

## ESPAGNE: LE CHEMIN TORTUEUX VERS UNE RÉINDUSTRIALISATION

Guillaume Derrien

La crise de 2008 a provoqué en Espagne - comme dans la plupart des pays occidentaux - un plongeon sans précédent de l'emploi industriel dont les stigmates perdurent. L'emploi manufacturier reste, en effet, inférieur de près de 500000 postes au niveau de 2008. Une partie de ce déclin reflète néanmoins une réorientation de plus en plus importante des firmes industrielles vers des offres de services, ce qui n'est pas une mauvaise chose. Avec la crise de la Covid-19 et le plan de relance et de résilience (PRR) de EUR 69,5 mds, qui sera déployé au cours des cinq prochaines années, le renforcement de l'industrie en Espagne est redevenu un enjeu central aux yeux des autorités. Un quart du PRR sera ainsi dédié à cet objectif. L'Espagne bénéficie aujourd'hui d'avantages comparatifs dans des secteurs porteurs, tels que l'automobile et, surtout, les énergies renouvelables. Les obstacles (faible niveau d'investissement, manque de main-d'œuvre qualifiée) restent néanmoins importants et mettront du temps à se résorber. À terme, le renforcement et la modernisation de l'industrie espagnole constituent deux leviers essentiels pour atteindre les objectifs de long terme stipulés dans le plan España 2050 qui table, entre autres, sur une hausse notable de la productivité du travail et de la R&D d'ici à 2030, et *a fortiori* 2050.

2

## CHINE : LE MAQUIS DES FINANCES PUBLIQUES

Christine Peltier

En Chine, la situation des finances publiques se dégrade depuis plusieurs années et cette dynamique s'est accélérée en 2020 avec la crise liée à l'épidémie de Covid-19. Les réformes introduites depuis 2014 ont conduit à une plus grande transparence des comptes publics et permis d'améliorer la gestion des budgets et de la dette des collectivités locales. Ces changements n'ont toutefois pas empêché une montée des déséquilibres budgétaires. Par ailleurs, d'importantes opérations quasi- et extrabudgétaires coexistent avec le budget officiel, et les liens entre les différentes administrations et entités publiques sont multiples et parfois opaques - ce qui fait de l'analyse des finances publiques un exercice souvent compliqué.

14

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# ESPAGNE: LE CHEMIN TORTUEUX VERS UNE RÉINDUSTRIALISATION

2

La crise de 2008 a provoqué en Espagne – comme dans la plupart des pays occidentaux – un plongeon sans précédent de l'emploi industriel dont les stigmates perdurent. L'emploi manufacturier reste, en effet, inférieur de près de 500 000 postes au niveau de 2008. Une partie de ce déclin reflète néanmoins une réorientation de plus en plus importante des firmes industrielles vers des offres de services, ce qui n'est pas une mauvaise chose. Avec la crise de la Covid-19 et le plan de relance et de résilience (PRR) de EUR 69,5 mds, qui sera déployé au cours des cinq prochaines années, le renforcement de l'industrie en Espagne est redevenu un enjeu central aux yeux des autorités. Un quart du PRR sera ainsi dédié à cet objectif. L'Espagne bénéficie aujourd'hui d'avantages comparatifs dans des secteurs porteurs, tels que l'automobile et, surtout, les énergies renouvelables. Les obstacles (faible niveau d'investissement, manque de main-d'œuvre qualifiée) restent néanmoins importants et mettront du temps à se résorber. À terme, le renforcement et la modernisation de l'industrie espagnole constituent deux leviers essentiels pour atteindre les objectifs de long terme stipulés dans le plan *España 2050* qui table, entre autres, sur une hausse notable de la productivité du travail et de la R&D d'ici à 2030, et *a fortiori* 2050.

## Quelle est la situation aujourd'hui ?

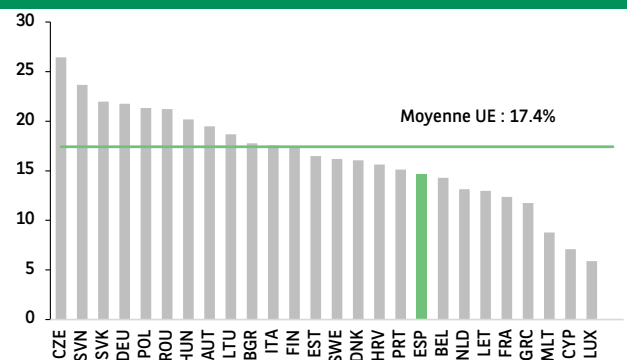
### Les crises successives de 2008 et 2011 ont laissé des traces profondes dans l'industrie

La part de l'industrie (hors construction)<sup>1</sup> dans la valeur ajoutée totale est passée en 2019 sous le seuil des 15% (14,7%). À ce niveau, l'Espagne se positionne dans le dernier tiers européen, à trois points environ en dessous de la moyenne européenne (cf. graphique 1). Malgré un léger redressement constaté ces dernières années, près de 480 000 emplois industriels – soit un emploi sur sept dans le secteur – ont disparu depuis le déclenchement de la crise des *subprimes* en 2008.<sup>2</sup> Au cours des douze dernières années, l'Espagne est, après la Grèce, le pays européen à avoir subi la plus forte contraction de l'emploi industriel (cf. graphique 2).

En effet, les deux crises successives – celle des *subprimes* puis celle des dettes souveraines en zone euro – ont laissé des marques profondes dans l'industrie nationale. Cette dernière a principalement pâti du plongeon de la demande intérieure (consommation privée et investissement), durement impactée par la crise elle-même, mais aussi par les politiques d'austérité qui ont suivi sous le gouvernement de Mariano Rajoy.<sup>3</sup> Entre 2007 et 2013, la production industrielle a chuté de plus de 30% (cf. graphique 3), ce qui représente à la fois la plus forte baisse de l'après-guerre pour le pays et l'une des contractions les plus importantes au sein des économies développées. La production industrielle en Espagne reste plus de 20% en dessous de son niveau historique atteint à l'été 2007. L'emploi manufacturier a plongé d'une ampleur similaire au cours de la période 2007-2013 (-29,2% ou - 877 436 emplois). Cette crise a donc été violente tant par son ampleur que par sa durée, l'Espagne ayant connu quatre années de récession économique en l'espace de cinq ans, entre 2009 et 2013.

La part du secteur manufacturier dans la valeur ajoutée est néanmoins restée relativement stable durant près de 10 ans avant de remonter en 2020, la crise du coronavirus entraînant une chute de l'activité beaucoup plus marquée dans les services (cf. graphique 4). En revanche, la part de l'emploi industriel n'a pas cessé de décliner et a atteint, en 2021, un nouveau point bas historique. Depuis, de nouveaux emplois ont certes été créés dans les services, mais cela n'a pas permis de compenser les

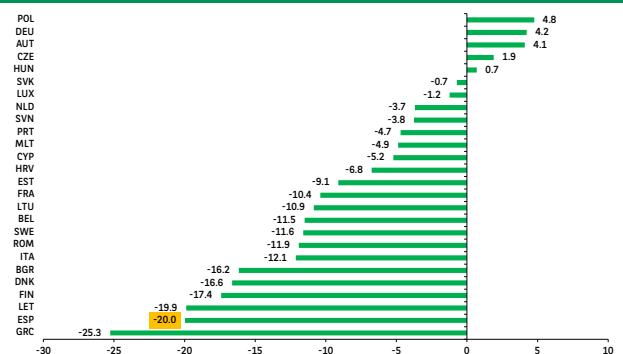
### PART DE L'INDUSTRIE (HORS CONSTRUCTION) DANS LA VALEUR AJOUTÉE, EN 2019 (EN %)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

### VARIATION DE L'EMPLOI INDUSTRIEL ENTRE 2008 ET 2019



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

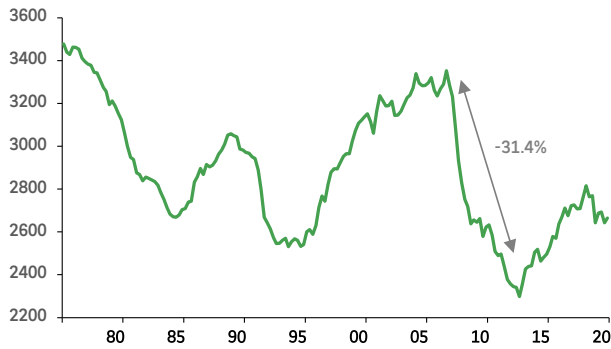
1 Tout au long de cet article, la construction sera exclue du secteur industriel. Nous prendrons également les années 2008 et 2019 comme points de comparaison, la première correspondant au déclenchement de la crise des *subprimes* et la seconde au niveau atteint avant le début de la crise de la Covid-19.

2 Il existe un écart d'estimation de l'emploi entre celle reportée dans le graphique 2 et le tableau 1 (page 4). Cela s'explique par des différences méthodologiques, le graphique 2 étant basé sur les données d'Eurostat (méthodologie Comptabilité nationale) tandis que le tableau 1 s'appuie sur l'INE (méthodologie *Labour Force survey*). Pour plus d'information, voir <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/4253479/Relation-empl-1f-na.pdf/2802ce05-1252-4d38-a6bb-7ab27c19d54d>.

3 Les exportations de biens se sont redressées beaucoup plus rapidement, repassant au-dessus de leur niveau de 2008 dès la fin de l'année 2010.



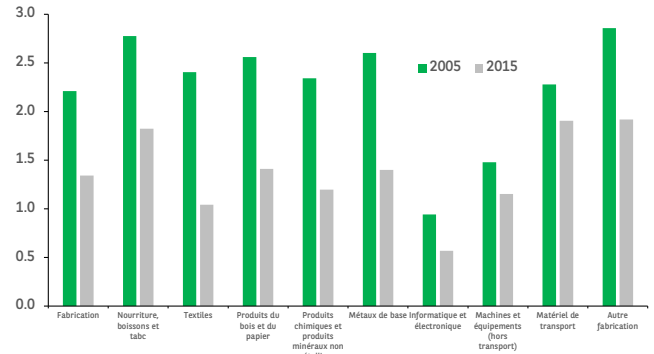
**EMPLOI INDUSTRIEL EN ESPAGNE (EN MILLIERS)**



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INE, BNP PARIBAS

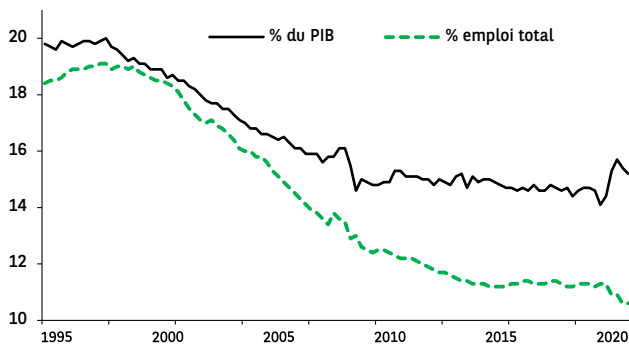
**PART DE LA VALEUR AJOUTÉE DU SECTEUR MANUFACTURIER PRODUITE EN ESPAGNE (EN % DE LA V.A. MANUFACTURIÈRE MONDIALE)**



GRAPHIQUE 5

Note: les données les plus récentes sont celles de 2015. SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

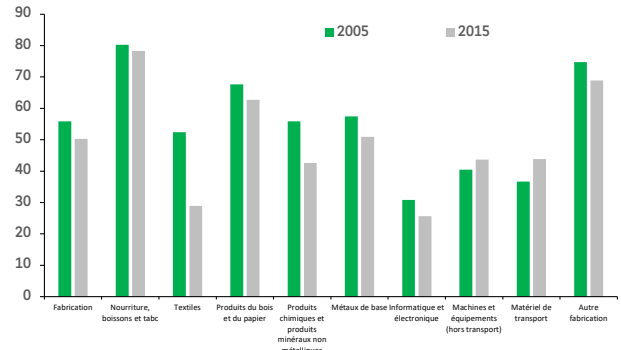
**PART DU SECTEUR INDUSTRIEL DANS L'ÉCONOMIE**



GRAPHIQUE 4

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

**PART DE LA VALEUR AJOUTÉE NATIONALE DANS LA DEMANDE FINALE EN ESPAGNE**



GRAPHIQUE 6

Note: les données les plus récentes sont celles de 2015. SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

destructions de postes dans l'industrie : fin 2019, l'emploi total dans le pays se situait ainsi plus de 3% en dessous de son niveau de 2008.<sup>4</sup>

**Peu de régions et de secteurs épargnés**

Ce recul a touché l'ensemble des régions du pays. La Catalogne, la région industrielle la plus importante, a vu l'emploi manufacturier se réduire de près de 150 000 postes depuis 2008 (cf. tableau 1). Des baisses conséquentes se sont également produites dans les communautés de Madrid, de Valence et au Pays basque. Quelques régions sont parvenues à conserver un socle industriel relativement stable, avec des baisses de l'emploi plus contenues : c'est le cas de la Navarre et de la Rioja, où près d'un quart des emplois résident encore dans l'industrie, principalement dans le secteur automobile et l'agroalimentaire.

D'un point de vue sectoriel, l'emploi dans le textile, l'un des secteurs les plus fortement concurrencés par les pays asiatiques, a continué de reculer et représente désormais seulement 6% de l'emploi manufacturier total.<sup>5</sup>

La métallurgie (et ses secteurs attenants) et l'industrie extractive affichent également un fort repli en raison, d'une part, des conséquences du ralentissement de l'activité immobilière en Espagne (source de demande en matériaux de construction) et, d'autre part, de la concurrence étrangère plus forte, en particulier de la Chine. Des baisses importantes se sont produites également dans des filières plus resserrées tels que l'ameublement ou encore le bois. Une poignée de secteurs – pour la plupart intensifs en main-d'œuvre – sont parvenus à accroître leur niveau d'emploi, bien que de façon assez limitée. Ainsi, 13 000 emplois ont été créés dans l'alimentation (agroalimentaire et boissons) au cours des dix dernières années. Cela a accentué le poids de ce secteur dans l'économie espagnole, alors qu'il constituait déjà l'industrie la plus importante. L'industrie espagnole reste fortement ancrée autour de trois activités : l'agroalimentaire, la métallurgie et l'automobile. Avant la pandémie, ces secteurs concentraient à eux trois près de quatre emplois industriels sur dix.

Ces chiffres corroborent le recul généralisé de la participation de l'Espagne aux chaînes de valeur mondiales<sup>6</sup>, une baisse qui était déjà à l'œuvre avant les crises de 2008 et 2011 (cf. graphique 5), en

4 L'emploi total atteignait 19 779 300 en 2019 contre 20 469 65 en 2008, soit une baisse de 3,4% (source : INE).

5 Nous prenons ici le total des trois catégories « textile », « fabrication de vêtements » et « cuir & chaussures ».

6 <https://www.oecd.org/sti/ind/measuring-trade-in-value-added.htm>



## ÉVOLUTION DE L'EMPLOI INDUSTRIEL, PAR RÉGION ET PAR SECTEUR

Emploi industriel par région (en milliers)	% emploi total (2019)	2019	2008	Variation (milliers)	Variation (%)
Andalousie	9,4	293,8	318,2	-24,4	-7,7
Aragon	19,6	115,1	132,8	-17,7	-13,3
Asturies	13,7	53,1	71,3	-18,2	-25,5
Iles Baléares	6,5	37,0	42,4	-5,4	-12,7
Iles Canaries	4,5	40,9	58,1	-17,2	-29,6
Cantabrie	15,8	38,4	51,0	-12,6	-24,7
Castille-et-León	17,7	175,6	185,9	-10,3	-5,5
Castilla-La Manche	16,5	136,0	150,0	-14,0	-9,3
Catalogne	18,1	621,2	767,4	-146,2	-19,1
Communauté valencienne	17,6	366,8	416,4	-49,6	-11,9
Estrémadure	10,9	42,4	46,3	-3,9	-8,4
Galice	16,4	179,4	215,1	-35,7	-16,6
Communauté de Madrid	8,9	276,6	325,1	-48,5	-14,9
Région de Murcie	13,8	84,7	94,6	-9,9	-10,5
Navarre	25,9	74,9	81,8	-6,9	-8,4
Pays basque	20,4	190,7	239,9	-49,2	-20,5
La Rioja	24,8	34,9	38,3	-3,4	-8,9
Ceuta	3,2	0,9	1,0	-0,1	-10,0
Melilla	2,2	0,6	0,8	-0,2	-25,0
Emploi industriel par secteur (en milliers)	% emploi industriel (2019)	2019	2008	Variation (milliers)	Variation (%)
<b>Industrie extractive</b>	<b>1,2</b>	<b>32,6</b>	<b>52,7</b>	<b>-20,1</b>	<b>-38,1</b>
<b>Industrie manufacturière</b>	<b>90,3</b>	<b>2494,9</b>	<b>2986,4</b>	<b>-491,5</b>	<b>-16,5</b>
Agroalimentaire	16,5	456,1	450,2	5,9	1,3
Boissons	2,3	64,5	57,4	7,1	12,4
Tabac	0,0	1,3	6,2	-4,9	-79,0
Textile	2,0	55,2	79,2	-24,0	-30,3
Fabrication de vêtements	2,0	55,0	88,4	-33,4	-37,8
Cuir et chaussures	2,0	56,0	58,2	-2,2	-3,8
Bois	2,4	66,0	105,2	-39,2	-37,3
Papier	1,6	44,7	44,0	0,7	1,6
Arts graphiques et reproductions	3,5	96,1	107,6	-11,5	-10,7
Coke et raffinerie	0,7	19,7	18,3	1,4	7,7
Industrie chimique	4,7	130,3	136,5	-6,2	-4,5
Produits pharmaceutiques	2,9	79,2	65,7	13,5	20,5
Caoutchouc et plastique	3,8	104,9	107,6	-2,7	-2,5
Autres produits minéraux non métalliques	3,9	108,9	212,1	-103,2	-48,7
Métallurgie	3,2	87,3	115,4	-28,1	-24,4
Produits métalliques, hors machines et équipements	8,6	237,4	374,4	-137,0	-36,6
Produits informatiques, électroniques et optiques	1,7	46,7	56,9	-10,2	-17,9
Matériels et composants électroniques	2,5	69,2	98,0	-28,8	-29,4
Machines et équipements	5,6	154,0	162,8	-8,8	-5,4
Automobiles, remorques et semi-remorques	8,3	228,1	236,7	-8,6	-3,6
Autres matériels de transport	2,7	74,6	69,6	5,0	7,2
Mobilier, fourniture	3,3	91,4	173,9	-82,5	-47,4
Autres industries manufacturières	2,1	57,9	55,3	2,6	4,7
Réparation et installation de machines et équipements	4,0	110,5	106,8	3,7	3,5
<b>Electricité &amp; gaz</b>	<b>3,3</b>	<b>91,2</b>	<b>74,4</b>	<b>16,8</b>	<b>22,6</b>
<b>Eau, assainissement &amp; gestion des déchets</b>	<b>5,2</b>	<b>144,3</b>	<b>123,2</b>	<b>21,1</b>	<b>17,1</b>
<b>TOTAL INDUSTRIE</b>	<b>100,0</b>	<b>2763,0</b>	<b>3236,7</b>	<b>-473,7</b>	<b>-14,6</b>

TABLEAU 1

SOURCES : INE, BNP PARIBAS



particulier dans le textile, l'industrie chimique et l'électronique – trois secteurs ayant subi de plein fouet la concurrence grandissante des pays émergents. Par extension, ce phénomène s'observe également sur la part des intrants domestiques utilisés dans la consommation finale du pays, qui a elle aussi baissé significativement (cf. graphique 6). Ainsi, les produits industriels consommés en Espagne sont de moins en moins fabriqués sur le territoire national.

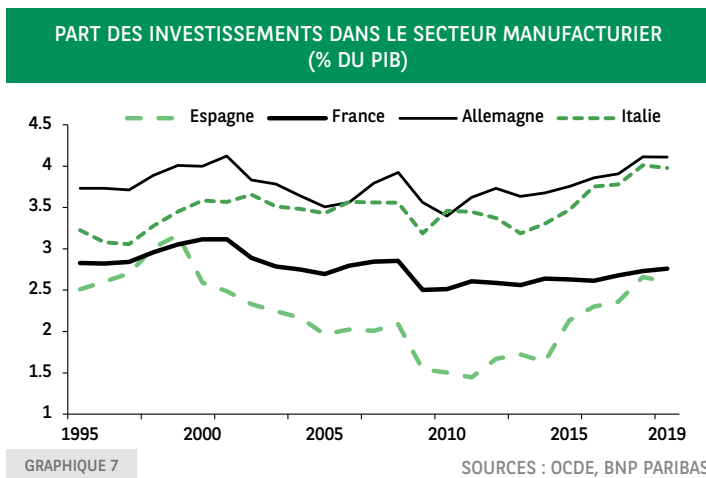
### Quels facteurs ont contribué à cette baisse ?

#### Les effets d'entraînement liés au plongeon de l'activité immobilière

En mettant de côté la demande mondiale, la baisse de l'activité industrielle en Espagne s'explique tout d'abord par l'impact profond de la correction du secteur immobilier – et de la construction en général – sur la demande en matériaux du pays. Dès les années 1990, l'Espagne a orienté, de façon bien plus importante que les autres pays européens, une partie de sa production industrielle vers la construction dans le contexte du gonflement de la bulle spéculative immobilière. La phase de correction très brutale a conduit à un effondrement de la demande en biens industriels intermédiaires de ce secteur (principalement dans la métallurgie et les machines et équipements). Cette baisse de la demande en matériaux de construction expliquerait ainsi près d'un tiers de la chute de la production industrielle observée en Espagne durant la crise de 2008.<sup>7</sup>

#### Un déficit d'investissement

Le déficit chronique d'investissement est un second facteur explicatif du retrait progressif de l'activité industrielle. La formation brute de capital fixe (FBCF) dans le secteur manufacturier a ainsi plongé de près de 40% entre 1999 et 2011. La part du PIB consacrée à ces dépenses est remontée au cours des cinq dernières années mais elle reste inférieure à celles des autres grands pays européens, et notamment l'Allemagne et l'Italie (cf. graphique 7). Même si la récession économique de 2009-2013 et les politiques d'austérité menées à cette époque ont accentué la baisse (en niveau) des investissements manufacturiers en Espagne, ce phénomène était déjà enclenché dès la fin des années 1990, comme le montre le graphique 7.



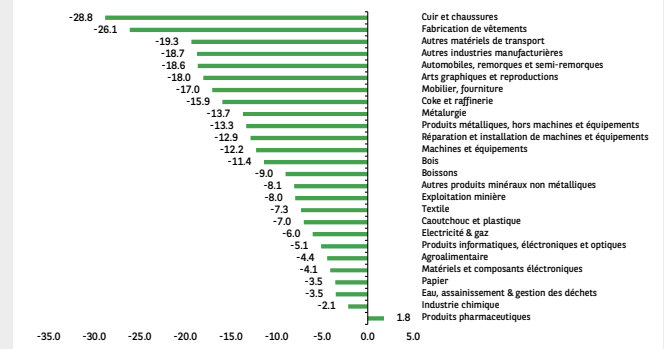
7 M. Tiana, *El impacto de la crisis economica sobre la industria espanola*, bulletin économique de la Banque d'Espagne, novembre 2012.

### IMPACT DE LA COVID-19 SUR L'INDUSTRIE ESPAGNOLE : UNE TRACE RAPIDEMENT EFFACÉE ?

Compte tenu de la nature de la crise sanitaire actuelle et des mesures prises par le gouvernement pour endiguer l'épidémie, l'activité industrielle a bien mieux résisté que les services. La production industrielle a néanmoins chuté de 9,6% en 2020. Bien qu'importante, cette baisse est largement inférieure à celle observée lors de la crise des *subprimes*, la production s'étant contractée en 2009 de 15,5%. On constate par ailleurs des variations très marquées entre industries. Les chutes d'activité les plus importantes ont été enregistrées dans les secteurs étroitement liés à la consommation « compressible » des ménages, qui a été fortement réduite par les mesures de confinement (loisirs, habillement, automobile, transport). Les secteurs industriels reposant davantage sur des dépenses en consommation incompressibles (alimentation, énergie) ou intermédiaires (matières premières, industrie chimique, électronique) ont bien mieux résisté. Seul le secteur pharmaceutique a progressé en 2020, reflétant l'accroissement important des dépenses de santé durant la pandémie.

Le relâchement progressif des mesures de restriction au cours de l'année 2021 a logiquement coïncidé avec un renforcement de la demande et un sursaut de l'activité. La production industrielle a ainsi rebondi de 3,2% au premier semestre 2020 par rapport au semestre précédent (S2 2020). L'emploi industriel est revenu au cours de l'été 2021 quasiment à son niveau d'avant pandémie.<sup>1</sup> Les enquêtes d'opinion sont par ailleurs restées très positives pendant cette période, l'indice de confiance des directeurs d'achat (PMI) sur le niveau d'embauche se maintenant à un niveau historiquement élevé (55,7 en août). Il est donc vraisemblable que la crise de la Covid-19, si elle ne s'aggrave pas au cours des prochains mois, aura des conséquences bien moins néfastes sur l'emploi et l'activité industriels espagnols que la crise de 2008.

### ÉVOLUTION DE LA PRODUCTION INDUSTRIELLE EN 2020 (%)



1 Selon l'Office pour l'emploi espagnol (SEPE), l'emploi industriel ne se situait plus, en août, qu'à 0,5% en dessous du niveau de février 2020.

ENCADRÉ 1



## LA GRANDE PHASE D'INDUSTRIALISATION EN ESPAGNE

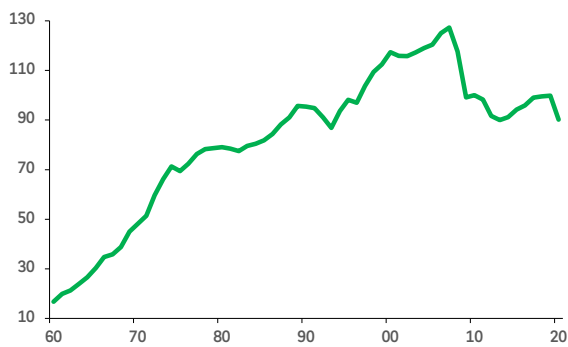
La fin des années 1950 marque le début d'une grande phase d'expansion industrielle en Espagne, soutenue par d'importantes politiques de libéralisation économique et de vastes plans de modernisation. Le plan dit « Plan de dévaluation et de stabilisation monétaires », mis en place en juillet 1959, instaure une forte dévaluation de la peseta face au dollar américain<sup>1</sup>, ce qui a permis d'améliorer la compétitivité des entreprises exportatrices espagnoles. Un second grand plan d'investissement quadriennal est introduit en 1964. Il initie de vastes projets de modernisation industrielle dans de nombreux secteurs tels que l'énergie (électricité, charbon, gaz), l'automobile, ou encore les infrastructures ferroviaire et routière. Entre temps, l'Espagne est admise en 1959 au sein de l'OECE<sup>2</sup> (OCDE aujourd'hui) et accède, en février 1962, au marché commun européen. De nouveaux débouchés industriels s'offrent alors à l'Espagne. D'autres réformes, notamment des mesures de simplification fiscale et des lois anti-concurrence plus sévères, permettront de poursuivre le développement industriel du pays.

En plus de ces réformes structurelles, l'Espagne bénéficie durant cette période de coûts du travail plus bas que ses voisins européens, ce qui favorise l'entrée de capitaux étrangers dans le pays.<sup>3</sup> En l'espace de quinze ans (1960-1975), la production industrielle en Espagne a plus que quadruplé (cf. graphique A.1).<sup>4</sup> Elle connaîtra par la suite une progression plus modérée, bien que toujours soutenue. La part des exportations de biens espagnols dans les exportations mondiales s'accroît elle aussi progressivement (cf. graphique A.2). Les années 1960 correspondent donc à une période de croissance économique et de l'emploi industriel très importante pour l'Espagne, qui permet au pays de maintenir un taux de chômage très bas (en dessous de 3%). En 1975, près de 2 874 000 personnes travaillaient dans le secteur manufacturier – soit environ 22% de la population active totale<sup>5</sup> – un niveau record qui ne sera plus jamais égalé.

Le choc pétrolier de 1973 amorce une période de difficultés économiques pour le pays qui perdure jusqu'au milieu des années 1980 et se solde par la suppression de près d'un quart des emplois manufacturiers dans le pays.<sup>6</sup> L'emploi industriel connaît par la suite deux cycles de hausse et de baisse – en lien avec le cycle économique<sup>7</sup> – qui culminent en 2001.

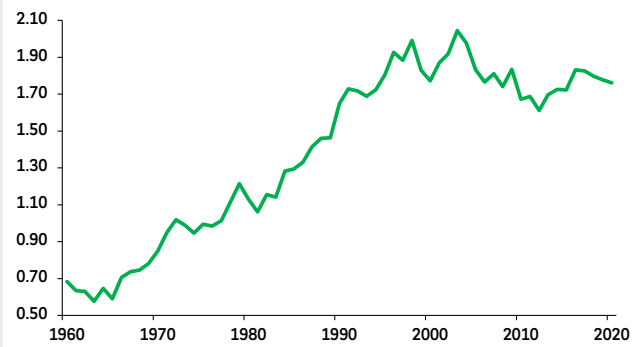
La fin des années 1990 et le début des années 2000 correspondent donc véritablement au début de la phase de stagnation, puis de baisse de l'emploi industriel que connaît le pays aujourd'hui et qui s'est amplifiée significativement à partir de la crise économique mondiale de 2008.

INDICE DE PRODUCTION INDUSTRIELLE (2010=100)



GRAPHIQUE A1

PART DES EXPORTATIONS DE BIENS ESPAGNOLS DANS LE COMMERCE MONDIAL (%)



GRAPHIQUE A2

SOURCES : FMI, BNP PARIBAS

1 La devise espagnole est ainsi dévaluée de 42 à 60 pesetas pour un dollar.

2 Organisation européenne de coopération économique.

3 Selon les données de la Banque mondiale, l'entrée nette d'investissements directs étrangers croît de 0,37% de PIB en 1977 à 2,61% en 1990, un record à l'époque.

4 L'indice de la production industrielle est en effet passé de 16,8 en 1960 à 69,4 en 1975 (2010=100), soit une augmentation de 313,1% (source : FMI).

5 La population active (15 ans et +) en Espagne atteignait 13 316 000 en 1975 (source : OCDE).

6 « L'emploi manufacturier chute de 2 965 299 en 1973 à 2 304 356 en 1985, soit une baisse de 22,3% » (source : Commission européenne AMECO).

7 La croissance du PIB espagnol s'accélère à la fin des années 1980, puis ralentit dans la première moitié des années 1990 avant d'accélérer de nouveau.

## DÉSINDUSTRIALISATION : QUE DIT LA THÉORIE ?

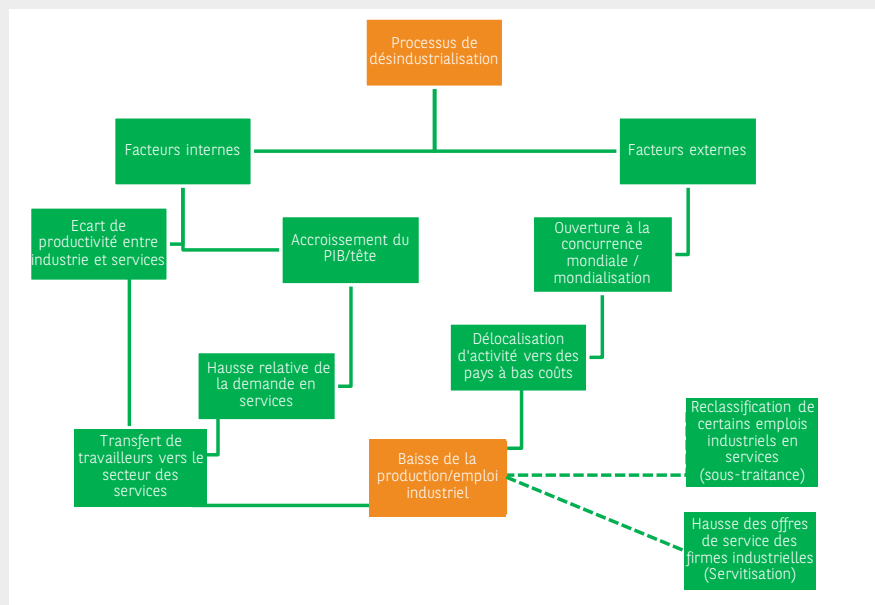
Les études théoriques sur ce phénomène de désindustrialisation dans les pays avancés sont essentiellement centrées sur les dynamiques internes aux économies (cf. graphique B). Elles distinguent principalement deux sources d'explication :

La première théorie, mise en avant par Baumol (1967),<sup>1</sup> se place du côté de l'offre et porte sur les écarts de productivité entre l'industrie et les services : à niveau de production constant, l'augmentation plus rapide de la productivité dans l'industrie que dans les services conduit à une absorption de plus en plus importante de travailleurs du premier secteur vers le second. Cette théorie n'est néanmoins pas exempte de critiques : la baisse de main d'œuvre dans l'industrie liée aux gains de productivité peut également générer des baisses de prix (la hausse de la productivité permet aux entreprises de baisser leurs prix tout en conservant une marge identique), ce qui conduit à stimuler la demande et donc le besoin de main d'œuvre. Les effets nets restent ambigus, même si une majorité d'études s'accordent sur un effet net négatif sur l'emploi manufacturier (Rowthorn et Ramaswamy, 1998).<sup>2</sup>

La seconde théorie se positionne du côté de la demande et met en relation le niveau de développement d'un pays avec la structure de la demande des ménages. En d'autres termes, plus un pays se développe, plus le revenu par tête s'accroît, et plus la part des dépenses consacrées aux services augmente. Ainsi, l'élasticité de la demande en biens diminue à mesure que la richesse des ménages croît. La baisse du poids de l'industrie dans l'économie serait donc liée à ce changement de structure de la demande. Même si cette tendance n'a pas été particulièrement flagrante en Espagne, on observe néanmoins bien une augmentation plus rapide de la consommation des ménages en services qu'en biens, avec une croissance annuelle moyenne, entre 2000 et 2019, de respectivement, 1,7% et 1,1% (source : Eurostat).

D'autres études mettent en avant des causes externes, et principalement le rôle de la libéralisation des échanges mondiaux. Les industries des pays développés – et principalement celles à forte intensité de main-d'œuvre peu qualifiée – sont ainsi soumises à une concurrence plus forte des pays en développement où le coût du travail est plus faible. Cela conduit à une relocalisation d'emplois vers ces pays. Dans le cas de l'Espagne, Donoso et al. (2014)<sup>3</sup> montrent que la plus forte exposition de l'industrie locale aux importations chinoises a entraîné des pertes d'emplois plus significatives dans ce secteur. Autor et al (2013)<sup>4</sup> parviennent à une conclusion similaire pour les États-Unis.

D'autres explications ont émergé plus récemment. La première souligne le fait que de plus en plus d'entreprises industrielles décident d'externaliser une partie des activités qui se situent à mi-chemin entre industries et services, ce qui conduirait à une reclassification de certains emplois du premier secteur vers le second secteur (Baines et al., 2017)<sup>5</sup>. C'est le cas des activités de support ou d'assistance qui sont de plus en plus confiées à des sous-traitants. Contrairement aux autres explications, ce phénomène ne signifierait donc pas en soi un recul de l'activité industrielle, mais simplement une nouvelle catégorisation des emplois. Dernière explication : le concept de servitisation de l'industrie (cf. *Quels facteurs ont contribué à cette baisse ?*).



1 WJ Baumol (1967), *Macroeconomics of unbalanced growth: the anatomy of urban crisis*, *American Economic Review*.

2 R. Ramaswamy et B. Rowthorn (1998), *Growth, Trade, and Deindustrialization*, *IMF Working Papers*.

3 Donoso et al. (2014), *Do Differences in the Exposure to Chinese Imports Lead to Differences in Local Labour Market Outcomes? An Analysis for Spanish Provinces*, *Regional Studies*.

4 D. Autor et al. (2013), *The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States*, *American Economic Review*.

5 T. Baines et al (2017), *Servitization: Revisiting the State-of-the-art and Research Priorities*, *International Journal of Operations & Production Management*.



### La « servitisation » de l'industrie

Un dernier phénomène à l'œuvre, qui n'est pas spécifique à l'économie espagnole, est la tendance croissante des entreprises industrielles à développer des activités de services en complément de leurs produits. Cela peut prendre différentes formes telles que des activités de *consulting*, des services financiers, logistiques ou de support. Ce concept dit de « servitisation » n'est pas nouveau et est voué à s'amplifier, en raison notamment de la numérisation de plus en plus poussée des activités.<sup>8</sup> La frontière entre les services et l'industrie devient donc de plus en plus ténue. Cette évolution structurelle de la production interne à l'entreprise comme le recours plus important à la sous-traitance (voir encadré 2) expliqueraient en partie la baisse de l'emploi industriel « traditionnel » au profit de nouveaux postes dans les services.<sup>9</sup>

## Le plan de relance national ou l'espoir d'une reconquête industrielle

La redynamisation et la modernisation du secteur industriel en Espagne constitue un objectif fondamental compte tenu des enjeux économiques et environnementaux du pays, et de ses effets d'entraînement sur l'emploi. L'industrie concentre également une grande partie des investissements (la recherche et le développement notamment) et des économies d'échelle, et offre des débouchés d'exportation solides.<sup>10</sup>

Le plan de relance et de résilience nationale (PRR)<sup>11</sup>, Les premières subventions européennes ont été versées cet été, une première tranche de EUR 9 mds ayant été débloquée en juillet. Ce PRR s'étalera sur cinq ans (2021-2026) et sera pourvu d'une enveloppe totale de EUR 69,5 mds, soit précisément le montant total des subventions allouées par le nouveau mécanisme de solidarité européenne (facilité pour la reprise et la résilience).<sup>12</sup> Ce PRR pourra néanmoins être étendu à EUR 140 mds si l'Espagne décide d'utiliser les prêts offerts par la Commission européenne dans le cadre de cette nouvelle facilité. Le PRR permettrait, selon les estimations de la Commission européenne, de relever le PIB espagnol de plus de 2% d'ici à 2024.<sup>13</sup>

### Les mesures du PRR ciblant l'industrie

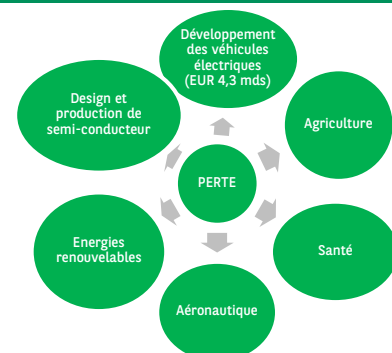
Le PRR se divise en dix grands piliers et trente sous-composantes (cf. tableau 2). Les mesures que nous considérons à même de soutenir l'industrie sont soulignées dans le tableau 2 qui différencie, d'une part, les mesures censées avoir un impact direct et important sur l'industrie (vert foncé) et, d'autre part, les mesures ayant un impact soit indirect (vert clair), soit très faible (blanc). Les mesures de soutien à l'industrie apparaissent principalement au sein du cinquième pilier (*Modernisation and digitalisation of the industrial and SME fabric, restoring tourism and boosting Spain's entrepreneurial nation*).

Ce pilier concentre, avec EUR 16,1 mds, près d'un quart des dépenses totales du plan de relance pour la période 2021-2023. C'est donc, à cet égard, le volet d'investissement le plus important.

L'une des spécificités du PRR espagnol est la création d'un partenariat entre le secteur public et privé visant à favoriser les investissements dans les industries dites stratégiques. Ce mécanisme est l'un des éléments centraux de la politique industrielle *España 2030* (composante 12 du PRR). Dénommé PERTE (pour *Proyectos Estratégicos para la Recuperación y Transformación Económica*), cette série de projets se concentre autour de six secteurs (cf. graphique 9), le cahier des charges pour chacun d'entre eux étant défini par le gouvernement. Le premier projet PERTE, et le seul pour l'heure à avoir été finalisé (le 12 juillet), concerne le secteur automobile. Une aide publique de EUR 4,3 mds est dédiée à cette industrie, principalement pour accélérer le développement et la production de véhicules électriques et connectés dans le pays.<sup>14</sup> L'objectif du gouvernement est d'accroître, d'ici à 2030, la part du secteur automobile à 15% du PIB, contre 10% environ aujourd'hui.<sup>15</sup> Les objectifs précis des cinq autres PERTE, ainsi que le budget alloué à chacun, n'ont, au moment de finaliser cet article, pas encore été dévoilés.

En parallèle de ce soutien direct à l'industrie, plusieurs mesures sont destinées à améliorer la compétitivité des PME (composante 13 du PRR) et le développement des technologies numériques (composante 15). Ces deux composantes visent à faciliter la création, la croissance et la restructuration des entreprises, à améliorer le climat des affaires, ainsi qu'à stimuler la productivité grâce à la numérisation, l'innovation et l'internationalisation des entreprises. Enfin, ce PRR incorpore plusieurs programmes industriels, mis en place par le gouvernement au cours des derniers mois, parmi lesquels le plan *España digital 2025* (lancé en juillet 2020 et qui correspond désormais à la composante 15 du

#### LES P.E.R.T.E.



GRAPHIQUE 9

SOURCE : BNP PARIBAS

8 Pour une étude récente sur ce phénomène voir Mastrogiacomo et al. (2019), *A worldwide survey on manufacturing servitisation*, *International Journal of advanced manufacturing technology*.

9 S. Guillou, *Is the decline of industry due to the growth of services?*, Blog de l'OFCE, mai 2016.

10 Pour une étude du lien entre industrie et croissance, voir par exemple : *Manufacturing the future: is the manufacturing sector a driver of R&D, exports and productivity growth?* *European Commission working paper*, 2017.

11 [https://www.lamoncloa.gob.es/temas/fondos-recuperacion/Documents/160621-Plan\\_Recuperacion\\_Tr](https://www.lamoncloa.gob.es/temas/fondos-recuperacion/Documents/160621-Plan_Recuperacion_Tr)

12 L'Espagne n'a toujours pas dévoilé la répartition des EUR 70 mds restants pour la période 2024-2026.

13 L'impact du PRR sur le PIB pourrait s'élever à 2,5 points en intégrant les effets de second ordre (*spillover effect*). Voir *Quantifying Spillovers of Next Generation EU Investment*, Commission européenne, juillet 2021.

14 À noter que parmi ces EUR 4,3 mds, seulement EUR 3,5 mds correspondent à de nouveaux financements. EUR 800 millions correspondent au montant du programme de subventions MOVES III été lancé en avril 2021, soit en amont du PRR.

15 Chiffre pour 2019 (Source : INE).





## LE PLAN DE RÉSILIENCE ET DE RELANCE ESPAGNOL (2021-2026)

COMPOSANTES DU PLAN RELANCE			Montant (mds d'euros)	Part du total (%)
<b>Pilier 1</b>	1	Mobilité durable, sûre et connectée en milieu urbain et métropolitain	6,54	9,40
	2	Réhabilitation des logements et de régénération urbaine	6,82	9,81
	3	Transformation environnementale et numérique du système agroalimentaire et pêche	1,05	1,51
<b>Pilier 2</b>	4	Conservation et restauration des écosystèmes et de leur biodiversité	1,64	2,36
	5	Préservation du littoral et des ressources en eau	2,09	3,01
	6	Mobilité durable, sûre et connectée	6,67	9,59
<b>Pilier 3</b>	7	Déploiement et intégration des énergies renouvelables	3,17	4,55
	8	Infrastructures électriques & promotion des réseaux intelligents	1,37	1,96
	9	Développement de l'hydrogène	1,56	2,24
	10	Stratégie de transition juste	0,30	0,43
<b>Pilier 4</b>	11	Modernisation des administrations publiques	4,24	6,10
<b>Pilier 5</b>	12	Politique industrielle Espagne 2030	3,78	5,44
	13	Soutien aux PME	4,89	7,04
	14	Plan de modernisation et de compétitivité du secteur touristique	3,40	4,89
	15	Connectivité numérique, renforcement de la cybersécurité et déploiement de la 5G	4,00	5,75
<b>Pilier 6</b>	16	Stratégie nationale d'intelligence artificielle	0,50	0,72
	17	Renforcement des capacités du système national de la science, de la technologie et de l'innovation	3,46	4,97
	18	Renforcement du système national de santé	1,07	1,54
<b>Pilier 7</b>	19	Plan national pour les compétences numériques	3,59	5,17
	20	Plan stratégique de promotion de la formation professionnelle	2,08	2,99
	21	Modernisation et numérisation du système éducatif	1,65	2,37
<b>Pilier 8</b>	22	Soins et renforcement des politiques d'inclusion	2,49	3,58
	23	Politiques active d'emploi	2,36	3,40
<b>Pilier 9</b>	24	Mesures de soutien à l'industrie culturelle	0,33	0,47
	25	Mesures de soutien au secteur audiovisuel	0,20	0,29
	26	Mesures de soutien au secteur sportif	0,30	0,43
<b>Pilier 10</b>	27	Mesures et actions de prévention et de lutte contre la fraude fiscale	-	-
	28	Modernisation de la fiscalité	-	-
	29	Amélioration de l'efficacité des dépenses publiques	-	-
	30	Pérennisation du système public de retraite	-	-
	<b>Total</b>	<b>69,53</b>	<b>100,00</b>	

	Impact important pour l'industrie
	Impact moyen/indirect
	Faible impact

TABLEAU 2

SOURCES : BNP PARIBAS, MONCLOA



PRR), la Stratégie nationale pour l'intelligence artificielle (lancée en novembre 2020 et qui correspond à la composante 16), ou encore la Stratégie espagnole pour la science, la technologie et l'innovation 2021-2027 (lancée en septembre 2020).

### Ce plan peut-il réussir ?

Cet article n'a pas vocation à trancher sur l'efficacité des réformes et des investissements à venir en Espagne. Nous tentons ici de fournir des pistes de réflexion en soulignant à la fois les obstacles et les opportunités à la réussite d'un redéveloppement industriel au cours des prochaines années, à l'aune du plan de relance national.

**Le premier obstacle sera celui de la compétitivité hors prix, et du manque chronique d'investissement.** Comme observé dans la première partie de cet article, la part des dépenses en investissement reste insuffisante si l'on compare avec le reste de l'Europe. Les dépenses en recherche et développement (R&D), notamment, ne représentaient que 1,25% du PIB en 2019, soit un taux bien inférieur à ce que l'on observe dans d'autres grands pays industrialisés (cf. graphique 10). En effet, l'Espagne affiche le deuxième plus faible ratio de dépenses en R&D en Europe, après la Grèce. *A fortiori*, moins d'un tiers des investissements en R&D est dirigé vers le secteur manufacturier, alors que d'autres pays comme l'Allemagne, la France, ou encore l'Italie y consacrent près de la moitié. Le Japon, quant à lui, y consacre les trois quarts.

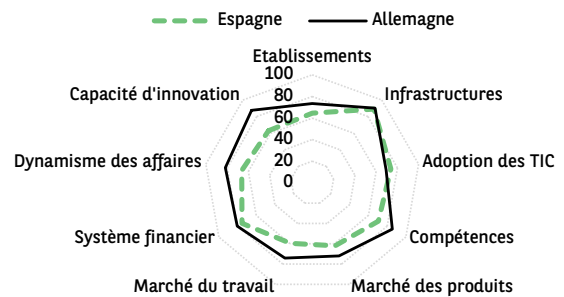
Le gouvernement espagnol espère accroître de façon très significative la part des dépenses en R&D dans le PIB au cours des prochaines années, afin d'atteindre 3,0% du PIB en 2030 (l'objectif final étant de parvenir à 4,0% du PIB en 2050). C'est l'un des objectifs stipulés dans le plan *España 2050* dévoilé cet été (voir section suivante). Il est pour le moins ambitieux : le ratio de R&D sur PIB n'a, au cours des vingt-cinq dernières années, jamais dépassé 1,4%.

Ces problèmes de compétitivité s'observent à différents niveaux, et notamment celui de la numérisation des activités qui permet aujourd'hui de générer d'importants gains de productivité. L'indice DESI de la Commission européenne<sup>16</sup> souligne un retard important de l'Espagne dans la formation des travailleurs aux nouvelles technologies numériques. La proportion de personnes disposant de compétences numériques de base se situe en effet juste au-dessus de la moyenne européenne (58% contre 57% dans l'UE). La part des

spécialistes en technologies de l'information et de la communication (TIC) dans l'emploi total se situe même en dessous de la moyenne européenne (3,8% contre une moyenne de l'UE de 3,9%). Cela dit, l'Espagne se positionne assez favorablement dans l'indice DESI global - le pays occupe le 11<sup>e</sup> rang européen - grâce à une numérisation avancée des services publics (2<sup>e</sup>) et à une connectivité très étendue dans le pays (5<sup>e</sup>). L'expansion massive des technologies numériques dans l'économie est au cœur du plan de relance national, notamment via le programme *España Digital 2025* (pilier 15), mais le retard de formation des travailleurs dans ce domaine, évoqué précédemment, reste un obstacle significatif qui mettra du temps à se résorber.

L'indice de compétitivité élaboré par le Forum économique mondial<sup>17</sup> incorpore un panel plus large d'indicateurs en lien notamment avec l'environnement des entreprises, la régulation des marchés, ou encore la qualité des infrastructures. Si l'on compare avec l'Allemagne, le poids lourd industriel de l'Europe, on observe des écarts flagrants de performance, notamment dans la capacité à innover (ce qui fait écho au faible niveau de dépenses en R&D), la réglementation des marchés de produits, ou encore le dynamisme et la facilité à créer une entreprise (cf. graphique 11).

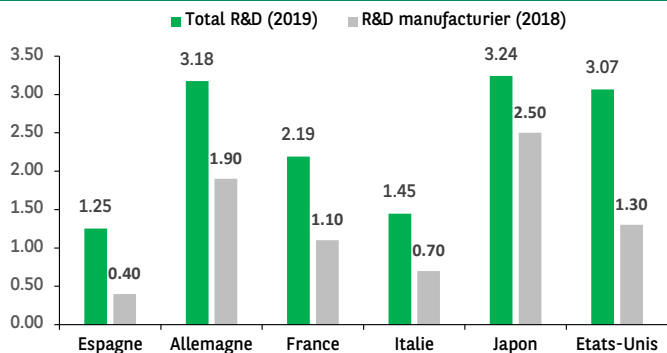
### INDICE DE COMPÉTITIVITÉ, ESPAGNE VS. ALLEMAGNE (2019)



GRAPHIQUE 11

SOURCES : FORUM ÉCONOMIQUE MONDIAL, BNP PARIBAS

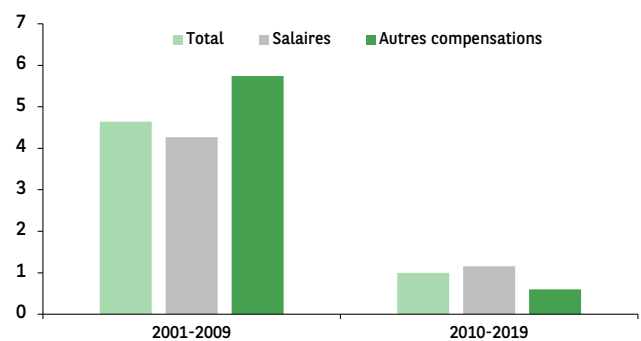
### DÉPENSES EN RECHERCHE ET DÉVELOPPEMENT (% DU PIB)



GRAPHIQUE 10

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

### CROISSANCE ANNUELLE DU COÛT DU TRAVAIL DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 12

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

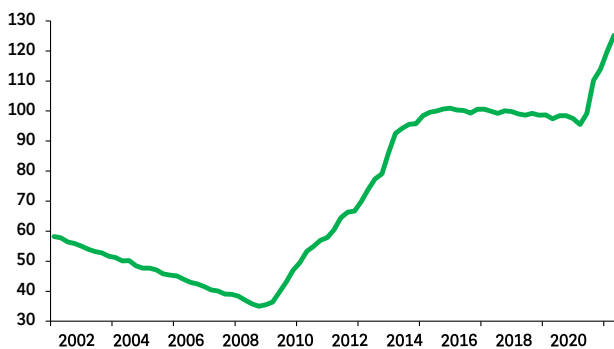
16 <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/desi>

17 [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf)

Cependant, des ajustements internes importants pour restaurer la compétitivité-prix du pays ont été entrepris depuis plusieurs années. La hausse du coût du travail dans le secteur manufacturier a fortement ralenti ces dernières années, pour s'établir désormais à un niveau de croissance plus proche de l'inflation (cf. *graphique 12*). Cependant, ce redressement de la compétitivité par la modération des salaires ne permet pas de stimuler de façon significative la compétitivité à long terme, celle-ci dépendant davantage des gains en productivité, et donc de la compétitivité hors prix.

**Le vieillissement de la population en Espagne et la baisse tendancielle du nombre d'actifs** qui devrait en découler pourraient également constituer un frein au redéveloppement industriel. Selon les prévisions d'Eurostat, la population en Espagne fléchira de 2,6% d'ici à 2030, sous l'effet d'une baisse de la natalité. Cette diminution accentuera donc la nécessité, pour rester compétitif, de générer des gains de productivité supplémentaires. La situation reste par ailleurs toujours très délicate sur le marché du travail, avec un chômage de longue durée et un nombre de jeunes sans emploi encore très important. La crise sanitaire a aggravé ce phénomène, même si les aides exceptionnelles d'État ont permis d'amortir considérablement le choc sur l'emploi.

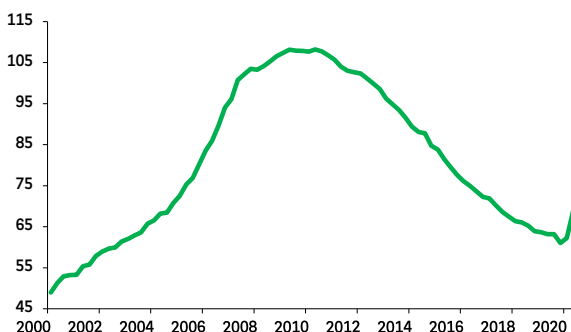
#### RATIO DE DETTE PUBLIQUE (% DU PIB)



GRAPHIQUE 13

SOURCES : BANQUE D'ESPAGNE, BNP PARIBAS

#### DETTE CONSOLIDÉE DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES (% DU PIB)



GRAPHIQUE 14

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

**Des contraintes budgétaires fortes malgré des conditions de financement encore très favorables.** La crise de la Covid-19 étant passée par là, l'endettement public s'est considérablement alourdi ces derniers mois. La dette du gouvernement général espagnol a bondi de près de 30 points de PIB depuis le début de l'année 2020, dépassant ainsi désormais le seuil des 125% de PIB (cf. *graphique 13*). Pour l'heure, les contraintes budgétaires sont très largement assouplies, grâce en particulier aux dispositifs européens mis en place pour amortir l'impact économique de la pandémie (le programme de rachats d'actifs de la BCE étendu avec le PEPP, le Fonds de relance européen, la suspension des critères de Maastricht). Tout cela devrait contribuer à maintenir un niveau élevé de dépenses publiques. Les taux d'intérêts souverains restent en effet à des niveaux historiquement bas. Cependant, et une fois la pandémie passée, les politiques monétaires deviendront progressivement moins accommodantes et les marges de manœuvre budgétaires pourraient en conséquence se resserrer, ce qui pourrait limiter la capacité d'investissement de l'État. Le niveau d'endettement des entreprises espagnoles est également reparti à la hausse avec la crise sanitaire (cf. *graphique 14*). Néanmoins, les efforts importants de désendettement consentis par les firmes nationales au cours des dernières années permettront au secteur privé de repartir sur des bases plus solides que lors des crises précédentes.

#### Des avantages comparatifs à exploiter

L'Espagne possède néanmoins des atouts sur lesquels s'appuyer afin d'envisager un redressement de l'activité industrielle au cours des prochaines années. Premier marché européen pour l'éolien terrestre, rivalisant avec l'Allemagne sur le secteur de l'énergie solaire, l'Espagne est l'un des pays les plus avancés aujourd'hui dans le développement des énergies renouvelables en Europe. À terme, les perspectives de création d'emplois sont importantes si le pays parvient à capitaliser sur cette avance et à profiter notamment des « effets d'échelle » que sa position actuelle lui confère. En particulier, l'énergie solaire pourrait générer, d'ici à 2050, 1,73 million d'emplois en Europe, soit près de la moitié des nouveaux emplois dans les énergies renouvelables en Europe (entre 3,3 et 3,4 millions).<sup>18</sup>

Dans son Plan national pour l'énergie et le climat pour 2021-2030 (PNEC)<sup>19</sup>, le gouvernement espagnol prévoit d'investir près de EUR 240 mds au cours de la décennie et table, grâce à ce plan, sur la création nette de 270 000 emplois annuels en moyenne entre 2021 et 2030 (cf. *graphique 15*). Le développement de ces nouvelles industries aura des effets d'entraînement significatifs sur de nombreux autres secteurs de l'économie, directement (construction, transport, activités professionnelles et scientifiques, etc.), ou indirectement (commerce, hôtellerie & restauration, etc.) en raison de la hausse de la croissance économique, de l'emploi et de la consommation. L'essor des énergies renouvelables, central compte tenu des enjeux climatiques et des règles environnementales de plus en plus strictes imposées par la Commission européenne, constitue donc l'un des principaux moteurs de croissance et d'emploi en Espagne pour les années à venir.

Le secteur automobile constitue un second levier significatif. L'Espagne est le second producteur d'automobile en Europe après l'Allemagne. Le gouvernement espère générer, grâce à son programme d'investissement de EUR 4,3 mds dans les véhicules électriques, près de 140 000 nouveaux emplois.<sup>20</sup>

18 Voir Ram M. et al. *Job creation during the global energy transition towards 100% renewable power system by 2050*, *Technological Forecasting and Social Change*, février 2020.

19 [https://ec.europa.eu/energy/sites/default/files/documents/es\\_final\\_necp\\_main\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/energy/sites/default/files/documents/es_final_necp_main_en.pdf)

20 [https://www.lamoncloa.gob.es/lang/en/gobierno/councilministers/Paginas/2021/20210713\\_council.aspx](https://www.lamoncloa.gob.es/lang/en/gobierno/councilministers/Paginas/2021/20210713_council.aspx)



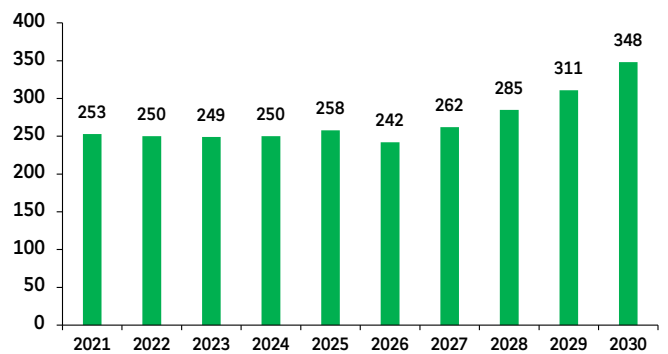
## Le redéveloppement industriel, un facteur important pour la réussite du plan *España 2050*.

Ces programmes industriels s'inscrivent dans une série d'objectifs à long terme rassemblés au sein du programme *España 2050*<sup>21</sup> dévoilé début juillet par l'exécutif espagnol.

Ce plan, composé de neuf grands volets et de quarante objectifs chiffrés, cible entre autres choses une hausse significative de la productivité, du taux d'emploi, ou encore une baisse drastique des émissions de CO<sub>2</sub> (cf. *tableau 3*). Les objectifs en termes de gain de productivité sont très ambitieux – une hausse de 50% d'ici à 2050 – tout comme la part des dépenses totales (publiques et privées) en recherche et développement qui devrait plus que tripler pour atteindre 4% du PIB. Le gouvernement souhaite également renforcer la part de grandes entreprises, ce qui, à terme, permettrait d'actionner davantage les économies d'échelle et les investissements de plus grande envergure, avec comme effets espérés de booster la productivité moyenne.

Le recul de l'industrie n'a pas seulement eu un impact sur la productivité et la compétitivité du pays. Ce phénomène a certainement joué un rôle prépondérant dans la précarisation de l'emploi que connaît l'Espagne aujourd'hui. Cela a entraîné un ralentissement mécanique de la hausse des salaires dans le pays, les taux de croissance des rémunérations dans les services restant en effet inférieurs à ceux dans l'industrie (cf. *graphique 16*). Entre 2010 et 2019, les salaires nominaux dans les services ont ainsi augmenté de seulement 4,0%, ce qui, en prenant en compte l'inflation, représente une baisse réelle de 7% environ.<sup>22</sup> En termes réels, les salaires dans l'industrie ont baissé seulement de 1%, les salaires nominaux ayant augmenté de 10% au cours de la période 2010-2019. Les raisons sont multiples mais on peut citer notamment la forte augmentation des emplois dans les secteurs liés au tourisme (restauration, hôtellerie, culture), qui sont généralement plus précaires et plus faiblement rémunérés.

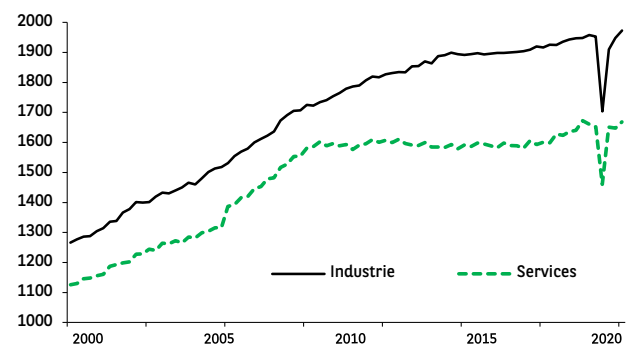
### ESTIMATION GOUVERNEMENTALE DE L'IMPACT DU PNEC SUR L'EMPLOI (CRÉATION NETTE, EN MILLIERS)



GRAPHIQUE 15

SOURCES : PLAN NATIONAL POUR L'ENERGIE ET LE CLIMAT, BNP PARIBAS

### ÉVOLUTION DES SALAIRES ENTRE INDUSTRIE ET SERVICES (EN EUROS)



GRAPHIQUE 16

SOURCES : INE, BNP PARIBAS

### SÉLECTION D'OBJECTIFS DU PLAN ESPAÑA 2050

	2019*	2030	2040	2050
Productivité horaire du travail (euro constant, 2015)	42	46	53	63
Dépenses en R&D (en % du PIB)	1,2%	3,0%	3,5%	4,0%
Taux d'emploi	62%	68%	72%	80%
Taux de chômage	18%	12%	10%	7%
Part des grandes entreprises (250 employés et +)	31%	32%	33%	35%
Emissions de CO <sub>2</sub>	-	-23%	-57%	-90%
Indice de Gini	34	32	31	29
Population à risque de pauvreté (% population totale)	22%	18%	15%	10%

\* Moyenne pour 2015-19

TABLEAU 3

21 [https://www.lamoncloa.gob.es/presidente/actividades/Documents/2021/200521-Estrategia\\_Espana\\_2050.pdf](https://www.lamoncloa.gob.es/presidente/actividades/Documents/2021/200521-Estrategia_Espana_2050.pdf)

22 L'indice des prix à la consommation a augmenté de 11,0% entre 2010 et 2019 (source INE).



\*\*\*\*\*

En dévoilant coup sur coup son plan de relance national et l'agenda *España 2050*, l'exécutif espagnol entend replacer l'industrie au cœur de son programme de développement économique et social pour les années à venir. Les objectifs affichés d'ici à 2030 en termes de hausse de la productivité et de l'investissement sont ambitieux mais pourraient se heurter à un contexte budgétaire tendu, la dette publique s'étant alourdie très fortement avec la crise du coronavirus. Par ailleurs, même si les subventions allouées par le Fonds de relance européen offrent des marges budgétaires supplémentaires, l'État compte en grande partie sur les effets de levier pour mobiliser davantage les investissements privés, ce qui n'est pas assuré. Par exemple, avec son plan de soutien de EUR 4,3 mds destiné au secteur automobile, le gouvernement compte attirer près de EUR 20 mds d'investissement privé. À terme, l'objectif principal d'un renforcement de l'industrie sera de permettre la création de nouveaux débouchés d'emploi et une réduction du taux de chômage, celui-ci restant bien trop élevé. Avec l'objectif affiché d'un taux de chômage de 12% à l'horizon de 2030, le gouvernement reste, somme toute, très prudent quant à la réussite et à l'impact de ce plan d'investissement industriel sur l'emploi et l'activité économique à moyen et long terme.

*Achévé de rédiger le 15 septembre 2021*

[guillaume.a.derrien@bnpparibas.com](mailto:guillaume.a.derrien@bnpparibas.com)



# CHINE : LE MAQUIS DES FINANCES PUBLIQUES

14

**En Chine, la situation des finances publiques se dégrade depuis plusieurs années et cette dynamique s'est accélérée en 2020 avec la crise liée à l'épidémie de Covid-19. Les réformes introduites depuis 2014 ont conduit à une plus grande transparence des comptes publics et permis d'améliorer la gestion des budgets et de la dette des collectivités locales. Ces changements n'ont toutefois pas empêché une montée des déséquilibres budgétaires. Par ailleurs, d'importantes opérations quasi- et extrabudgétaires coexistent avec le budget officiel, et les liens entre les différentes administrations et entités publiques sont multiples et parfois opaques – ce qui fait de l'analyse des finances publiques un exercice souvent compliqué.**

Alors que le déficit « officiel » affiché par le gouvernement n'a enregistré qu'une hausse modérée depuis dix ans, l'analyse des données disponibles sur l'ensemble des administrations publiques met en évidence une détérioration beaucoup plus importante de la performance budgétaire. En outre, à l'augmentation des déficits et de la dette directe du gouvernement s'est ajoutée la hausse de l'endettement indirect des collectivités locales, notamment contracté par leurs véhicules de financement.

Si le risque souverain au sens strict (risque que le gouvernement central rencontre des difficultés de paiement) ne suscite aucune inquiétude à court et moyen terme, la dégradation structurelle des finances publiques a des conséquences de plus en plus visibles. D'abord, la marge de manœuvre de la politique budgétaire s'est réduite. Les autorités ont dû, dès cette année, donner la priorité à l'ajustement des finances publiques après la forte hausse des déséquilibres budgétaires en 2020, tout en prolongeant certaines mesures de soutien à la demande interne.

Autre conséquence, les interconnexions entre la santé financière du gouvernement et celle des entreprises publiques (dont les véhicules de financement) s'accroissent. L'excès de dette des entreprises publiques constitue un risque contingent de plus en plus élevé pour le gouvernement central et les collectivités locales, mais des liens inverses existent également. Ainsi, les collectivités locales les plus fragiles s'appuient-elles davantage sur leurs véhicules de financement pour prendre en charge une part des investissements publics. En outre, les conditions de financement des entreprises détenues par ces collectivités se durcissent - d'autant que, dans le même temps, l'idée d'un soutien implicite infaillible de l'État s'affaiblit. Les réformes visant à renforcer la santé financière des collectivités locales et des entreprises publiques en deviennent d'autant plus urgentes.

## Évolution des déficits budgétaires avant et après le choc de la Covid-19

En 2020, la crise sanitaire, le ralentissement de la croissance économique et le plan de soutien mis en œuvre par les autorités ont conduit à une forte hausse des déficits budgétaires et de l'endettement public, après déjà plusieurs années de dégradation. Celle-ci a été généralisée, et concerne l'ensemble des administrations publiques inscrites au budget officiel ainsi que les entités quasi- et extra- budgétaires. Des efforts d'ajustement budgétaire sont devenus indispensables, et contraignent de plus en plus la politique économique chinoise.

1 La loi budgétaire adoptée en 2014 visait, entre autres, à : i) renforcer le reporting des administrations publiques et instaurer la publication annuelle des « quatre budgets », ii) rationaliser et mieux planifier les dépenses des collectivités locales, les autoriser à s'endetter directement sur les marchés obligataires, iii) réduire l'utilisation des véhicules de financement et dissocier leurs activités des budgets des collectivités locales. Des progrès importants ont été réalisés concernant le premier objectif, et le marché des titres obligataires des collectivités s'est rapidement développé depuis 2014. En revanche, le dernier objectif n'a pas été atteint, les véhicules de financement ayant continué de proliférer.

2 La réforme de la TVA, initiée par un programme pilote en 2012, a été étendue à toute la Chine en 2016 : la taxe professionnelle (*Business Tax*), qui co-existait avec la TVA et était appliquée à certaines industries, a été remplacée par une TVA sur tous les biens et services (taux variables selon les secteurs).

3 Les principales réductions d'impôts ont été appliquées en 2018 (pour un montant total estimé à 1,5% du PIB) et en 2019 (2% du PIB).

4 C. Wong, *National University of Singapore, East Asian Institute : China's post-Covid goldilocks budget – How big should it be ?* March 18, 2021.

## La dégradation en cours depuis plusieurs années ...

La forte hausse des déséquilibres budgétaires en 2020 a succédé à plusieurs années de détérioration progressive. Certes, la mise en œuvre de la nouvelle loi budgétaire de 2014<sup>1</sup> et les réformes qui ont suivi ont conduit à une amélioration de la transparence et de la gestion des budgets aux différents niveaux de l'administration publique. Toutefois, ces changements n'ont pas empêché la montée de vulnérabilités.

Tout d'abord, les déficits budgétaires se sont accrus progressivement jusqu'au choc de la Covid-19 (cf. *Encadré pour la définition des soldes budgétaires et leurs champs d'application*). Entre 2015 et 2019, le déficit « officiel » ne s'est dégradé que légèrement de -2,4% du PIB à -2,8%, mais le déficit du budget général a augmenté de -3,4% du PIB à -4,9% et le déficit total de l'ensemble des administrations publiques a doublé, passant de -2,3% du PIB à -4,6% (cf. *Graphique 1*).

D'une part, le ralentissement structurel de la croissance économique et du commerce extérieur et les réformes du système fiscal (généralisation de la TVA<sup>2</sup>, baisses de l'impôt sur les revenus et des droits de douane, réduction des cotisations sociales pour les entreprises, etc.) ont pesé sur les recettes budgétaires. L'assiette fiscale (recettes fiscales du gouvernement général) s'est réduite dans les années précédant la crise sanitaire, passant de 18,5% du PIB en 2014 à 16% en 2019 (elle est descendue à 15,2% du PIB en 2020)<sup>3</sup>. D'autre part, le total des dépenses et investissements publics (gouvernement général et autres administrations publiques) a fortement augmenté (il représentait 41,3% du PIB en 2019 puis 43,8% en 2020, contre 37% en 2014) afin de soutenir la demande intérieure (cf. *Graphique 2*).

En outre, les « réserves » à disposition du gouvernement se sont érodées. Pour financer une partie du budget général, les autorités ont en effet recouru à des transferts d'actifs en provenance des réserves des différents fonds publics (le fonds de stabilisation, des fonds gouvernementaux, ou encore le fonds financé par les bénéfices des entreprises publiques). Ces transferts ont fortement augmenté en 2020 après déjà plusieurs années de hausse soutenue (ils étaient estimés à environ 35% des recettes de l'ensemble des fonds concernés, contre 25% en 2019 et 15% en 2016-2017<sup>4</sup>). Par exemple, les transferts du fonds de stabilisation vers le budget général sont passés de RMB 100 mds en 2014 à RMB 280 mds en 2019 et RMB 530 mds en 2020 (0,5% du PIB), et le solde cumulé de ce fonds pourrait s'approcher de zéro cette année. Les réserves des caisses de sécurité sociale atteignaient quant à elles près de 10% du PIB en 2019, après plusieurs années de hausse. Le gouvernement n'est pas autorisé à y puiser pour financer le budget



général, mais les mesures de soutien introduites en 2020 ont largement été prises en charge par ces réserves.

La détérioration des finances publiques a surtout fragilisé les collectivités locales. Le déséquilibre structurel entre leurs revenus (recettes fiscales étroites, transferts de l'État central insuffisants et dépendants d'un système complexe) et leurs larges responsabilités en matière de services publics et d'investissements est à l'origine de déficits budgétaires élevés (en moyenne sur 2015-2019 de 9,9% du PIB avant transferts du gouvernement central, et de 2,1% après transferts), de la hausse continue de leur endettement, et de leur forte dépendance à des sources de financement alternatives moins contrôlées. Il s'agit principalement des revenus des ventes de terrains, ce qui a alimenté la spéculation sur les marchés immobiliers, de taxes locales diverses, et du recours à de la dette indirecte via des entités dédiées, les véhicules de financement (voir Encadré & Graphique 3).

### ... s'est accélérée en 2020

Le gouvernement a introduit des mesures de soutien budgétaire dès le début de la crise de la Covid-19 en février 2020, puis a publié l'ensemble de son budget pour 2020 en mai à l'issue de la session annuelle du Parlement. L'objectif officiel de déficit budgétaire a été augmenté de RMB 2760 mds en 2019 à RMB 3760 mds en 2020, ce qui devait représenter -3,6% du PIB, contre -2,8% en 2019. Cela semblait indiquer, à première vue, un assouplissement modéré de la politique budgétaire. En réalité, l'objectif de déficit officiel annoncé au printemps de chaque année n'est pas un indicateur exhaustif des mesures envisagées. Il peut être considéré comme un signal de la direction prise par la politique budgétaire à court terme. Le déficit officiel affiché à la fin de l'exercice budgétaire est d'ailleurs toujours égal à l'objectif initial (en 2020, le déficit officiel réalisé a bien été de RMB 3760 mds, soit finalement -3,7% du PIB, la croissance du PIB ayant été légèrement inférieure à la prévision des autorités).

Ainsi, le fait que le déficit officiel en 2020 ait été historiquement élevé (pour la première fois supérieur à 3%) et sa hausse inhabituellement forte (de RMB 1000 mds, soit près de 1 point de pourcentage de PIB) est un signal d'assouplissement budgétaire important. Ces chiffres sous-estiment toutefois l'ampleur réelle des mesures mises en œuvre en 2020. L'analyse des données disponibles pour l'ensemble des administrations et des fonds publics met en évidence un plan de soutien plus important, proche de 5% du PIB (ce qui reste très modeste par rapport aux plans budgétaires adoptés dans la plupart des pays développés) et une hausse plus marquée des déséquilibres budgétaires.

Ainsi, le déficit total des comptes publics consolidés (des « quatre budgets ») a doublé en un an, passant de RMB 4600 mds en 2019 à RMB 9200 mds en 2020, soit de -4,6% à -9% du PIB. Il a été inférieur à la prévision initiale (de 11,4% du PIB) des autorités, le rebond de l'activité dès le T2 2020 ayant permis de modérer les dépenses de relance et de soutenir les recettes fiscales et quasi-budgétaires.

Sur l'ensemble de l'année, la hausse des déficits budgétaires s'explique surtout par la chute des recettes totales (de -2,4% en 2020 par rapport à 2019), principalement due à la perte de recettes fiscales (-2,3%) et de cotisations de sécurité sociale (-13,3%). L'augmentation des dépenses totales (+9,2%) s'est avérée modérée. Elle a été essentiellement tirée par les investissements des collectivités locales (les dépenses des fonds gouvernementaux ont bondi de 28,8% en 2020) alors que le total des dépenses courantes a été très limité (+2,8%).

Par conséquent, le déficit du budget général a augmenté de -4,9% du PIB en 2019 à -6,2% en 2020. Avec une charge d'intérêts sur la dette en très légère hausse et estimée 1% du PIB en 2020, le solde budgétaire primaire du gouvernement général s'est établi à -5,2% en 2020 contre -4% en 2019 (cf. Graphique 1).

Le solde des trois autres budgets est devenu déficitaire pour la première fois en 2020 (-2,9% du PIB), car le coût du plan de soutien à l'économie a été largement porté par les fonds quasi-budgétaires des collectivités locales (dont le déficit a atteint -2,4% du PIB en 2020) ainsi que par les caisses de sécurité sociale dont le déficit (exceptionnel et normalement temporaire) s'est élevé à -0,7% du PIB (cf. Graphique 4).

Les mesures de relance ont consisté, pour environ 40% du montant total du plan de soutien, en de nouveaux investissements publics (principalement dans les infrastructures)<sup>5</sup>. Le reste a consisté en des mesures ponctuelles (dont certaines sont maintenues en 2021) telles que : des dépenses de santé (contrôle de l'épidémie, équipements médicaux), des exonérations et réductions d'impôts et de cotisations sociales, des modifications de l'assurance-chômage pour accélérer les déboursments et étendre la couverture (de travailleurs migrants notamment), des baisses de charges et autres aides apportées aux entreprises et aux ménages les plus vulnérables.

Au plan de soutien budgétaire se sont ajoutées les nouvelles dépenses engagées par les véhicules de financement des collectivités locales et les entreprises publiques (investissements, embauches). Le déficit extrabudgétaire qui en découle est difficile à estimer. Sur la base des données disponibles et d'estimations du FMI, on pouvait l'évaluer à environ 4%-5% du PIB en 2019. Il a continué à augmenter en 2020.

### Financement des déficits sur les marchés obligataires locaux

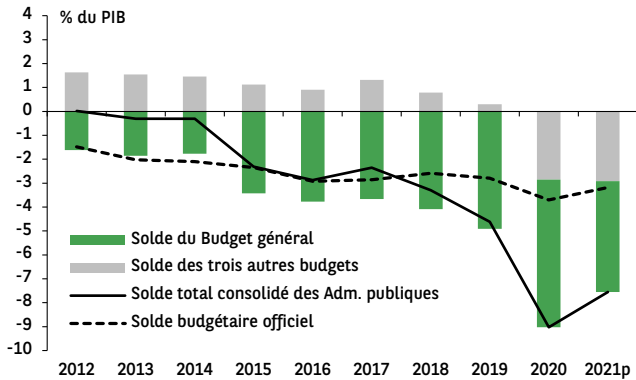
Le gouvernement central et les collectivités locales couvrent la quasi-totalité de leurs besoins de financement nets officiels (i.e. après transferts en provenance des divers fonds publics et hors endettement indirect extrabudgétaire) sur les marchés obligataires locaux.

Les autorités prévoient dans le budget annuel des quotas (limites) de nouvelles émissions pour : i) les obligations « générales », qui sont émises par le gouvernement central (pour environ deux-tiers du total) et les collectivités. Elles financent habituellement le budget général à hauteur du déficit officiel prévu ; ii) les obligations « spéciales », qui sont essentiellement émises par les collectivités pour couvrir des dépenses spécifiques des fonds gouvernementaux.

En 2020, le total des nouvelles obligations générales émises a dépassé le déficit budgétaire officiel de près de RMB 300 mds, atteignant RMB 4040 mds. De plus, les nouvelles émissions d'obligations spéciales des collectivités locales ont également été fortement accrues, pour atteindre RMB 3600 mds (un montant légèrement inférieur au quota initialement autorisé), et complétées par une émission exceptionnelle de RMB 1000 mds d'obligations spéciales par le gouvernement central (qui n'avait eu recours à ce type d'émission obligatoire que deux fois dans le passé, en 1998 et en 2007). Le gouvernement central a en effet pris en charge une part plus importante du financement des déficits budgétaires en 2020, afin de compenser les pertes de revenus liées à la crise de la Covid-19 (cf. Graphique 5).

5 Les nouvelles dépenses d'investissement prévues par le plan de relance ont notamment bénéficié aux infrastructures de transport, aux secteurs liés à l'environnement, l'eau et la santé, aux aménagements urbains/ruraux, aux parcs industriels, aux « nouveaux » secteurs (high-tech, réseaux internet, 5G, intelligence artificielle), etc.

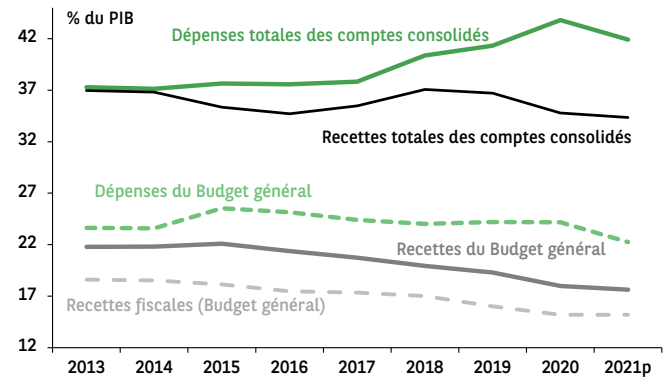
COMPTES CONSOLIDÉS DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, CEIC, BNP PARIBAS

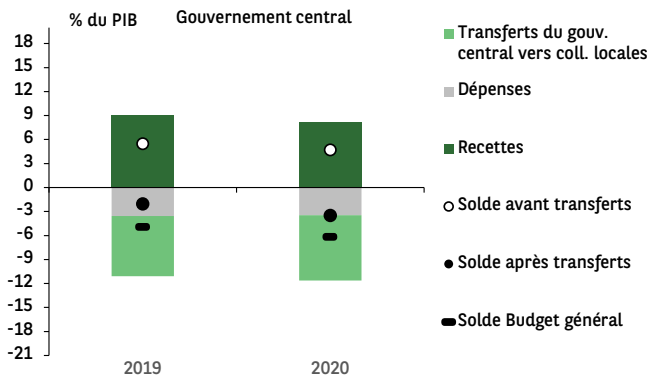
RECETTES ET DÉPENSES PUBLIQUES



GRAPHIQUE 2

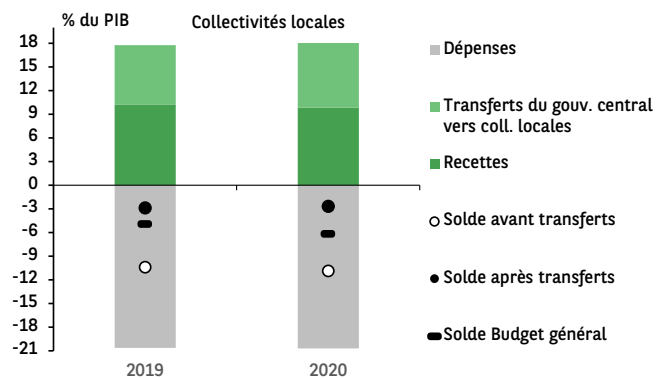
SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, CEIC, BNP PARIBAS

BUDGET GÉNÉRAL



GRAPHIQUE 3A

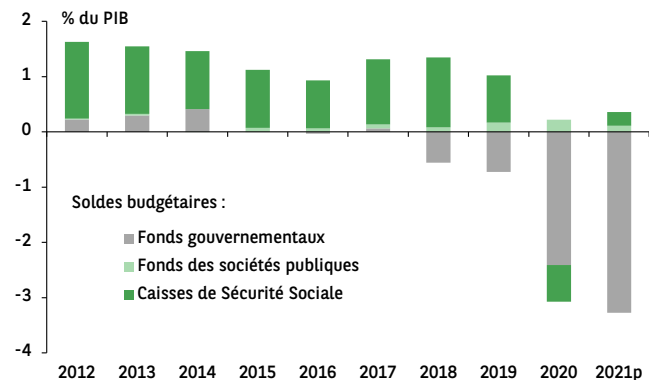
SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, CEIC, BNP PARIBAS



GRAPHIQUE 3B

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, CEIC, BNP PARIBAS

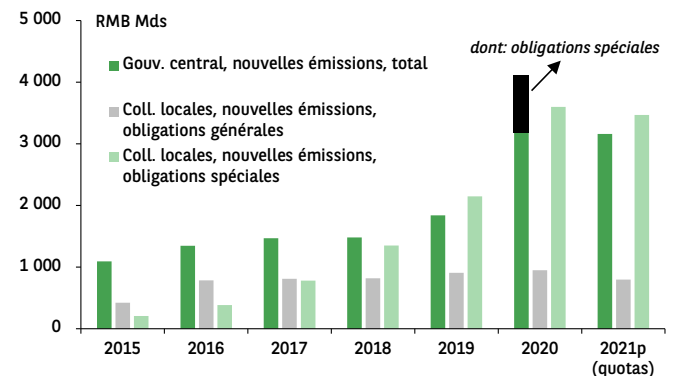
COMPTES DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES, HORS BUDGET GÉNÉRAL



GRAPHIQUE 4

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, CEIC, BNP PARIBAS

ÉMISSIONS NETTES D'OBLIGATIONS D'ÉTAT



GRAPHIQUE 5

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, BNP PARIBAS





## OPÉRATIONS BUDGÉTAIRES, QUASI-BUDGÉTAIRES ET EXTRABUDGÉTAIRES

- **Le budget annuel déchiifré**

Depuis 2015, le ministre des Finances chinois présente dans son rapport annuel<sup>1</sup> la politique budgétaire en quatre volets, distincts, non consolidés et sur la base des flux de trésorerie. Les « quatre budgets » ou sous-composantes des comptes publics sont :

**a) Le budget général, ou budget principal du gouvernement général (État central + collectivités locales).** Il comprend essentiellement les dépenses courantes. Sa part dans les dépenses totales des comptes publics consolidés (i.e. des quatre budgets) a baissé progressivement, atteignant 59% en 2019 et 55% en 2020. Les recettes proviennent des impôts (85% des recettes du budget général en 2019, soit 16% du PIB) et autres prélèvements (3,3% du PIB en 2019).

L'organisation des dépenses publiques en Chine est extrêmement décentralisée, les collectivités locales étant responsables de la majorité des services publics et prenant en charge 85% des dépenses du budget général. Leurs recettes propres ne représentent en revanche que 53% des recettes du budget général. Le déficit qui en résulte est comblé partiellement par des transferts en provenance du gouvernement central. (cf. Graphiques 3A & 3B).

**Le déficit budgétaire « officiel » est le solde du gouvernement général consolidé et ajusté des transferts en provenance des recettes et réserves d'autres comptes publics. Son financement est couvert par les émissions d'obligations « générales » du gouvernement central et des collectivités locales.**

**b) Le budget des fonds gouvernementaux, i.e. des fonds gérés hors du budget général, principalement par les collectivités locales.** Leurs dépenses sont essentiellement des investissements en capital, dont les projets d'infrastructure. Leur part dans les dépenses totales des comptes publics consolidés a augmenté progressivement, pour atteindre 22,5% en 2019 et 26,5% en 2020.

Les fonds gouvernementaux sont d'abord financés par des ressources propres aux collectivités, considérées ici comme quasi-budgétaires, qui comprennent : des taxes diverses (prélevées sur les billets de train, d'avion, de loterie, etc.) et, surtout, les recettes des ventes de terrains. Celles-ci représentent plus de 80% des recettes du budget des fonds gouvernementaux en termes bruts, et 15% à 20% en termes nets (i.e. hors coûts d'acquisition de terres et d'aménagement du territoire). Les recettes nettes de ventes de terrain représentaient entre 1,5% et 2% du PIB en 2019 et 2020.

**Le budget des fonds gouvernementaux est également financé par les émissions d'obligations « spéciales »** du gouvernement central et des collectivités locales (dans la présentation du Budget, les autorités considèrent le produit des émissions obligataires spéciales comme des recettes budgétaires).

**Le stock d'obligations « générales » et « spéciales » constitue la dette officielle, explicitement budgétée, du gouvernement.**

**c) Le budget du fonds financé par des versements de bénéfices des sociétés publiques détenues par l'État central ou les collectivités locales.** Le fonds est géré par la SASAC (*state-owned assets supervision and administration commission*). Ce budget couvre certaines dépenses sociales et certains coûts liés aux réformes des entreprises publiques. Il représente moins de 1% du budget total des comptes publics consolidés.

**d) Le budget des caisses de Sécurité Sociale (SS),** qui couvre l'ensemble des opérations liées au système de protection sociale (retraites, assurance santé, chômage, accidents du travail, etc.). Il représente près de 20% des dépenses totales des comptes publics consolidés.

**Le solde budgétaire total consolidé de l'ensemble des administrations et des fonds publics (APU)** est déduit de l'addition des quatre budgets.

Des efforts de transparence ont été réalisés au cours des dernières années, mais les données disponibles restent incomplètes et parfois difficiles à interpréter. L'existence de transferts intergouvernementaux et les divers ajustements comptables entre les différents comptes publics compliquent également l'analyse. Voir Graphique 1 & Graphique 4.

- **Les opérations extrabudgétaires**

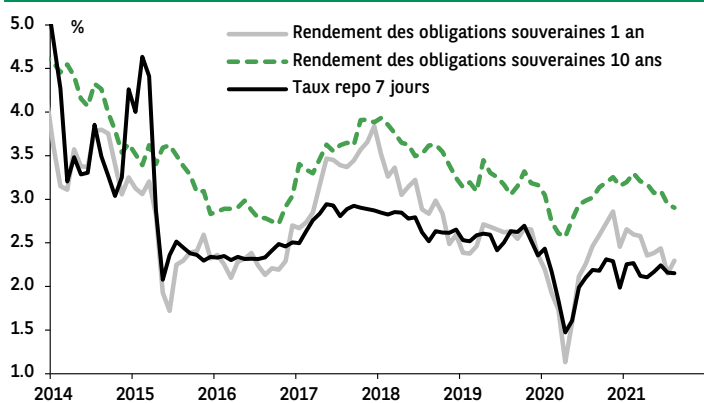
En dehors de ces différents budgets, **les véhicules de financement des collectivités locales** (entités *ad hoc* créées pour prendre en charge des projets d'investissement spécifiques) **et autres entités publiques** participent également à la mise en œuvre de la politique du gouvernement via des mesures extrabudgétaires. Ces mesures sont, en particulier, des investissements dans les infrastructures, que les collectivités locales ne sont pas en mesure de financer directement du fait de l'insuffisance de leurs ressources budgétaires et financières. Au solde budgétaire des APU s'ajoute donc un déficit extrabudgétaire, qui représente essentiellement les besoins des véhicules de financement. Ceux-ci financent l'ensemble de leurs investissements par endettement.

<sup>1</sup> China's Ministry of Finance (March 5, 2021): "Report on the execution of the central and local budgets for 2020 and on the draft central and local budgets for 2021" & China's Ministry of Finance (May 22, 2020): "Report on the execution of the central and local budgets for 2019 and on the draft central and local budgets for 2020".



Le placement des titres sur les marchés obligataires se fait sans difficulté. La liquidité y est structurellement abondante, alimentée par une importante épargne disponible dans le secteur financier (l'épargne nationale représente 45% du PIB et est encore investie principalement localement). Après la période d'assouplissement important de la politique monétaire pour répondre au choc de la Covid-19 du premier trimestre 2020, la banque centrale a resserré prudemment les conditions de crédit à partir du quatrième trimestre, tout en maintenant des niveaux de liquidité confortables sur les marchés. Les conditions de financement du gouvernement sont restées stables. En moyenne, depuis 2019, les collectivités locales ont émis des titres avec des spreads environ 20 à 40 points de base (pb) au-dessus des rendements des obligations souveraines de même échéance (cf. Graphique 6).

### TAUX DE MARCHÉ



GRAPHIQUE 6

SOURCES : NIFC, PBOC

### La réduction de la marge de manœuvre exige un réglage plus fin de la politique budgétaire

Le gouvernement affichait l'an dernier des finances suffisamment solides pour absorber le choc de la Covid-19, mais sa marge de manœuvre s'est fortement réduite. La politique budgétaire est dorénavant contrainte par la nécessité de réduire les déficits et les sources de risque – dans le dernier rapport sur le budget, le ministre des Finances reconnaissait la « gravité » de la situation. Afin d'atteindre leurs différents objectifs pour 2021 (maintien partiel de mesures de soutien à la demande interne vs. consolidation budgétaire et modération de l'endettement public), les autorités sont donc amenées à ajuster plus finement leurs instruments avec, en particulier, une surveillance plus étroite des dépenses d'investissement public. Un recours plus large aux impôts est également attendu à moyen terme.

#### La programmation budgétaire 2021

Signal d'un resserrement prudent, la cible de déficit officiel pour 2021 a été abaissée de seulement RMB 190 mds à RMB 3570 mds, soit -3,2% du PIB, contre -3,7% en 2020. De plus, dans leur rapport sur le budget de mars dernier, les autorités envisageaient une réduction de moins de 10% du déficit total des comptes publics consolidés, qui atteindrait RMB 8470 mds en 2021, soit -7,6% du PIB (avec une hypothèse de croissance du PIB nominal de 10%) contre -9% en 2020. La hausse prévue des dépenses publiques totales a été abaissée à +5,6% en 2021 (contre +9% en 2020). Les recettes totales se redresseraient vigoureusement

(+9% prévus après la contraction de 2020), soutenues par la reprise de l'activité et la suppression progressive des exonérations et reports d'impôts et de cotisations sociales pour les entreprises (même si certaines aides fiscales sont maintenues pour les petites sociétés). L'ajustement budgétaire envisagé repose donc sur les caisses de la sécurité sociale, qui dégageraient de nouveau un excédent. Le déficit du budget général se réduirait de -6,2% du PIB en 2020 à -4,6% en 2021, soit un déficit inférieur à son niveau d'avant-crise (-4,9% en 2019). Cf. Graphiques 1 & 4.

En revanche, le déficit enregistré par les fonds gouvernementaux continuerait de se creuser. Toujours selon les prévisions officielles annoncées au mois de mars, il s'établirait à -3,3% du PIB, contre un déficit réalisé de -2,4% en 2020 et de moins de -1% en 2018 et 2019. Cette projection se basait, d'une part, sur la stabilisation attendue des recettes issues des ventes de terrains, illustrant la volonté de Pékin de tempérer le secteur immobilier et, d'autre part, sur un ralentissement modéré des dépenses d'investissement.

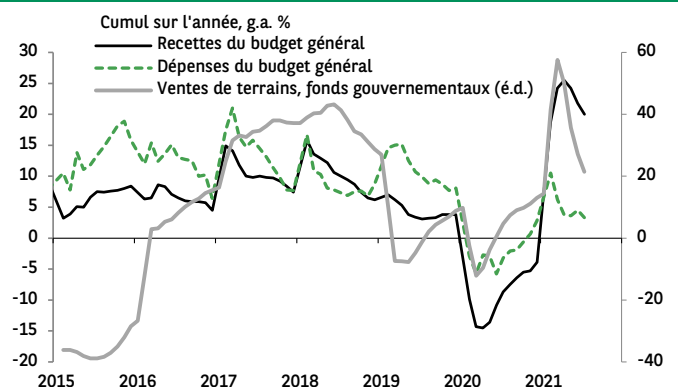
#### Réajustements en cours d'année

Or, le fort rebond de la croissance économique à partir du deuxième trimestre 2020 jusqu'à la mi-2021 a conduit, d'une part, à un solide redressement des revenus du gouvernement et, d'autre part, a permis de réajuster rapidement les priorités de la politique économique. Les autorités ont resserré les conditions de crédit dès le dernier trimestre de 2020 et révisé les plans d'investissement public au premier semestre 2021.

Les recettes fiscales du budget général se sont redressées plus fortement que prévu au premier semestre 2021 (+22,5% en g.a.) et ont déjà dépassé leur niveau du premier semestre 2019, tandis que les recettes des collectivités locales issues de la vente de terrains ont également fortement progressé (+22,4% en g.a.), profitant du redressement du marché immobilier (cf. Graphique 7).

Dans le même temps, les niveaux de dépenses courantes du budget général se sont normalisés au premier semestre 2021 et les collectivités locales ont ajusté fortement à la baisse leurs dépenses d'investissement par rapport aux prévisions. À fin juin, elles n'avaient émis que 35% de leurs quotas d'émissions obligataires autorisées pour l'année (le quota total prévu a en conséquence été légèrement réduit).

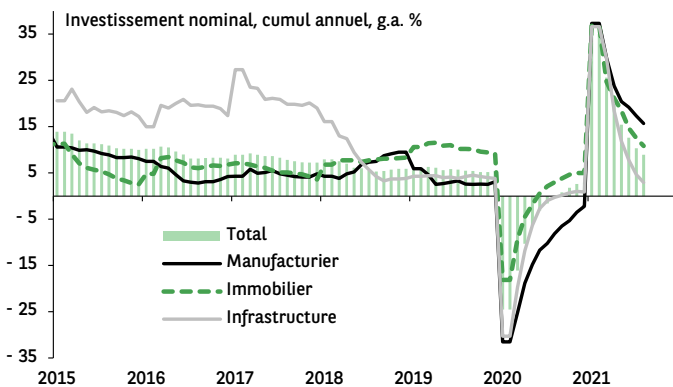
### RECETTES ET DÉPENSES DU GOUVERNEMENT



GRAPHIQUE 7

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, CEIC

## INVESTISSEMENT



GRAPHIQUE 8

SOURCE : NBS

Cet ajustement a accompagné le durcissement des conditions de crédit, et l'investissement dans les infrastructures publiques a rapidement marqué le pas au premier semestre 2021 (cf. Graphique 8).

Pékin cherche en effet à mieux contrôler les dépenses des collectivités locales. La discipline plus importante qui leur est imposée et la surveillance plus étroite de leurs investissements au cours des derniers mois diffèrent largement de la stratégie mise en œuvre en 2008-2009 lorsque Pékin avait donné carte blanche aux régions pour dépenser et relancer la croissance en réponse à la crise financière internationale. L'investissement dans les projets d'infrastructures publiques reste un instrument privilégié de politique contra-cyclique, mais il devient davantage ajusté en fonction de l'évolution des données d'activité de court terme. Ces réglages visent à contenir au mieux la hausse des déficits et de la dette des collectivités, tout en gardant la possibilité de réagir en cas d'affaiblissement de la demande interne. De fait, face au ralentissement de l'activité plus marqué que prévu pendant l'été 2021, et généralisé à l'ensemble des secteurs, les autorités devraient opérer de nouveaux ajustements pour renforcer leurs mesures de soutien monétaire et budgétaire au cours des prochains mois.

## Dettes du secteur public : le problème de la dette indirecte et des risques contingents

En dépit de la dégradation générale des finances publiques des dernières années et du choc de la Covid-19, la santé financière de l'État central reste solide et son endettement très modéré. Le diagnostic des collectivités locales est plus complexe. Leurs opérations budgétaires ont gagné en discipline et en transparence grâce aux réformes introduites depuis 2014, et leur dette totale « officielle », explicitement budgétée, reste sous contrôle. Cependant, le recours des collectivités à des véhicules de financement « hors-budget » pour prendre en charge certains investissements publics est toujours très important. Il aide à pallier l'insuffisance des ressources des collectivités locales mais alimente, dans une grande opacité, la hausse de leur dette « implicite » ou indirecte, contractée par les véhicules de financement. Cette dette

6 Plus généralement, l'endettement en devises de l'économie chinoise est limité, estimé à 10% du PIB en 2020, et principalement constitué de dette des banques et des entreprises non financières.

7 La croissance du PIB réel s'est établie à 6,7% par an en moyenne en 2015-2019 et a ralenti à 2,3% en 2020. Nous prévoyons qu'elle atteindra 8,2% en 2021 puis 5,4% par an en moyenne en 2022-2025. La croissance du PIB nominal était de 9% par an en moyenne en 2015-2019 et 3% en 2020. Elle devrait atteindre 10,2% en 2021 et une moyenne annuelle de 7,5% en 2022-2025.

est élevée, et les situations sont très différentes d'une province/municipalité à l'autre. L'État central et les collectivités font également face à des risques contingents élevés associés à l'endettement des entreprises commerciales qu'elles détiennent. Les interconnexions entre finances publiques et risques de crédit se sont accrues.

## Solvabilité toujours solide du gouvernement central

La solvabilité du gouvernement central reste solide, étant donné sa dette à la fois très modérée et soutenable, ses actifs importants et une couverture très aisée de ses besoins de financement sur les marchés obligataires. Le risque souverain au sens strict ne suscite donc aucune inquiétude à court et moyen terme.

La dette totale du gouvernement central a augmenté rapidement en 2020, de 24% en termes nominaux alors que sa hausse annuelle avait oscillé entre 11% et 13% sur la période 2015-2019. Étant donné l'important ralentissement de la croissance du PIB nominal, le ratio de dette/PIB est passé de 17% en 2019 à 20,6% en 2020, un niveau toujours très modéré. La charge d'intérêts sur la dette est faible : sur la base des données disponibles pour le gouvernement général, les paiements d'intérêts ne représentaient que 4,4% des recettes totales en 2019 (0,9% du PIB) et 5,4% en 2020 (1% du PIB).

Les risques de refinancement sont quasi inexistant. La dette du gouvernement central est à plus de 80% à long terme, presque entièrement constituée de titres obligataires en monnaie locale et principalement détenus par des investisseurs chinois (surtout les banques commerciales) qui constituent une base stable de créanciers. La part de bons du Trésor détenus par les investisseurs étrangers reste modeste mais augmente néanmoins progressivement ; elle a atteint 10% en 2020, contre 3% fin 2014. Le gouvernement central recourt également un peu plus aux marchés obligataires internationaux depuis cinq ans, mais les montants sont toujours très faibles : sa dette en devises représentait 0,9% de sa dette totale en 2020 (RMB 193 mds), ou 0,2% du PIB<sup>6</sup>.

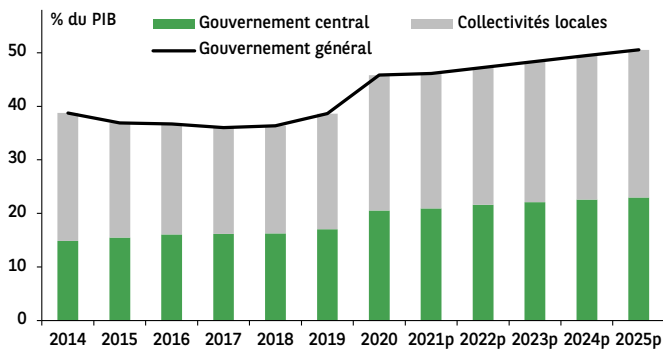
Enfin, la dynamique de dette du gouvernement bénéficie d'un différentiel entre croissance du PIB et taux d'intérêt très favorable, et cela restera le cas à moyen terme malgré le ralentissement attendu de la croissance économique<sup>7</sup>. Le taux d'intérêt apparent sur la dette (paiements d'intérêts sur stock de dette, calculé pour le gouvernement général) était estimé à 2,5% en 2019-2020 et est en baisse cette année. Dans un scénario macroéconomique central à moyen terme (supposant une très légère tendance à la baisse du déficit budgétaire et du taux d'intérêt apparent sur la dette), la dette du gouvernement central devrait augmenter lentement et rester inférieure à 25% du PIB d'ici 2025 (cf. Graphique 9).

## Dettes des collectivités locales : contours flous, risques élevés

Les collectivités locales sont plus lourdement endettées que l'État central, avec une dette aux contours flous, principalement contractée indirectement au travers des véhicules de financement.

Depuis l'adoption de la nouvelle loi budgétaire en 2014, les collectivités sont autorisées à s'endetter directement dans la limite de quotas d'émissions de nouvelle dette déterminés par les autorités centrales, et précisés dans le rapport annuel sur le budget. Le stock de dette

## DYNAMIQUE DE LA DETTE OFFICIELLE DU GOUVERNEMENT \*

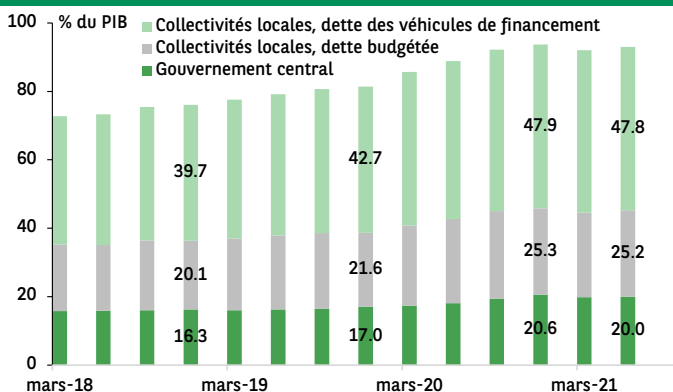


\* Inclut uniquement la dette directe explicitement budgétée. Les projections ne prennent pas en compte d'éventuelles réformes des finances des collectivités locales.

GRAPHIQUE 9

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, NBS, PROJECTIONS BNP PARIBAS

## DETTE DU GOUVERNEMENT, DÉFINITION ÉLARGIE



GRAPHIQUE 10

SOURCES : MINISTÈRE DES FINANCES, NBS, FMI, BNP PARIBAS

officielle explicitement budgétée des collectivités a donc augmenté à partir de 2014<sup>8</sup>. Elle a atteint 21,6% fin 2019 puis 25,3% du PIB fin 2020 (cf. Graphique 9).

Prise dans son ensemble, la dette officielle des collectivités locales bénéficie des mêmes facteurs favorables que celle de l'État central, qui la rendent soutenable à moyen terme : large différentiel entre taux de croissance du PIB et taux d'intérêt, profil très favorable et charge d'intérêts modérée. Elle est quasi-exclusivement constituée d'obligations émises sur les marchés locaux, majoritairement à long terme et détenue à 80% par les banques commerciales, principalement régionales. Cependant, les situations financières sont extrêmement variables d'une région à l'autre, et certaines collectivités font face à un

8 Une partie des premières obligations émises par les collectivités locales ont permis d'échanger la portion de dette des véhicules de financements que la nouvelle loi budgétaire les obligeait à reconnaître. Ce programme de *swap* a totalisé RMB 15 400 mds, soit 2/3 de la dette des véhicules de financement à fin 2014 (environ 20% du PIB).

9 IMF (December 2, 2020) : Article IV Staff report.

10 La frontière entre les véhicules de financement et les autres entreprises publiques est parfois floue. La finalité des premiers est de soutenir la politique budgétaire ; la nature des opérations des autres entreprises publiques est strictement commerciale.

11 Statistiques du CNBC (Center for National Balance Sheet) – NIFD (National Institution for Finance & Development).

12 CNBC – NIFD (April 1, 2020) : China's leverage ratio likely to increase in 2020. 2019 Report.

13 Mesurée en % des actifs, la dette des entreprises publiques a légèrement augmenté en 2020 pour la première fois depuis 2017, pour approcher 65% contre 63,9% fin 2019.

14 Ces chiffres semblent être dans la fourchette basse des valeurs possibles. Selon d'autres estimations disponibles, les entreprises publiques compteraient entre 67% et 85% de

service de la dette déjà excessivement lourd. Surtout, les financements par endettement obligataire direct sont insuffisants pour couvrir l'entièreté des besoins des collectivités locales. Une majorité d'entre elles continuent donc d'avoir recours à des véhicules de financement. Si ces véhicules ont officiellement interdiction de s'endetter au nom d'une collectivité depuis la loi de 2014, leur dette constitue bien en réalité une dette indirecte/implicite pour les collectivités locales.

Cette dette est une source de vulnérabilité importante pour les finances publiques, d'abord parce qu'elle a continué d'augmenter rapidement ces dernières années et atteint des niveaux élevés. Ensuite, cette dette est contractée dans un cadre réglementaire flou et parfois dans une grande opacité. Elle est constituée principalement de prêts bancaires, ainsi que d'obligations (la portion la plus « visible » de la dette, estimée à 20%-25% du total en 2020) et autres financements des institutions non bancaires du secteur du *shadow banking*. Son montant est difficile à évaluer. Selon les estimations du FMI9, le stock total de la dette des véhicules de financement et autres fonds extrabudgétaires en charge des investissements publics pour le compte des collectivités locales a augmenté de 15% à 20% par an depuis 2018. Il aurait atteint 43% du PIB fin 2019 et 48% du PIB fin 2020. L'endettement total (direct et indirect) des collectivités locales s'élèverait donc à 73% du PIB fin 2020 – un niveau excessivement élevé, y compris en comparaison avec les autres économies émergentes ou les pays de l'OCDE (cf. Graphique 10).

Enfin, les risques que certains véhicules de financement rencontrent des difficultés pour refinancer et, à terme, rembourser leur dette sont élevés. Les investissements (essentiellement dans les infrastructures) sont en effet souvent longs à rentabiliser et leurs rendements souvent insuffisants pour couvrir le remboursement des crédits. Le FMI estime ainsi qu'au moins les deux-tiers de leur dette sont destinés à devenir une dette inscrite directement au passif des collectivités locales.

### Dettes des entreprises publiques : nouvelle hausse en 2020 après trois années d'amélioration

L'État central et collectivités locales font face à des risques contingents importants associés à l'excès de dette des entreprises publiques (dont les véhicules de financement)<sup>10</sup> et aux risques de crédit élevés qui pèsent sur le système financier.

La dette totale du secteur des entreprises non financières était estimée à 162% du PIB fin 2020, contre 152% fin 2019 et 158% fin 2016<sup>11</sup>. La détérioration en 2020 succède en effet à trois années de légère baisse. Elle s'explique à la fois par le ralentissement de la croissance du PIB et par la plus forte hausse nominale du stock de dette (+10% en 2020 contre +7,2% par an en moyenne en 2016-2019). Or, cette hausse a été principalement tirée par le secteur public.

Sur la base des estimations du CNBC chinois<sup>12</sup>, la dette des entreprises publiques (dont les véhicules de financement) représenterait environ 70% du total de la dette des entreprises chinoises, soit 114% du PIB fin 2020 contre 106% fin 2019<sup>13</sup>. Les véhicules de financement seraient donc responsables d'environ 40% de ce total. Ainsi, l'ensemble de la dette du secteur public (gouvernement + entreprises non financières) atteignait environ 160% du PIB en 2020<sup>14</sup>.

## Interconnexion croissante entre risque souverain et risques de crédit

À la dégradation des finances publiques s'est donc ajoutée la nouvelle augmentation de la dette des entreprises publiques en 2020. En outre, ces dynamiques s'accompagnent d'une interconnexion croissante entre la performance financière des collectivités locales et les risques de crédit des entreprises. D'un côté, l'excès de dette des institutions publiques constitue un risque contingent pour le gouvernement. De l'autre, la fragilité de certaines collectivités locales commence à peser sur les conditions de financement et les risques de défaut de leurs entreprises. Elle pourrait également commencer à pénaliser la performance des institutions financières, notamment les banques commerciales régionales qui sont les principaux créanciers des collectivités.

Les difficultés de paiements des entreprises publiques ont, de fait, récemment augmenté sous l'effet conjugué de la détérioration de leur performance financière, et d'un affaiblissement des garanties du gouvernement. À cela s'est ajouté le resserrement des conditions de crédit à partir du quatrième trimestre 2020.

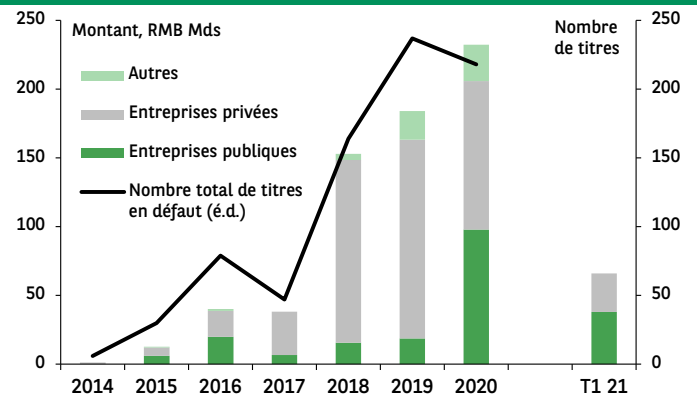
La fragilité de la santé financière du secteur des entreprises publiques est un problème ancien en Chine (mauvaise gouvernance, faible rentabilité, excès de dette). Le choc de la Covid-19 sur l'activité et les revenus des entreprises a encore aggravé la situation. Leur capacité à servir leur dette s'est dégradée, d'autant que les nouveaux crédits en 2020 ont été davantage octroyés aux institutions qui étaient déjà le plus lourdement endettées à la veille de la crise sanitaire<sup>15</sup>. Les entreprises publiques appartenant aux collectivités locales (en particulier dans les secteurs des transports et de l'immobilier) présentent la capacité à assurer le service de leur dette la plus limitée ; au premier trimestre 2021, environ 10% d'entre elles affichaient un ratio de couverture des intérêts (ICR) par leurs bénéfices inférieur à 1 (selon les estimations de la Banque mondiale).

Dans le même temps, alors que la dette des entreprises publiques a longtemps bénéficié d'une entière garantie (explicite ou implicite) de la part du gouvernement (que ce soit de l'État central ou des collectivités locales), ce soutien inconditionnel a commencé à s'éroder. Cela a d'abord résulté des efforts de réformes des autorités pour assainir les pratiques du secteur financier et des entreprises publiques et réduire l'aléa moral. Mais l'affaiblissement des garanties apportées par les collectivités locales est aussi la conséquence de la dégradation des finances publiques. Certaines collectivités n'ont tout simplement plus la capacité de soutenir leurs entreprises en cas de besoin.

Les défauts des entreprises publiques se sont donc multipliés depuis un an. Jusqu'à maintenant, ils ont davantage concerné la dette obligataire que les crédits bancaires (sur lesquels les défauts sont également moins « visibles »). Sur le marché obligataire local, le nombre de défauts des entreprises publiques est ainsi passé d'un total de 43 sur la période 2017-2019 (pour un total de dette en défaut de RMB 41 mds) à 80 en 2020 (soit RMB 98 mds). Le montant de la dette tombée en défaut atteignait environ RMB 38 mds pour le seul premier trimestre 2021 (cf. Graphique 11).

Le montant total de la dette des entreprises en défaut reste limité (1% du stock d'obligations des entreprises en 2020), mais la multiplication des événements de défauts indique bien à la fois une détérioration de la situation financière des entreprises et un changement de comportements sur le marché chinois. Alors que la plupart des défauts obligataires ont, dans un premier temps, été le fait d'entreprises privées (le premier défaut n'a eu lieu qu'en 2014), les défauts des entreprises publiques sont devenus majoritaires depuis 2020, et ont en outre concerné plusieurs grandes sociétés. Par ailleurs, si les véhicules de financement n'ont connu aucun défaut sur le marché obligataire pour le moment, leurs difficultés de paiements ont commencé à apparaître sur des dettes dues à des institutions du *shadow banking*.

### MONTANTS DE LA DETTE OBLIGATAIRE EN DÉFAUT



GRAPHIQUE 11

SOURCES : PETERSON INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS, BANQUE MONDIALE

La montée du risque de défaut et les inquiétudes des créanciers se sont traduites par une hausse des taux d'emprunt sur les marchés obligataires, avec une moindre distinction entre entreprises publiques et entreprises privées et la prise en compte d'une moindre garantie implicite du gouvernement – en particulier dans les provinces aux finances les moins solides. Selon les calculs de la Banque mondiale, entre début 2020 et mi-2021, le surplus de prime de risque appliqué aux obligations des entreprises privées s'est réduit de 20 pb environ par rapport aux titres des sociétés détenues par l'État central et de 40 à 50 pb par rapport aux titres des sociétés détenues par les collectivités<sup>16</sup>.

La multiplication des défauts des entreprises publiques et la dégradation des finances des collectivités locales ont, à leur tour, contribué au resserrement des conditions de crédit dans les régions les plus fragiles. La part des nouveaux crédits alloués aux entreprises et aux ménages des provinces les plus endettées s'est ainsi fortement réduite au cours du second semestre 2020<sup>17</sup>.

la dette totale des entreprises chinoises. Cf. Banque mondiale (*China economic update, July 2020 & June 2021*), OCDE (*State-owned firms behind China's corporate debt, February 7, 2019*) et IFI (*Global debt monitor database, September 2021*).

<sup>15</sup> IMF (April 2021) : *Global Financial Stability Report*

<sup>16</sup> Au S2 2020, le *spread* moyen sur les obligations était proche de 300 pb pour les entreprises privées, de 90 pb pour les entreprises publiques des collectivités locales et de 70 pb pour les entreprises appartenant à l'État central.

<sup>17</sup> IMF (April 2021) : *Global Financial Stability Report*.



\*\*\*\*\*

Les interdépendances croissantes entre collectivités locales, leurs entreprises et les banques régionales alimentent donc une dynamique défavorable, à la fois, des risques de crédit, qui fragilisent le secteur financier, et des finances publiques. Cette dynamique devrait persister et les défauts des entreprises publiques pourraient se multiplier dans les prochains mois. L'assainissement des pratiques sur les marchés financiers est une avancée positive, qui doit permettre à moyen terme d'améliorer l'allocation du capital. À court terme, cependant, l'enjeu pour les autorités est de garder le contrôle des événements de défauts, pour contenir leurs effets de contagion sur les conditions de financements des autres agents économiques et prévenir tout risque d'instabilité dans le système financier (risques de crise de confiance et de réajustement brutal des taux d'emprunts sur les marchés, conduisant à d'autres défauts de paiement). L'État devrait donc continuer d'apporter son soutien aux entreprises les plus sensibles ou les plus stratégiques. Dans le même temps, les autorités devraient poursuivre les réformes visant à réduire la dette des entreprises publiques et des collectivités locales, car améliorer la soutenabilité des finances publiques aidera à réaliser les ambitions de leur plan de développement des prochaines années.

*Achévé de rédiger le 20 septembre 2021*

[christine.peltier@bnpparibas.com](mailto:christine.peltier@bnpparibas.com)





## CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



## EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



## PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



## ECOWEEK

L'actualité économique, les récentes orientations, les indicateurs commentés, le calendrier, les prévisions.



## ECOTV

Les interviews mensuels de nos économistes qui décryptent l'actualité économique.



## ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



## EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme. Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris. Ce document est élaboré par une société du Groupe BNP Paribas. Il est conçu à l'intention exclusive des destinataires qui en sont bénéficiaires et ne saurait en aucune façon être reproduit (en tout ou partie) ou même transmis à toute autre personne ou entité sans le consentement préalable écrit de BNP Paribas. En recevant ce document, vous acceptez d'être engagés par les termes des restrictions ci-dessus.

Pour certains pays de l'Espace Economique Européen :

Le présent document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres. BNP Paribas Succursale de Londres est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et autorisée et soumise à une réglementation limitée par la Financial Services Authority. Nous pouvons fournir sur demande les détails de l'autorisation et de la réglementation par la Financial Services Authority.

Le présent document a été approuvé pour publication en France par BNP Paribas SA, constituée en France en société anonyme et autorisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le siège social de BNP Paribas est situé au 16, boulevard des Italiens, 75009, Paris, France.

Le présent document est distribué en Allemagne par BNP Paribas Succursale de Londres ou par BNP Paribas Niederlassung Frankfurt sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Frankfurt sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et est autorisée et soumise à une réglementation limitée par le Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin).

Etats-Unis : le présent document est distribué par BNP Paribas Securities Corp., ou par une succursale ou une filiale de BNP Paribas ne bénéficiant pas du statut de broker-dealer au sens de la réglementation américaine. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre de la Financial Industry Regulatory Authority et d'autres bourses principales. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu d'un document préparé par une entité non américaine du groupe BNP Paribas que lorsqu'il a été distribué à des investisseurs américains par BNP Paribas Securities Corp.

Japon : le présent document est distribué au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, ou par une succursale ou une entité du groupe BNP Paribas qui n'est pas enregistrée comme une maison de titres au Japon, à certaines institutions financières définies par l'article 17-3 alinéa 1 du décret d'application de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, est une maison de titres enregistrée conformément à la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers et est membre de la Japan Securities Dealers Association ainsi que de la Financial Futures Association du Japon. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, n'accepte la responsabilité du contenu du document préparé par une entité non japonaise membre du groupe BNP Paribas que lorsqu'il fait l'objet d'une distribution par BNP Paribas Securities (Japan) Limited à des entreprises basées au Japon. Certains des titres étrangers mentionnés dans le présent document ne sont pas divulgués au sens de la Loi japonaise sur les instruments et marchés financiers.

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 [Regulated Activity Types 1, 4 et 6] en vertu de la Securities and Futures Ordinance.

Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

**ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT**

[voir le site des études économiques](#)

ET

**SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN**

[voir la page linkedin des études économiques](#)

OU TWITTER

[voir la page twitter des études économiques](#)



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

Siège social : 16 boulevard des Italiens - 75009 PARIS / Tél : +33 (0) 1.42.98.12.34

Internet :

Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change