Ofi invest
Asset Management

Parole *d'expert*



CROISSANCE ESPAGNOLE

Les trois visages de la croissance espagnole

Avec les élections anticipées en Espagne du 29 novembre, une année politique importante s'ouvre pour l'Europe. Trois des principales économies européennes se rendront aux urnes au cours des douze prochains mois. L'Espagne aborde cette nouvelle séquence politique dans un contexte économique particulièrement favorable. Romain Faquet, économiste stratégiste chez Ofi Invest AM, fait le point sur les trois principales caractéristiques de l'expansion espagnole.

Quatrième économie de la zone euro, l'Espagne affiche depuis plusieurs années une croissance qui fait figure d'exception en Europe, dépassant même celle des États-Unis. Cette performance contraste avec la dynamique beaucoup plus modeste de la moyenne de la zone euro, le tout pourtant en l'absence de majorité parlementaire pour passer un nouveau budget depuis trois ans.

Cette dynamique a largement contribué à l'amélioration des finances publiques ces dernières années. Elle a notamment permis au pays de réduire significativement le poids de la dette dans l'économie, son ratio de dette publique est passé de plus de 119 % du PIB en 2020 à moins de 100 % cette année, une tendance qui devrait se poursuivre au cours des prochaines années.

Les marchés ont également récompensé les bonnes performances économiques et budgétaires du pays. Le spread des obligations espagnoles à dix ans, qui mesure la prime de risque exigée par les investisseurs, évolue depuis 2024 à des niveaux inférieurs à celui de la France.

UNE CROISSANCE TIRÉE PAR LA DEMANDE

L'Espagne a généré une dynamique de croissance du PIB à faire pâlir d'envie les autres principales économies de la zone euro : 2,4 % en 2023, 3,7 % en 2024, 2,6 % en 2025, probablement encore 2,6 % en 2026[1]. Du point de vue de la demande, trois moteurs principaux expliquent cette forte croissance.

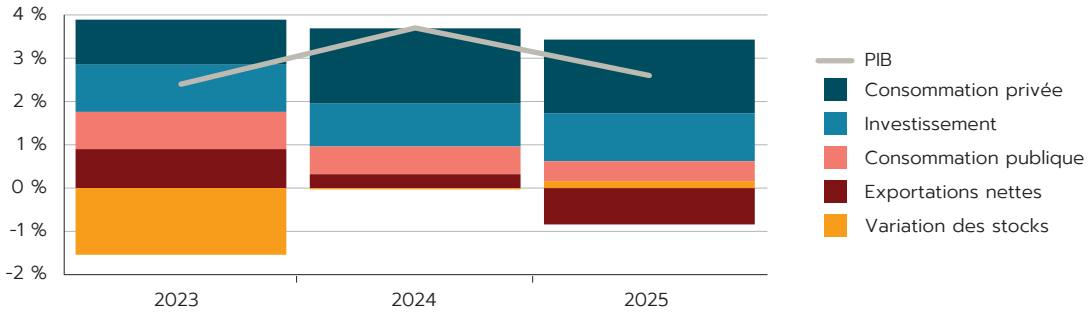
[1] *L'acquis de croissance annuelle du PIB espagnol à l'issue du troisième trimestre est déjà de 2,4 %.*

Achevé de rédiger
le 24/11/2026

Ofi invest
Asset Management

Parole d'expert

CONTRIBUTIONS À LA CROISSANCE DU PIB



Sources : Macrobond, Ofi Invest Asset Management au 19/11/2026

Premièrement, **la consommation des ménages a bénéficié d'une croissance dynamique du pouvoir d'achat,** tirée par une croissance forte de l'emploi (2 à 3 % de croissance annuelle de l'emploi total ces dernières années, soit plus de trois fois la dynamique de la zone euro entière). Ces derniers trimestres, les ménages espagnols ont de surcroît tiré dans leur épargne : le taux d'épargne a navigué entre 12 et 13 % du revenu disponible des ménages entre 2023 et 2025 avant de baisser graduellement depuis lors. Il reste toutefois supérieur à sa moyenne pré-Covid ; autrement dit, il y a encore potentiellement de la marge pour soutenir la consommation dans un contexte de pressions inflationnistes élevées.

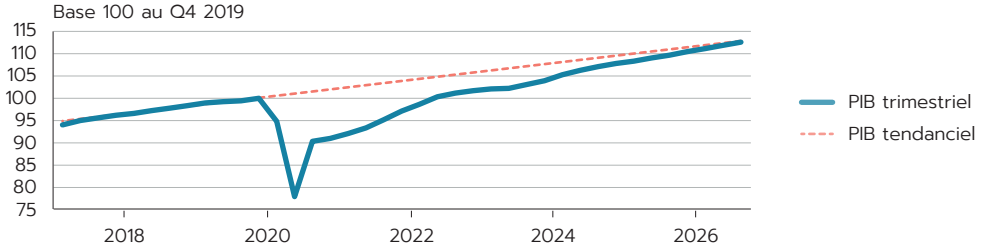
Deuxièmement, la conjoncture a été soutenue par **une croissance forte de l'investissement** et en particulier de l'investissement immatériel, grâce aux fonds du plan de relance européen post-Covid NextGenEU[2]. L'Espagne a déjà reçu 77 Mds€ depuis 2021[3], soit environ les trois quarts de son enveloppe, et les fonds ont été essentiellement fléchés vers la transition verte, la digitalisation et la modernisation industrielle de l'économie espagnole. Une récente évaluation suggère que les fonds européens ont augmenté le niveau du PIB espagnol entre 1,4 et 2,1 points entre 2021 et 2025[4]. Le 30 septembre 2026, l'Espagne a officiellement demandé à la Commission européenne le dernier quart de son enveloppe conformément au calendrier du programme NGEU qui s'éteint fin 2026. La fin de ce programme n'engendrera donc pas d'effet falaise sur la croissance espagnole dans les prochains trimestres : non seulement la dernière tranche n'a pas encore été attribuée, mais une partie des fonds déjà attribués reste encore à être effectivement dépensée[5].

Troisièmement, **l'économie espagnole attire de plus en plus de touristes**. L'Espagne talonne la France comme première destination touristique mondiale avec probablement plus de 100 millions de touristes en 2026 pour la première fois de son histoire, et dépasse déjà largement notre pays en termes de recettes touristiques. Ce boom du tourisme bénéficie largement à la balance courante espagnole qui est à son plus haut historique, au-delà de 3 % du PIB.

UNE CROISSANCE DE RATTRAPAGE

Nourri par la demande, le PIB espagnol est aujourd'hui 13 % plus élevé qu'avant Covid, loin devant l'Italie (9 %), la France (6 %) et l'Allemagne (2 %). L'économie espagnole est-elle pour autant en surchauffe ? À notre avis non, en fait le PIB espagnol vient à peine de retrouver sa tendance pré-Covid[6].

NIVEAU DU PIB



Sources : Macrobond, Ofi Invest Asset Management au 19/11/2026

[2] NextGenerationEU est le fonds de relance européen post-Covid financé par un endettement commun de l'Union européenne, destiné à soutenir les investissements et réformes favorisant la croissance, la transition écologique et la transformation numérique.
[3] Dont 60 milliards de subventions et 17 milliards de prêts. Cf. Recovery and Resilience Scoreboard, Commission européenne.
[4] Gonzalez, Rodriguez, Lopez (2026), "El impacto de los fondos Next Generation en la economía española", Funcas.
[5] Fin 2025, l'Espagne n'avait dépensé effectivement que 55 % des fonds reçus. Cf. Gonzalez et al., op. cit.
[6] Nous faisons référence ici à la croissance moyenne de 2018 et 2019. Les années précédentes étaient des années de fort rebond à la suite de l'austérité du début des années 2010 ; ce n'est pas avant 2017 que l'Espagne a probablement fermé son écart de production d'après les principales estimations disponibles. Cf. Guillet, Virely, Rousset, Lagouge (2018), "Supply tensions and the position of the economy in the cycle", Insee.

Ofi invest
Asset Management

Parole d'expert

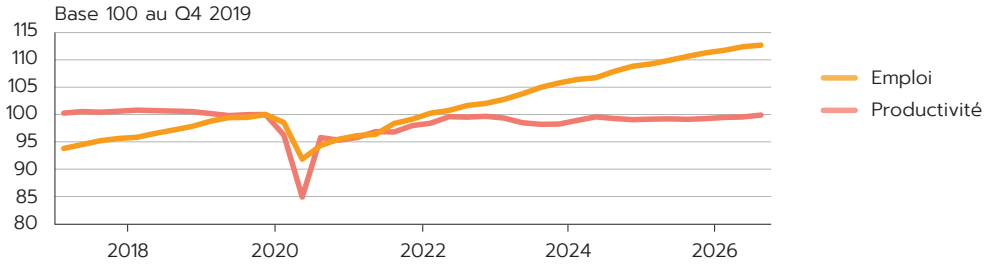
Ce n'est pas une maigre performance puisqu'en particulier la France et l'Allemagne en sont loin. Ce rattrapage a été permis par la résilience plus grande de l'économie espagnole face aux chocs géopolitiques successifs auxquels a été confrontée la zone euro. Ceci s'explique par une diversification importante des approvisionnements énergétiques espagnols : avant 2022, la Russie était le premier fournisseur énergétique de l'UE mais seulement le 7e de l'Espagne[7]. Cela s'explique également par une structure sectorielle plus servicielle, moins dépendante de secteurs industriels énergivores et exposés à la concurrence chinoise[8].

Proche de son équilibre macroéconomique, nous pensons que l'Espagne pourra ces prochaines années continuer à exhiber une croissance supérieure à la moyenne de la zone euro, à un niveau proche de sa croissance potentielle, que les estimations récentes placent entre 1,5 % et 2 % d'ici la fin de la décennie[9].

UNE CROISSANCE RICHE EN EMPLOIS

Ces dernières années, l'économie espagnole a répondu à la demande en mobilisant davantage de main-d'œuvre plutôt qu'en augmentant son efficacité productive moyenne. Les créations d'emplois et les flux migratoires ont permis de répondre à la vigueur de la demande intérieure et touristique, tandis que la productivité moyenne par employé a stagné.

EMPLOI ET PRODUCTIVITÉ



Sources : Macrobond, Ofi Invest Asset Management au 19/11/2026

Concrètement, l'Espagne, qui est en plein hiver démographique avec un taux de fertilité en dessous d'1,2 enfant par femme, en particulier à cause du coût du logement, a fait appel à l'immigration pour faire tourner son marché du travail. Depuis 2022, deux tiers des créations d'emplois concernent des personnes étrangères ou ayant une double nationalité[10], et le taux de chômage a baissé de 3 points de 13 % à 10 %.

La hausse du taux d'emploi a constitué le principal moteur de l'élévation du niveau de vie de l'Espagne ces dernières années même si celui-ci demeure encore inférieur d'environ 8 % à l'Italie, 11 % à la France et 21 % à l'Allemagne[11].

CONCLUSION

La nouvelle coalition gouvernementale qui sortira des urnes héritera d'une économie dynamique et d'une situation budgétaire relativement saine. La croissance a permis à l'Espagne d'assurer la soutenabilité de ses finances publiques. Le retour acquis à un solde primaire quasiment à l'équilibre offre ainsi un bon point de départ pour assurer une diminution de la dette publique espagnole à partir de son niveau actuel de 100 % du PIB dans les prochaines années. Le principal enjeu pour la prochaine coalition sera donc de préserver les conditions de cette dynamique économique, tout en répondant aux défis structurels du pays, dont la crise du logement et les faibles gains de productivité que nous avons mentionnés.

[7] Nex Balteanu, Viani (2023), "The energy dependency of the EU and Spain", Banque d'Espagne.
[8] Cerezo, Kataryniuk, Rodriguez (2023), "The Spanish economy's greater resilience vis-à-vis the euro area in 2023: the role of sectoral composition", Banque d'Espagne.
[9] Guillemette (2025), "New OECD long-run scenarios focus on the trade-off between carbon mitigation and climate damage", OCDE ; Dominguez-Diaz, Garcia-Rodriguez, Quintana, Veiga-Duarte (2026), "Estimación del crecimiento potencial de la economía española: una revisión metodológica", Banque d'Espagne.
[10] Torres, Fernandez, Diaz (2025), "The Spanish economy's growth cycle: constraints and outlook through 2027", Funcas.
[11] Cf. Ces comparaisons s'appuient sur les estimations de la Banque Mondiale des PIB par habitant en parité de pouvoir d'achat.

Ofi invest
Asset Management

Parole *d'expert*

INFORMATION IMPORTANTE

Cette communication publicitaire est établie par Ofi Invest Asset Management, société de gestion de portefeuille (APE 6630Z) de droit français agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) sous l'agrément n° GP92012 - n° TVA intracommunautaire FR51384940342, Société Anonyme à Conseil d'Administration au capital de 71 957 490 euros, dont le siège social est situé au 127-129, quai du Président Roosevelt 92130 Issy-les-Moulineaux, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 384 940 342. Cette communication publicitaire contient des éléments d'information et des données chiffrées qu'Ofi Invest Asset Management considère comme fondés ou exacts au jour de leur établissement. Pour ceux de ces éléments qui proviennent de sources d'information publiques, leur exactitude ne saurait être garantie. Les analyses présentées reposent sur des hypothèses et des anticipations d'Ofi Invest Asset Management, faites au moment de la rédaction du document qui peuvent être totalement ou partiellement non réalisées sur les marchés. Elles ne constituent pas un engagement de rentabilité et sont susceptibles d'être modifiées. Cette communication publicitaire ne donne aucune assurance de l'adéquation des produits ou services présentés et gérés par Ofi Invest Asset Management à la situation financière, au profil de risque, à l'expérience ou aux objectifs de l'investisseur et ne constitue pas une recommandation, un conseil ou une offre d'acheter les produits financiers mentionnés. Ofi Invest Asset Management décline toute responsabilité quant à d'éventuels dommages ou pertes résultant de l'utilisation en tout ou partie des éléments y figurant. Avant d'investir dans un OPC, il est fortement conseillé à tout investisseur, de procéder, sans se fonder exclusivement sur les informations fournies dans cette communication publicitaire, à l'analyse de sa situation personnelle ainsi qu'à l'analyse des avantages et des risques afin de déterminer le montant qu'il est raisonnable d'investir. Photos : Ofi Invest AM/ Shutterstock.com. FA26/0992/M