanche, vis-à-vis du Royaume-Uni, le constat est proche, que l'on considère la productivité horaire ou par tête, le nombre d'heures travaillées étant légèrement plus élevé au Royaume-Uni qu'en Espagne.

Quant aux salaires horaires, à l'exception du Royaume-Uni où ils ont nettement augmenté par rapport aux salaires espagnols du fait principalement de l'appréciation de la livre, les autres pays ont vu leurs salaires stagner (France) ou diminuer relativement à l'Espagne (Allemagne). Le niveau des salaires espagnols reste cependant nettement inférieur : en 2002, les salaires allemands représentaient plus du double et les salaires français et britanniques environ 80 % de plus.

Il ressort donc que les coûts salariaux unitaires (CSU) restent nettement inférieurs en Espagne, même si l'avantage espagnol a diminué vis-à-vis de l'Allemagne et de la France. En 2002, ils étaient supérieurs d'environ 25 % en France, 50 % en Allemagne et 60 % au Royaume-Uni. La comparaison des prix et des CSU amène à conclure que l'Espagne conserve un avantage vis-à-vis de l'Allemagne, de la France et du Royaume-Uni, du fait de salaires encore faibles par rapport aux standards européens. Malgré un tassement récent, l'avantage espagnol vis-à-vis de l'UE15 est donc toujours d'actualité. Mais le problème vient dorénavant des biens produits par les nouveaux pays membres de l'UE25, qui sont en concurrence directe avec les exportations espagnoles à destination des pays de l'UE15.

6. Niveaux relatifs entre l'Espagne et différents pays européens en 1995 et 2002 *

Espagne = 100

	France		Allemagne		Royaume-Uni	
	1995	2002	1995	2002	1995	2002
Prix de production	145	125	145	125	110	137
Productivité par tête	105	120	115	125	105	115
Productivité horaire	115	142	130	145	102	112
Salaire horaire	180	178	230	215	128	175
Coûts salariaux unitaires	157	125	177	148	126	156

* 2001 pour les prix.
Source : La Caixa (2004).

2.3. … dans un contexte de concurrence accrue des nouveaux membres de l'Union européenne

Les coûts espagnols ne sont pas compétitifs au regard de ceux des nouveaux entrants. Selon Eurostat, les coûts horaires de main-d'œuvre dans l'industrie manufacturière de ces derniers étaient inférieurs de 86 % à la moyenne de l'UE15 en 2000, alors qu'en Espagne ils étaient inférieurs de seulement 33 % au niveau européen. Un marché potentiel important, une main-d'œuvre relativement qualifiée et à faible coût dans un contexte de libéralisation du commerce de ces pays avec l'UE15 sont autant d'éléments qui expliquent l'attraction des pays de l'Est pour les investisseurs. Les nouveaux entrants, tout comme l'Espagne dans les années 1980 [11], bénéficient donc depuis plusieurs années de flux d'IDE élevés : selon Martin Gonzalez et Turrion Sanchez (2004), la croissance moyenne annuelle du stock d'IDE entre 1992 et 2001 a été de 31,4 % dans les PECO (les huit pays de l'Est entrés en 2004 dans l'UE, la Bulgarie et la Roumanie), contre seulement 4,8 % en Espagne. Certes, la part des IDE dans le PIB est repartie à la hausse en Espagne depuis 1998 jusqu'à atteindre quasiment 7 % en 2000. Mais les IDE sont de moins en moins destinés à financer des activités manufacturières : leur part est passée de 40 % des flux reçus entre 1988 et 1992 à 16 % entre 1998 et 2004 selon Fernandez-Otheo (2005), alors que dans le même temps la part des services augmentait nettement. De plus, si l'Espagne reste l'un des plus importants destinataires d'IDE (le huitième en 2004 selon les données de la CNUCED), cette position est en partie fictive puisque, pour des raisons fiscales, un certain nombre de flux entrants viennent alimenter des flux sortants [12]. Hors raisons purement fiscales, si les IDE entrants en Espagne ont tendance à diminuer, les IDE sortants sont en revanche en forte croissance depuis le milieu des années 1990 [13]. De ce fait, les IDE nets sont négatifs depuis 1997 et ce sont les emprunts à l'étranger qui couvrent le besoin de financement espagnol.

11. En Espagne, le montant des IDE s'était nettement accru après son entrée dans la CEE en 1986, passant d'environ 1,5 % du PIB en 1986 à presque 3 % en 1990, avant de ralentir nettement du fait de la récession européenne de 1993. Ces investissements avaient alors favorisé l'émergence de nouvelles spécialisations sectorielles (dans l'industrie automobile en particulier), la diffusion d'innovations et le rattrapage de la productivité dans les secteurs concernés.

12. Depuis le milieu des années 1990, des avantages fiscaux concernent les rendements d'actifs d'entreprises espagnols dans des pays tiers. Pour en bénéficier, un certain nombre d'investisseurs étrangers créent des unités juridiques en Espagne, donnant lieu à des entrées et des sorties d'investissement direct de même montant, sans impact sur l'économie espagnole. Selon Fernandez-Otheo (2005), ils auraient représenté 58 % des IDE reçus par l'Espagne sur la période 1998-2004 et 37 % des IDE émis par l'Espagne.

13. Ils ont représenté 4,5 % du PIB en moyenne entre 1998 et 2004 selon Fernandez-Otheo (2005). De plus en plus d'entreprises espagnoles s'implantent en effet à l'étranger, en majorité en Amérique latine. Ce sont pour l'instant surtout des banques ou de grandes entreprises issues des secteurs de l'énergie, des transports ou des télécommunications. De plus, un nombre croissant d'entreprises possède des participations dans des entreprises étrangères (c'est le cas d'une entreprise manufacturière sur trois de plus de 200 salariés selon Costa, 2005), majoritairement au sein de l'UE15 et en Amérique latine.

Une réallocation des flux d'IDE vers les pays de l'Est est donc en cours. Une partie des investissements dans ces pays concerne les entreprises privatisées, l'autre correspond à des mouvements de délocalisations. Selon l'étude de Fernandez-Otheo et Myro Sanchez (2004), la vague de délocalisations d'entreprises manufacturières qui a débuté à la fin des années 1990 en Espagne a surtout profité aux pays de l'Est. Les délocalisations espagnoles entre 1999 et 2004 ont concerné, dans 80 % des cas, les branches à contenu technologique moyen ou élevé (transport, appareils électroniques et électriques) et ont été majoritairement destinées aux pays de l'Est (52 %), les autres délocalisations se partageant entre l'UE15, l'Afrique et l'Asie [14]. De plus, dans les trois quarts des cas, ce sont des entreprises à capitaux étrangers qui délocalisent, celles qui s'étaient installées en Espagne dans les années 1980.

Les investissements massifs de firmes étrangères dans les pays de l'Est ont favorisé le processus de modernisation, d'ouverture et de transformation de ces économies. Ceci s'est traduit par le développement d'activités dans des secteurs dans lesquels l'Espagne est spécialisée. C'est le cas principalement des biens à moyenne-haute technologie, en particulier les matériels de transport (tableau 7). C'est donc sur ces segments que la concurrence des pays de l'Est est la plus pressante pour l'Espagne, et non sur les segments à moindre contenu technologique dont les pays de l'Est se désengagent peu à peu, comme l'Espagne l'avait fait précédemment.

7. Structure des exportations espagnoles et des nouveaux pays membres vers l'UE15 par intensité technologique

En %

	Haute		Moyenne haute		Moyenne basse		Basse	
	1995	2001	1995	2001	1995	2001	1995	2001
Espagne	8	11	52	49	18	16	22	24
Nouveaux membres de l'UE	4	15	31	41	30	19	34	24

Source : Gordo (2004) d'après la base COMEXT d'Eurostat.

En résumé, les entreprises espagnoles souffrent de plus en plus de la concurrence des pays de l'Est et ce, à deux niveaux. D'une part, le tissu productif s'appauvrit avec les délocalisations d'entreprises vers les pays de l'Est. Désormais un certain nombre d'entreprises étrangères délocalisent une partie de leurs activités depuis les pays où elles

14. Entre 1990 et 1998, les délocalisations concernaient moins les secteurs à contenu technologique moyen ou élevé et étaient plus souvent à destination de l'UE15. Les délocalisations dans les secteurs traditionnels (textile, alimentation) étaient majoritaires et principalement à destination de l'Afrique (et du Maghreb en particulier) et de l'Asie.

s'étaient précédemment installées (l'Espagne en particulier) vers les pays de l'Est. Si certains secteurs de haute technologie (comme les machines de bureaux, les ordinateurs ou les instruments de précision) sont assez nettement affectés par la perte de ce capital étranger qui jouait un rôle essentiel dans l'apport et la diffusion de technologie, l'ampleur de ce processus de délocalisations semble cependant relativement limitée. D'autre part, comme la spécialisation sectorielle des pays de l'Est s'est rapprochée de celle de l'Espagne et qu'ils peuvent donc offrir des produits similaires à moindre coût, les exportations espagnoles en pâtissent. Au final, le problème de compétitivité qui touche l'industrie espagnole est d'autant plus important que cette dernière avait basé son développement depuis les années 1980 sur ses avantages en termes de coûts.

3. Conclusion : l'épuisement du « modèle » espagnol

Le cycle de croissance en Espagne depuis dix ans a été remarquable, tant par son ampleur que par sa durée. Cette performance est en grande partie fondée sur une conjonction exceptionnelle de facteurs favorables (montée en puissance des fonds structurels, baisse importante des taux d'intérêt) et s'appuie principalement sur la construction et des services peu productifs. Le rattrapage espagnol repose sur l'emploi et sur le renforcement de la spécialisation de l'économie dans des secteurs à faible valeur ajoutée, la productivité s'éloignant au contraire du niveau moyen européen. Or le bas niveau des coûts espagnols, qui était à la base de son attractivité et de son développement, est de moins en moins d'actualité du fait d'une inflation toujours plus élevée que celle de ses principaux partenaires européens : c'est donc du côté de la productivité et d'une différenciation des produits que les entreprises espagnoles doivent progresser pour rester compétitives dans un contexte de concurrence accrue des pays à moindre coût. Une spécialisation dans des produits à plus fort contenu technologique est désormais indispensable. Pour cela, une réorientation des fonds finançant l'investissement en logement vers des secteurs plus productifs est nécessaire pour assurer à moyen terme une convergence réelle plus saine et plus durable, même si les conséquences dans le secteur de la construction seront néfastes à court terme sur la croissance.

L'assainissement budgétaire mené dans la deuxième partie des années 1990 a laissé de côté plusieurs problèmes : un rattrapage inachevé en matière de protection sociale et un problème de financement du système de retraites qui va s'avérer particulièrement délicat en Espagne. À ces éléments vient s'ajouter la baisse des fonds structurels à partir de 2007, qu'il faudra compenser d'une manière ou d'une autre au risque de voir les déséquilibres régionaux s'accroître.

Pour l'instant, l'Espagne est restée à la traîne dans le domaine des innovations et les nouvelles technologies. Cependant, de nombreux points positifs émergent : le rattrapage en matière d'infrastructures a été important, le niveau de qualification a fortement progressé durant les dernières décennies, les autorités espagnoles ont pris conscience depuis quelques années de la nécessité d'accroître la part de la R&D dans les dépenses publiques. Le développement technologique est en effet très dépendant du secteur public, les PME qui dominent le tissu productif espagnol ayant des ressources trop limitées pour financer la R&D. De plus, un certain nombre de grandes entreprises espagnoles investissent et s'implantent désormais à l'étranger.

La croissance actuelle en Espagne, tant au niveau de sa composition que de son ampleur, n'apparaît pas soutenable à moyen terme, puisqu'elle est basée sur des facteurs favorables qui ne se renouvelleront pas. L'Espagne est condamnée à connaître une moindre croissance, à moins de se spécialiser dans des secteurs plus productifs.

Références bibliographiques

AYUSO J. et F. RESTOY, 2003 : « House prices and rent: an equilibrium asset pricing approach », *Working paper*, n° 0304, Banco de España.

BANQUE D'ESPAGNE, 2004 : *Informe anual*.

BENTOLILA S. et J. JIMENO, 2003 : « Spanish unemploymen : the end of the wild ride? », *CESifo Working paper*, n° 940, mai.

BRAVO S. et C. GARCIA, 2004 : « La cuota de mercado de las exportaciones españolas en la ultima decada », *Banco de España, Boletin economico*, avril.

CANZONERI M., R. CUMBY, B. DIBA et G. EUDEY, 2002 : « Productivity Trends in Europe: Implications for Real Exchange Rates, Real Interest Rates and Inflation », *Review of international economics 10 (3)*.

COMMISSION EUROPÉENNE, 2005 : « Country study: Spain in EMU : a virtuous long-lasting cycle ? », *Occasional papers*, février.

COMMISSION EUROPÉENNE, 2005 : *Employment in Europe*, Rapport annuel, septembre.

COSTA M. T., 2005 : « El factor empresarial », *in Lecciones de economia española*, sous la direction de J. L. GARCIA DELAGADO et R. MYRO, Civitas Ediciones.

DE LA FUENTE A., 2003 : « El impacto de los fondos estructurales : convergencia real y cohesion interna », *Estudios sobre la economia española*, FEDEA, mars.

DOLADO J., F. FELGUEROSO et J. JIMENO, 1999 : « Los problemas del mercado de trabajo juvenil en España : empleo, formacion y salarios minimos », *Ekonomiaz*, vol 43.

ESTRADA A. et J.D. LOPEZ-SALIDO, 2001 : « Accounting for Spanish productivity growth using sectorial data: new evidence », *Working paper*, n° 0110, Banque d'Espagne.

FAYOLLE J., 1996 : « Rattrapage, convergence, intégration : quelques enseignements à partir du cas espagnol », in *Europe, La nouvelle vague, perspectives économiques de l'élargissement*, sous la direction de J. LE CACHEUX, Collection Références/OFCE, Presses de Sciences Po.

FERNANDEZ-OTHEO C. M. et R. MYRO SANCHEZ, 2004 : « La deslocalizacion de empresas en España. La atraccion de la Europa Central y Oriental », *Revista de economia,* n° 818, Informacion Comercial Española, octobre-novembre.

FERNANDEZ-OTHEO C. M., 2005 : « Inversion directa extranjera », in *Lecciones de economia española*, sous la direction de J. L. Garcia Delagado et R. Myro, Civitas Ediciones.

FMI, 2004 : «Three current policy issues», *World Economic Outlook*, septembre.

GORDO E., M. GIL et M. PEREZ, 2003 : « La industria manufacturera española en el contexto europeo », *Boletin economico*, Banco de España, mars.

GORDO E., 2004 : « Los efectos de la ampliacion de la UE sobre la economia española: estructuras productivas y flujos comerciales », *Boletin economico*, Banco de España, juin.

IZQUIERDO M., E. MORAL et A. URTASUN, 2003 : « El sistema de negociacion colectiva en España: un analisis con datos individuales de convenios », *Documento ocasional*, Banco de España, n° 0302.

LA CAIXA, 2004 : « La competitividad de la economia espanola : inflacion, productividad y especializacion », *Coleccion Estudios Economicos*, n° 32.

LARRE B. et R.TORRES, 1991 : « La convergence est-elle spontanée ? Expérience comparée de l'Espagne, du Portugal et de la Grèce », *Revue économique de l'OCDE*, n° 16.

LOMMATZSCH K. et S. TOBER, 2004 : « The Inflation Target of the ECB: Does the Balassa-Samuelson Effect Matter? », *EUI Working Papers*, European University Institute, Robert Schuman Centre for Advanced Studies, Working Paper 2004/19.

LOPEZ-SALIDO J. D. et F. RESTOY, 2005 : « Los diferenciales de inflacion en la UEM: el caso de la economia española », Banco de España, *Boletin economico*, novembre.

MARTIN GONZALEZ C. et J. TURRION SANCHEZ, 2004 : « Los determinantes de la inversion extranjera directa en la UE y los PECO », Informacion Comercial Española, *Revista de economia*, n° 814, mars-avril.

MARTINEZ J. et L.A. MAZA, 2003 : « Analysis of house prices in Spain », *Working paper*, n° 0307, Banco de España.

OCDE, 2003 : Espagne, *Études économiques de l'OCDE*, mai.

OCDE, 2005 : Espagne, *Études économiques de l'OCDE*, avril.

OCDE, 2005 : *Perspectives de l'emploi*.

OCDE, 2005 : *Regards sur l'éducation – Les indicateurs de l'OCDE*.

PRADOS DE LA ESCOSURA L. et J. C SANZ, 1996 : « Growth and macroeconomic performance in Spain 1939-93 », in *Economic growth in Europe since 1945*, sous la direction de N. Crafts et G. Toniolo, Cambridge University Press.

VAN DEN NOORD P., 2005 : « Tax incentives and house price volatility in the euro area : theory and evidence », *Économie internationale*, n° 101, CEPII, 1er trimestre.