

“ LE DÉFICIT DE PRODUCTIVITÉ DE L'ESPAGNE EST INTRINSÈQUEMENT LIÉ À LA FAIBLESSE DU STOCK DE CAPITAL. ”

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## LA PRODUCTIVITÉ, FAIBLESSE ENDÉMIQUE DU MODÈLE ESPAGNOL

Guillaume Derrien (avec la contribution d'Elias Krief, stagiaire)

« España Digital 2026 », « Estrategia Española de Ciencia, Tecnología e Innovación 2021-2027 » ou encore « España 2050 » : les programmes structurels destinés à rehausser la compétitivité de l'économie espagnole n'ont pas manqué au sortir de la crise sanitaire. L'exécutif ne s'y trompe pas : les problèmes de fond dont souffraient le pays, et qui ont contribué à la crise de 2011, perdurent. L'Espagne enregistre un niveau d'investissement, privé et public, ainsi qu'un stock de capital productif par habitant parmi les moins élevés en Europe. Par ailleurs, le pays accuse toujours un déficit de productivité notable vis-à-vis de ses grands partenaires européens. Déficit qu'il parvient difficilement à combler, et qui est intrinsèquement lié au faible stock de capital.

Le retard dans l'acquisition d'actifs incorporels notamment reste important. Avec la montée en puissance en 2023, du Plan de relance, de transformation et de résilience national (PRR), les autorités espagnoles disposent de marges de manœuvre budgétaires supplémentaires pour rattraper une partie de ces retards. Les objectifs fixés pourraient toutefois être contrariés par la situation économique en Europe au tournant 2022-2023 et par l'incertitude que cela entraînerait sur les décisions d'investissements des entreprises.

---

# 4

LES MULTIPLES RAISONS DE  
CETTE FAIBLE PRODUCTIVITÉ

---

# 8

UN RÉTABLISSEMENT EST-IL  
POSSIBLE ?



# LA PRODUCTIVITÉ, FAIBLESSE ENDÉMIQUE DU MODÈLE ESPAGNOL

3

**España Digital 2026, Estrategia Española de Ciencia, Tecnología e Innovación 2021-2027 ou encore España 2050 : les programmes structurels destinés à rehausser la compétitivité de l'économie espagnole n'ont pas manqué au sortir de la crise sanitaire. L'exécutif ne s'y trompe pas : les problèmes de fond dont souffraient le pays, et qui ont contribué à la crise de 2011, perdurent. L'Espagne enregistre un niveau d'investissement, privé et public, ainsi qu'un stock de capital productif par habitant parmi les moins élevés en Europe. Par ailleurs, le pays accuse toujours un déficit de productivité notable vis-à-vis de ses grands partenaires européens. Déficit qu'il parvient difficilement à combler, et qui est intrinsèquement lié au faible stock de capital. Le retard dans l'acquisition d'actifs incorporels notamment reste important. Avec la montée en puissance en 2023, du Plan de relance, de transformation et de résilience national (PRR), les autorités espagnoles disposent de marges de manœuvre budgétaires supplémentaires pour rattraper une partie de ces retards. Les objectifs fixés pourraient toutefois être contrariés par la situation économique en Europe au tournant 2022-2023 et par l'incertitude que cela entraînerait sur les décisions d'investissements des entreprises.**

L'économie espagnole souffre d'une faiblesse chronique des gains de productivité, symptomatique des pays d'Europe du Sud. La productivité horaire apparente du travail n'a enregistré au cours des vingt dernières années (2000-2021) qu'une croissance annuelle moyenne de 0,7%, contre +1,1% pour l'Allemagne, +0,9% en France, et +1,0% pour la zone euro (graphique 1). Seuls trois pays ont enregistré de moins bons résultats que l'Espagne durant cette période : l'Italie (+0,3%), la Grèce (0,0%) et, enfin, le Luxembourg (+0,1%) dont le niveau de productivité est déjà élevé et la structure de l'économie peu comparable à l'Espagne. Même si ces écarts de croissance de la productivité ne semblent pas significatifs, ils se sont créés sur une période longue, alors que l'Espagne enregistrait déjà des niveaux bien inférieurs à ceux de la plupart de ses voisins européens. Il n'y a donc pas eu d'effet de rattrapage au cours des vingt dernières années. L'écart s'est même creusé.

Plus précisément, l'Espagne a connu, à la fin des années 1990, une baisse de productivité suivie d'une phase de quasi-stagnation qui s'est prolongée jusqu'à la crise financière mondiale de 2008. Cela contrastait singulièrement avec le rythme de croissance annuelle soutenu du PIB réel, en moyenne de 3,1% entre 2000 et 2008. Cet écart important de croissance entre la productivité et le PIB indiquait que le modèle d'expansion suivi par l'Espagne à cette époque était peu soutenable, principalement alimenté par des investissements peu productifs et l'endettement privé. En effet, le niveau élevé de la formation brute de capital fixe (FBCF) durant cette période reposait excessivement sur la construction de nouveaux bâtiments, une activité peu génératrice de gains de productivité.

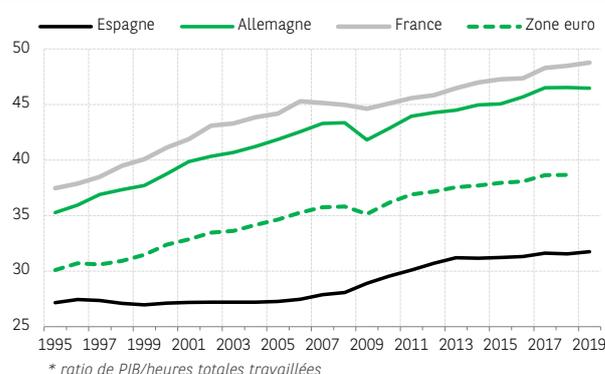
Par ailleurs, les années précédant la crise sanitaire, l'économie espagnole s'est reposée essentiellement sur le volume d'heures travaillées pour stimuler la croissance du PIB. En moyenne sur la période 2014-2018, les heures travaillées ont, en effet, contribué à hauteur de 70% à la croissance du PIB, une part largement supérieure à celle estimée en France et en Allemagne (graphique 2).

Cela résulte en partie du nombre important de créations d'emplois sur la période, lié au redressement économique qui a suivi la grande récession et crise financière de 2008. Cette contribution des heures travaillées à la croissance du PIB a d'ailleurs progressé depuis trois décennies, même si son accroissement a toutefois ralenti depuis 20 ans. À l'inverse, la contribution de l'investissement a décliné.

Malgré un regain de croissance du PIB durant les cinq années qui ont précédé la crise sanitaire – le PIB réel a progressé de 2,6% par an en moyenne entre 2014 et 2019 contre 1,9% pour la zone euro dans son ensemble – l'écart de PIB réel par habitant a continué de se creuser par rapport à l'Allemagne.

1 Source : Eurostat.

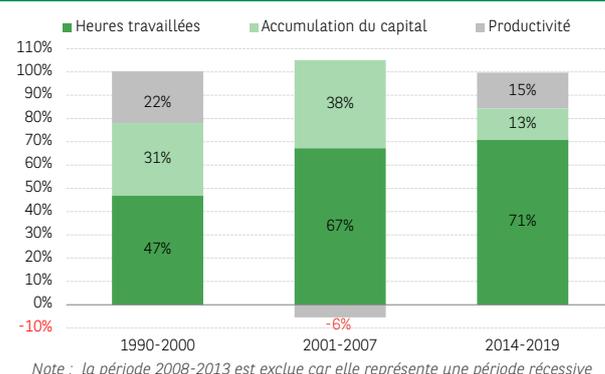
## PRODUCTIVITÉ HORAIRE APPARENTE DU TRAVAIL (EUROS)\*



GRAPHIQUE 1

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

## CONTRIBUTION À LA CROISSANCE DU PIB RÉEL



GRAPHIQUE 2

SOURCES : KLEMS, CALCULS BNP PARIBAS

Il est ainsi passé, au cours des vingt dernières années, de 74% en 2000 à 70% en 2019. Cet écart s'est encore creusé avec la crise sanitaire, pour atteindre 66% en 2021. L'Espagne était, en 2021, le 11<sup>e</sup> pays sur les dix-neuf qui composent la zone euro en termes de richesse par habitant<sup>1</sup>.



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## PRODUCTIVITÉ : DE QUOI PARLE-T-ON ?

Dans cet article, nous nous concentrons sur la productivité horaire apparente du travail, calculée comme le ratio entre la valeur ajoutée et le nombre d'heures travaillées. Cette mesure agrégée est simple à identifier et englobe l'interaction de quatre sous-dynamiques importantes, à savoir : (i) la productivité du travail (qui peut être rehaussée par la formation) ; (ii) la productivité du capital (qui peut être rehaussée en intégrant plus de progrès technique dans les investissements) ; (iii) le ratio capital sur production (l'intensité capitaliste), dont la croissance tend à accroître la productivité ; (iv) la productivité globale (ou multifactorielle) des facteurs (PGF) qui est le niveau d'efficacité d'utilisation entre le capital et le travail. L'OCDE publie des estimations pour le taux de croissance annuelle des trois derniers indicateurs. Les évolutions depuis 2000 sont résumées dans le tableau ci-dessous. Au cours des vingt dernières années, la productivité du capital et la PGF expliquent une grande partie du décrochage de l'Espagne vis-à-vis des autres pays européens, tandis que le ratio capital-production s'est, à l'inverse, accru plus fortement en Espagne. Néanmoins, cette hausse du ratio est très largement due à la période de récession qui s'est étendue de 2009 à 2013 (non reportée ici) et qui a fait mécaniquement grimper le ratio via une baisse du dénominateur (production).

Il n'existe pas de mesure parfaite de la productivité. Les calculs de la PGF et de la productivité du capital sont particulièrement difficiles et des marges d'erreurs existent, causées, par exemple, par un mauvais calcul des déflateurs ou encore une mauvaise estimation de la contribution à la croissance des technologies de l'information et de la communication. Néanmoins, ces limitations étant communes à toutes les économies, elles ne devraient pas agir de manière significative sur les écarts de productivité qui existent entre elles, et qui constituent la partie centrale de cet article.

### DÉCOMPOSITION DE LA PRODUCTIVITÉ ET SON ÉVOLUTION DEPUIS 2000

	Productivité du capital		Productivité globale des facteurs			Ratio capital sur production			
	2000-2008	2014-2019*	2000-2019*	2000-2008	2014-2019*	2000-2019*	2000-2008	2014-2019*	2000-2019*
Espagne	-2,4	0,8	-1,9	-0,2	0,5	0,1	1,3	-1,5	1,1
Allemagne	-0,6	0,1	-0,4	0,8	0,7	0,6	-0,4	-1,0	-0,5
France	-1,7	-0,9	-1,5	0,5	0,4	0,3	0,6	-0,1	0,5
Italie	-1,9	0,5	-1,3	-0,3	0,3	-0,2	0,9	-1,1	0,5

Note : ces chiffres sont calculés à partir de la moyenne des taux annuels. \* Dernières données disponibles pour l'Espagne

ENCADRÉ 1

SOURCES : OCDE, CALCULS BNP PARIBAS

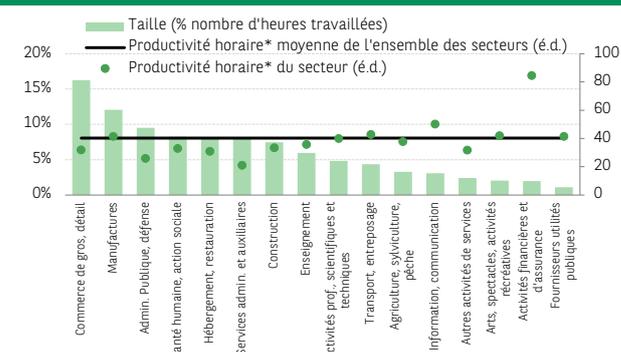
## LES MULTIPLES RAISONS DE CETTE FAIBLE PRODUCTIVITÉ

### Rôle des effets de composition

Ce déficit de productivité a été alimenté par un effet de composition de l'activité lié au recentrage de l'économie sur le secteur des services : le commerce (ventes de détail, de gros, restauration, hôtellerie) et les services publics (éducation, santé), des secteurs à forte concentration de main-d'œuvre, tandis que l'emploi dans l'industrie a reculé. La désindustrialisation en Espagne, depuis la fin des années 1990, a été parmi les plus importantes et les plus rapides d'Europe<sup>2</sup>. L'économie espagnole repose désormais essentiellement sur la performance de secteurs dont la taille s'est accrue au cours des deux dernières décennies et dont les niveaux de productivité sont plus faibles, notamment face au secteur manufacturier (*graphique 3*) ou aux services répertoriés comme étant « à forte intensité de connaissances », c'est le cas de la plupart des emplois dans l'information et la communication et ceux des services professionnels, scientifiques et techniques.

Ce rééquilibrage inter-sectoriel n'est pas la seule explication à la faiblesse des gains de productivité, puisqu'il existe un écart important à l'intérieur même des secteurs d'activité. En 2018<sup>3</sup>, l'Espagne enregistrait une productivité horaire supérieure à la moyenne de la zone euro

### TAILLE ET PRODUCTIVITÉ HORAIRE PAR SECTEUR D'ACTIVITÉ (2018)



GRAPHIQUE 3

\* valeur ajoutée / nombre d'heures travaillées  
SOURCES : KLEMS, CALCULS BNP PARIBAS

dans seulement huit des 31 industries considérées (*tableau 1*), pour un déficit moyen de productivité de 18%. L'écart se chiffre à plus de 30% par rapport à l'Allemagne et à la France<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Voir BNP Paribas EcoConjoncture Espagne : le chemin tortueux vers une réindustrialisation, 22 septembre 2021.

<sup>3</sup> L'OCDE ne fournissant pas de données en niveau pour la productivité par secteur, nous nous basons à présent, et pour une partie de cet article, sur les données EU KLEMS (<https://euklems-intanprod-lee.luiss.it/>) dont les derniers chiffres disponibles sont ceux pour 2018. Malgré cette contrainte, il est peu vraisemblable que les niveaux de productivité sectorielle aient varié significativement depuis.

<sup>4</sup> Notre méthode de calcul est proche de celle utilisée dans un article de la Banque d'Espagne : P. Cuadrado, E.Moral-Benito et I. Solera (2020). A Sectoral Anatomy of the Spanish Productivity Puzzle, document de travail de la Banque d'Espagne



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

## ESPAGNE : ÉCART DE PRODUCTIVITÉ HORAIRE APPARENTE DU TRAVAIL PAR SECTEUR (2018)

Secteur (2018, en %)	Allemagne	France	Zone euro
Agriculture, sylviculture et pêche	32	1	55
Industries extractives	26	-13	-5
Industrie manufacturière	-36	-35	-15
Alimentation, boissons et tabac	5	-22	-1
Textile, habillement	-29	-15	28
Bois, papier, impression et reproduction	-28	-31	-17
Coke et produits pétroliers raffinés	33	3	43
Produits chimiques, produits pharmaceutiques de base	-33	-55	-31
Caoutchouc, produits en plastique et autres produits minéraux non métalliques	-22	-28	-8
Métaux de base et produits métalliques, à l'exception des machines et équipements	-27	-27	-10
Produits informatiques, électroniques, optiques et équipements électriques	-39	-41	-20
Autres machines et équipements	-32	-19	-21
Automobiles et autres équipements de transport	-52	-57	-26
Autres activités manufacturières	-34	-44	-17
Electricité, gaz et autres	1	1	30
Construction	-21	-31	-9
Commerce de gros, de détail et de réparation de véhicules automobiles	-38	-40	-25
Transport et entreposage	-18	-26	-12
Activités d'hébergement et de restauration	15	-19	5
Information et communication	-35	-38	-24
Édition, cinéma, vidéo, production de programmes télévisés et autres	-47	-52	-37
Télécommunications	-15	-19	9
Programmation informatique, activités de conseil et de service d'information	-52	-50	-41
Activités financières et d'assurance	-3	-11	-14
Activités immobilières	-38	-27	-17
Activités professionnelles, scientifiques et techniques	-35	-44	-28
Activités de services administratifs et de soutien	-46	-43	-32
Administration publique et défense	-44	-46	-34
Éducation	-14	-32	-7
Activités de santé humaine et d'action sociale	7	-17	1
Arts, spectacles et loisirs	-24	-13	-5
Autres activités de services	-48	-37	-27
Activités des ménages en tant qu'employeurs	-4	15	27
<b>Total</b>	<b>-32</b>	<b>-35</b>	<b>-18</b>

TABLEAU 1

SOURCES : KLEMS, CALCULS BNP PARIBAS



## Un stock de capital trop faible

Si le stock net de capital en Espagne a continué de croître (*graphique 4*), une rupture s'est toutefois opérée à partir de la crise financière mondiale de 2008, avec une première phase de ralentissement de l'accumulation, qui s'est accentuée en 2012 à la suite de la crise des dettes souveraines en zone euro. Plus particulièrement, les investissements dans les logements et les autres bâtiments et ouvrages de génie civil (*voir « construction » ci-après*) ont reculé sensiblement. Cela a logiquement engendré un ralentissement de l'accumulation du capital en construction : la croissance annuelle moyenne est passée de 3,7% entre 1998 et 2008, à 1,6% la décennie suivante<sup>5</sup>. La vitesse de dépréciation de ce capital (construction) étant relativement lente – à l'inverse notamment des actifs incorporels qui deviennent rapidement obsolètes<sup>6</sup> – le volume d'investissement brut, bien qu'en baisse, est donc resté suffisant pour que le stock net de capital progresse.

Jusqu'en 2008, la hausse de l'investissement dans le secteur de la construction a donc permis de soutenir la croissance économique et de masquer la faiblesse des investissements dans les autres actifs plus à même de générer des gains de productivité. La part des investissements dans le secteur de la construction, dans le total de la FBCF, a atteint à l'été 2006 un pic à 70%, lorsque la moyenne au sein de la zone euro ne dépassait pas 55%.

Cette dynamique, insoutenable, s'est brutalement inversée à partir de 2008, et un rééquilibrage s'est opéré. La part de la FBCF dédiée à l'investissement en construction en Espagne se situe désormais sous la moyenne de la zone euro qui a, elle aussi, légèrement décliné par rapport aux années 2000 (*graphique 5*). Cet écart de volume important entre l'investissement en construction et les autres postes explique, en grande partie, pourquoi la productivité en Espagne est restée nettement inférieure à celle du reste des pays de la zone euro, malgré un taux d'investissement global très supérieur à la moyenne de l'Union monétaire.

## Sous-investissement dans les actifs incorporels

Le stock de capital dans les actifs autres que la construction reste moins important que dans la plupart des autres pays industrialisés. En 2018, le stock net de capital par habitant (hors construction), était approximativement un quart inférieur à celui de la France, moitié moindre que celui de l'Allemagne et près d'un tiers en dessous de la moyenne de la zone euro (*graphique 6*). Plus précisément, si l'Espagne possédait, en 2018, un stock net de capital par habitant proche de ses grands partenaires européens au niveau des équipements de transport et de communication, ainsi que dans les équipements informatiques (*hardware*), elle accusait un retard considérable en recherche et développement (R&D) et, dans une moindre mesure, dans les biens d'équipement (hors transports).

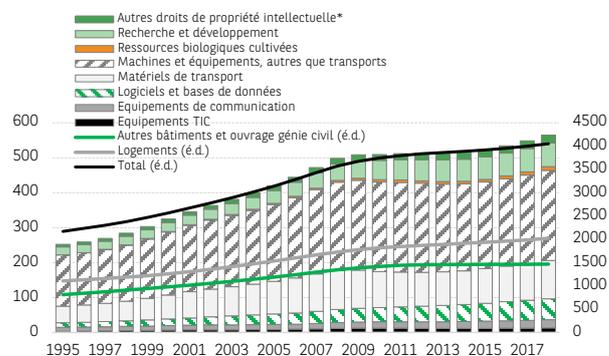
La R&D occupe un rôle important dans la création des gains de productivité<sup>7</sup>, tout particulièrement au sein des industries manufacturières de haute technologie, ainsi que dans les services répertoriés comme étant « à forte intensité de connaissances » évoqués précédemment. Ce faible niveau de stock de capital en R&D reflète les nombreuses années de sous-investissements dans ce domaine. Par ailleurs, une mesure de la FBCF élargie à l'ensemble des actifs incorporels (certains n'étant pas pris en compte dans le calcul actuel du PIB) indiquerait un

<sup>5</sup> Selon KLEMS, le capital net en volume des actifs résidentiels est passé de EUR 1187 mds à EUR 1728 mds entre 1998 et 2008, soit une hausse totale de 46%. Il a par la suite augmenté seulement de EUR 1 779 mds à EUR 2022 mds entre 2009 et 2018, soit une croissance de 13,7%.

<sup>6</sup> Selon les estimations du KLEMS, le taux de dépréciation annuel des actifs, par ordre croissant, est le suivant : logements (1,1%), autres constructions (3,2%), équipements de communication (11,5%) ; machines et équipements autres que transports (13,1%), autres droits de propriété intellectuelle (13,1%), matériels de transport (18,9%), ressources biologiques cultivées (20,0%), recherche et développement (20,0%), logiciels et bases de données (31,5%), équipements TIC (31,5%).

<sup>7</sup> Voir par exemple, D. Guellac et B. van Pottelsberghe de la Potterie (2001). R&D and Productivity Growth: Panel Data Analysis of 16 OECD Countries, Papier de recherche de l'OCDE.

### STOCK NET DE CAPITAL (EUR MDS)

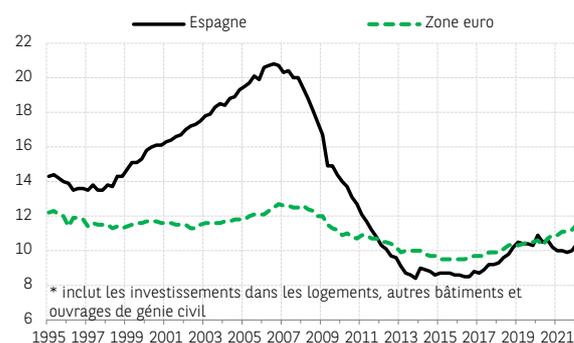


\* 'Services d'exploration et d'évaluation minérales', 'oeuvres récréatives, littéraires ou artistiques originales' inclus

GRAPHIQUE 4

SOURCES : KLEMS, CALCULS BNP PARIBAS

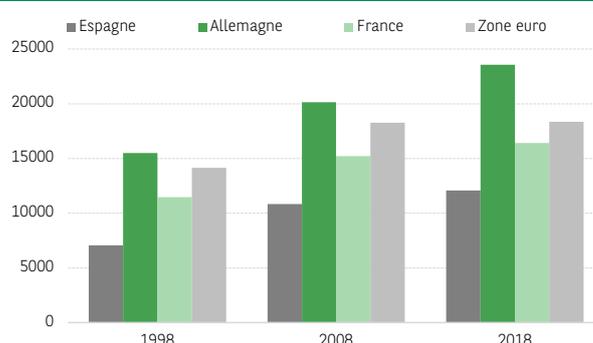
### FBCF : CONSTRUCTION EN VOLUME (% PIB)



GRAPHIQUE 5

SOURCES : KLEMS, CALCULS BNP PARIBAS

### STOCK NET DE CAPITAL PAR HABITANT HORS CONSTRUCTION (EUROS)



GRAPHIQUE 6

SOURCES : KLEMS, CALCULS BNP PARIBAS



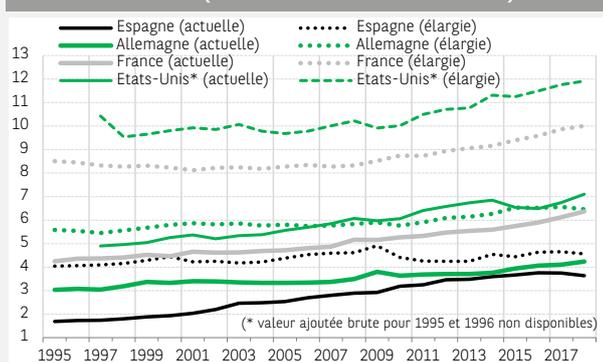
## QUE SE PASSE-T-IL SI ON ALLONGE LA LISTE DES INVESTISSEMENTS INCORPORELS ?

Lors de la dernière révision du système de comptabilité nationale (SNA) en 2008, trois actifs incorporels, comptabilisés auparavant comme consommations intermédiaires, ont été intégrés en tant qu'investissements finaux : (i) la recherche et le développement, (ii) les logiciels et bases de données, (iii) les « œuvres littéraires et artistiques originales, les dépenses de prospection minière ou pétrolière ». Ces investissements sont désormais reportés au sein de la catégorie des droits de la propriété intellectuelle. Cet ajout a permis de mettre en lumière un manque sérieux de dépenses de l'Espagne par rapport à ses principaux partenaires (illustré par le graphique 7).

Néanmoins, l'analyse peut être approfondie : d'autres consommations intermédiaires des entreprises, répertoriées comme investissements incorporels dans la base de données EU KLEMS, restent exclues de la mesure du PIB, bien que leur part dans le total des actifs incorporels soit importante (57% en 2018, cf. tableau A), et que leur contribution à l'efficacité des entreprises soit reconnue par les travaux académiques. Ces dépenses ont pour but d'accroître la productivité des entreprises, tant au niveau du capital physique (le design industriel et le capital organisationnel) qu'humain (la formation). La liste, ainsi que le poids respectif de chaque poste dans la FBCF totale, est présentée dans le tableau ci-dessous.

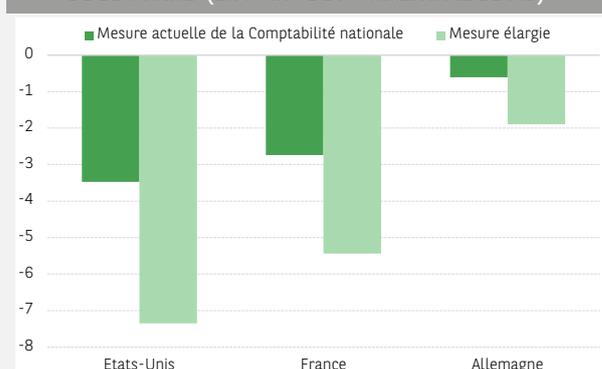
À cet effet, une mesure élargie de la FBCF incorporelle intégrant ces indicateurs est calculée. En 2018 (données disponibles les plus récentes), l'ajout de ces composantes entraînerait plus qu'un doublement de l'investissement incorporel en Espagne (+130%) et une hausse de la valeur ajoutée totale de 5%. Cet effet de niveau, commun à tous les pays, serait néanmoins inférieur à celui observé en Allemagne, en France et aux États-Unis (graphique A). Dans ces deux derniers pays, l'investissement incorporel grimperait au-dessus de 10% de la valeur ajoutée, tandis qu'il ne dépasserait pas la barre des 5% en Espagne. En conséquence, et même si le montant de ces actifs reste difficile à évaluer précisément, l'élargissement de la mesure de FBCF de la comptabilité nationale, conduirait à accroître le déficit d'investissement de l'Espagne dans les actifs incorporels (graphique B), qui constituent pourtant des dépenses essentielles afin d'adapter l'économie aux changements technologiques et à la révolution numérique des processus de production.

MESURE ÉLARGIE DE LA FBCF EN DROITS DE LA PROPRIÉTÉ INTELLECTUELLE (% DE LA VALEUR AJOUTÉE BRUTE)



GRAPHIQUE A

ÉCART DE FBCF EN PRODUITS DE LA PROPRIÉTÉ INTELLECTUELLE DE L'ESPAGNE (EN POINT DE POURCENTAGE DE PIB)



GRAPHIQUE B

Note : une hausse de l'écart indique un déficit de FBCF plus important pour l'Espagne par rapport au pays de comparaison

## LISTE ET POIDS DES INVESTISSEMENTS INCORPORELS DANS LA FBCF « ÉLARGIE »

Catégorie	Actifs	Poids dans la FBCF « élargie » (2018)
Informations informatisées	Logiciels et bases de données*	22,6
	Autres droits de la propriété intellectuelle (services d'exploration et d'évaluation minérales, oeuvres récréatives, littéraires ou artistiques originales)*	4,2
Propriété innovante	Recherche et développement*	16,4
	Design industriel	13,3
	Coûts de développement de nouveaux produits dans le secteur financier	2,3
Compétences économiques	Publicité et études de marché	19,4
	Capital organisationnel	14,1
	Formation	7,8

\*Déjà inclus dans la Comptabilité nationale

ENCADRÉ 2

SOURCES : KLEMS, CALCULS BNP PARIBAS



BNP PARIBAS

La banque  
d'un monde  
qui change

retard d'investissement encore plus important de l'Espagne par rapport à ses grands voisins européens dans ce domaine (*encadré 2*).

Bien que les données utilisées dans cet article (KLEMS) s'arrêtent, pour l'heure, à l'année 2018, il est peu vraisemblable qu'un renversement de tendance ait pu s'opérer depuis : les chiffres fournis par Eurostat indiquent que l'écart d'investissement dans les actifs incorporels, émanant principalement des droits de la propriété intellectuelle (logiciels et base de données, R&D), persiste jusqu'à aujourd'hui (*graphique 7*).

## Investissement public en recul

Le déficit d'investissement espagnol n'est pas seulement attribuable aux entreprises du secteur privé. La FBCF du secteur public en Espagne a également fortement reculé. En pourcentage du PIB, elle est passée de 5,2% en 2009 (pic) à 2,7% en 2021 (*graphique 8*). Rapportés au PIB national, ces investissements restent aujourd'hui parmi les plus faibles de l'OCDE. Or, il peut exister une synergie importante entre les investissements du secteur public et ceux du secteur privé. En effet, les premiers permettent d'accompagner ou de faire émerger de nouveaux secteurs et de nouvelles activités, et donc in fine de soutenir le développement et la productivité des entreprises privées.

Les politiques d'austérité budgétaire mises en place en Espagne à la suite des deux grandes crises économiques de 2008 et 2011 se sont faites au détriment de ces investissements publics de long terme. Le poste « affaires économiques » (*asuntos económicos*), qui représente la part la plus importante des investissements de l'État, en a particulièrement pâti. Malgré un léger redressement ces dernières années, le montant des dépenses pour ce poste se situait, en 2019, à un niveau à peine supérieur à celui du début des années 2000, et près de 60% inférieur à celui de 2010, qui est le pic historique. L'ensemble des branches ont été affectées par ces coupes budgétaires (*graphique 9*), notamment les transports, le poste le plus important (-65% par rapport à 2010), ainsi que le secteur de l'énergie (-80%).

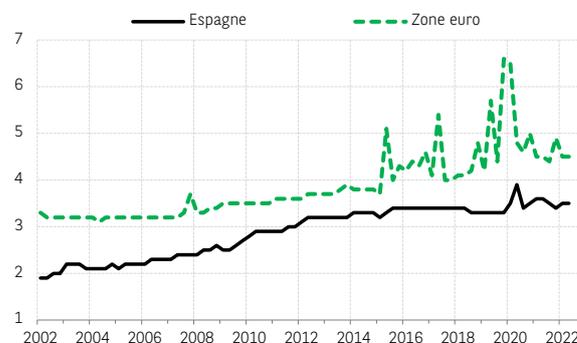
## UN RÉTABLISSEMENT EST-IL POSSIBLE ?

Après une chute importante, mais très brève, lors du premier confinement (-8,3% t/t au T2 2020), les investissements en droits de la propriété intellectuelle se sont redressés ; ils évoluaient fin 2022 autour de 3% au-dessus de leur niveau pré-pandémique, et à 3,5% en part de PIB. Le seuil des 4% du PIB devrait être rapidement dépassé en 2023, à mesure notamment que les plans d'investissements du Plan de relance, de transformation et de résilience national (PRR) se matérialisent sur le terrain.

La numérisation des activités, qui s'est accélérée avec la crise sanitaire, constitue un des leviers pour accroître l'efficacité productive des entreprises espagnoles. Paradoxalement, au regard de la faiblesse des investissements en la matière, l'Espagne se classe parmi les pays de l'UE les plus avancés dans ce domaine. Selon l'indice DESI (*Digital Economy and Society index*), compilé par la Commission européenne et mis à jour en juillet dernier<sup>8</sup> (*graphique 10*), l'Espagne se classe septième au sein de l'UE et gagne deux places par rapport à 2021. L'une des principales améliorations de l'Espagne dans le nouveau rapport se trouve dans l'intégration des technologies numériques au sein des entreprises, où le pays se positionne en 11<sup>e</sup> position, gagnant cinq places par rapport à 2021. Cependant, le rapport souligne que « les entreprises ne tirent pas suffisamment parti des nouvelles technologies telles que l'intelligence artificielle, le big data et le cloud, qui pourraient stimuler la productivité et le déploiement du commerce électronique ».

<sup>8</sup> <https://digital-strategy.ec.europa.eu/fr/library/digital-economy-and-society-index-desi-2022>

### FBCF : DROITS DE LA PROPRIÉTÉ INTELLECTUELLE, EN VOLUME (% PIB)



GRAPHIQUE 7

SOURCES : KLEMS, CALCULS BNP PARIBAS

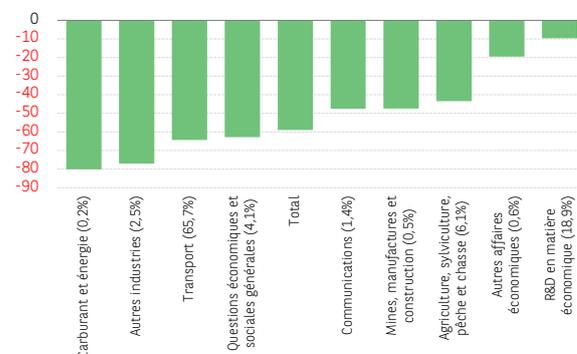
### FBCF DU GOUVERNEMENT GÉNÉRAL EN VOLUME (EN % PIB)



GRAPHIQUE 8

SOURCES : EUROSTAT, CALCULS BNP PARIBAS

### AMPLEUR DES COUPES DANS LE BUDGET « AFFAIRES ÉCONOMIQUES » EN % (2010-2019)



Note : les chiffres en parenthèses représentent la part de chaque poste dans le total

GRAPHIQUE 9

SOURCES : IGAE, CALCULS BNP PARIBAS



## LISTES DES PROJETS PERTE

Secteur/Activité	Approbation	Horizon	Montants investis (EUR mds)			Objectifs	Actions
			Public	Privé	Total		
Développement des véhicules électriques	juil-21	2023	4,3	19,7	24,0	(i) Création de 140 000 emplois (ii) Contribution au PIB entre 1% et 1,7% (iii) Production espérée de 250 000 voitures électriques, et entre 80 000 et 110 000 bornes de recharge déployées	(i) Electrification de la chaîne de production de véhicules (ii) Création d'un écosystème de fabrication de batterie pour voitures électriques (iii) Programme de formation de tâches numériques aux employés du secteur automobile
Agroalimentaire	févr-22	2023	1,8	n.a	1,8	(i) Renforcement et Transformation de l'industrie agroalimentaire (ii) Amélioration de la gestion de l'eau avec modernisation de l'irrigation (iii) Impact de EUR 3 mds sur l'économie espagnole	(i) Amélioration du processus de production lié à la compétitivité, durabilité et traçabilité de la production alimentaire (ii) Numérisation des activités (iii) Soutien à l'innovation et à la recherche
Design et production de semi-conducteurs	mai-22	2027	12,3	n.a	12,3	(i) Renforcer les capacités de conception et de production de l'industrie de la microélectronique et des semi-conducteurs et favoriser l'autonomie stratégique nationale et européenne dans ce secteur.	(i) Renforcement des capacités scientifiques (R&D) (ii) Développement de stratégies de conception de microprocesseurs (iii) Construction d'usines de fabrication; (iv) Dynamisation de l'industrie des TIC grâce à la création d'un fonds de capital axé sur les puces pour financer les startups, les scale-up et les PME innovantes du secteur national des semi-conducteur
Energie renouvelables, hydrogène et stockage	déc-21	2026	6,9	9,5	16,4	(i) Création de 280 000 emplois directs et indirects (ii) Objectifs climatiques ( <i>Renewable Hydrogen Roadmap</i> ) visant à atteindre 4 GW de capacité de production d'ici 2030, soit 10% de la capacité totale de l'UE	"(i) Développement de l'hydrogène renouvelable et des autres énergies renouvelables ciblant les secteurs producteurs d'infrastructures renouvelables (remplacement des turbines, recyclage et traitement des équipements obsolètes; développement du biogaz issus des activités agricoles/déchets à transformer en biométhane (ii) Infrastructures électriques (réseaux intelligents, stockage d'énergie)
Aérospatiale	mars-22	2025	2,2	2,3	4,5	(i) Renforcer la position de l'Espagne dans le domaine de l'espace et favoriser sa participation dans les programmes internationaux (ii) Développer des infrastructures aéronautiques répondant aux exigences de la réglementation Ciel unique européen ( <i>Single European Sky</i> )	(i) Formation aux technologies et systèmes zéro émission pour l'aéronautique (ii) Renforcement des capacités de surveillance, de communications quantiques et de sécurité; (iii) Promotion les actions d'innovation, de durabilité et de numérisation dans les centres de fabrication et la formation et l'éducation orientées vers le secteur aérospatial
Santé	nov-21	2021-22	1,0	0,5	1,5	(i) Développement de procédures innovantes pour améliorer la prévention, le diagnostic, le traitement ou la réhabilitation des patients de manière personnalisée	(i) Innovation et développement de thérapies avancées visant à guérir des maladies telles que le diabète, maladies neurodégénératives (ii) Introduction d'un système national de santé numérique (base de données intégrée permettant la collecte, le traitement, et l'analyse et l'exploitation des données des patients pour améliorer la prévention, le diagnostic, le traitement et la recherche)
Economie circulaire	mars-22	2026	0,5	0,7	1,2	(i) Création de 70 000 emplois	(i) Actions sur les secteurs clés (textiles, plastiques, biens d'équipement des énergies renouvelables) (ii) Actions transversales à l'échelle des entreprises (tout secteur confondu) - aide répartie en 4 catégories (réduction de la consommation de matières premières, développement de l'éco-conception, gestion des déchets, numérisation.
Industrie navale	mars-22	n.a	0,3	1,2	1,5	(i) Hausse de la compétitivité de 15% ; (ii) Création de 3100 d'emplois qualifiés, principalement dans les régions périphériques	(i) Numérisation, formation, transition écologique et diversification de l'activité, en recourant notamment à l'éolien <i>offshore</i> et autres énergies renouvelables.
Numérisation de la gestion de l'eau	mars-22	2030	1,9	1,2	3,1	(i) Création de 3500 emplois qualifiés (ingénierie, informatique, sciences et télécommunications) (ii) Réduction du gaspillage d'eau de 10% (vs 23% en 2022)"	(i) Numérisation/automatisation des systèmes d'irrigation (accroître la mise en place de compteurs dans les prises d'eau et sur les parcelles, améliorer les systèmes de contrôle de l'humidité et de la conductivité des sols, augmenter la mesure des apports d'engrais (ii) Faciliter la numérisation des procédures administratives (renforcer les programmes de suivi et de contrôle des rejets grâce à des systèmes de suivi en temps réel).
Economie sociale et de soins	mai-22	2026	0,8	n.a	0,8	(i) Augmenter la taille du secteur à 11% du PIB, contre 10% en 2022	(i) Meilleure protection des employés, défense des intérêts de divers groupes ; (ii) Renforcement des politiques d'égalité et facilitation de la conversion des entreprises en crise ou en manque de changement générationnel
Nouvelle économie du langage	mars-22		1,1	1,0	2,1	Faire de l'Espagne une référence de la langue espagnole, bénéficiant à l'ensemble de la communauté hispanophone.	(i) Favoriser la connaissance et culture du monde hispanique ; (ii) Coordonner l'action des organismes culturels espagnols dans le monde (iii) Promouvoir l'enseignement de l'espagnol (iv) Financer des activités culturelles
<b>Total</b>	<b>EUR Mds</b>		<b>33,0</b>	<b>36,1</b>	<b>69,1</b>		
	<b>% PIB</b>		<b>2,7%</b>	<b>2,9%</b>	<b>5,6%</b>		

TABLEAU 2

SOURCE : MONCLOA



Le déficit de formation des travailleurs aux nouvelles technologies numériques constitue l'autre frein manifeste; il mettra du temps à se résorber, notamment la part des spécialistes en technologies de l'information et de la communication (TIC) dans l'emploi total qui se situe en dessous de la moyenne européenne (4,1% en 2021, contre une moyenne au sein de l'UE de 4,5%). En matière de numérisation, l'Espagne possède donc un certain nombre d'atouts qu'il conviendra de renforcer, en s'appuyant sur les programmes structurels annoncés par l'exécutif depuis la crise de la Covid-19, notamment l'agenda España digital 2026, ou la politique industrielle España 2030, sur laquelle sont adossés les « Projets stratégiques de relance et de transformation économiques » (PERTE).

## PERTE : un partenariat public-privé pour transformer l'économie espagnole

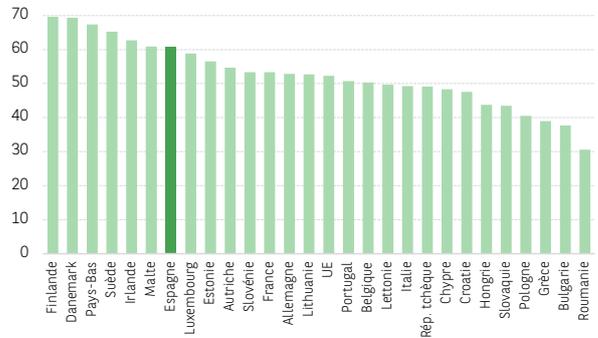
Partie structurante du PRR, les PERTE forment un ensemble de 11 projets visant à favoriser la transformation de l'économie espagnole à long terme (tableau 3). L'originalité du programme repose sur la création d'un partenariat public-privé, par lequel le gouvernement soutient les investissements des entreprises et des centres de recherche privés, à travers des subventions et des prêts. Depuis son lancement en juillet 2021 et jusqu'en 2027, EUR 33 mds d'aides publiques (2,7% du PIB) seront ainsi progressivement allouées au financement de ces projets stratégiques. Ces aides d'État versées aux entreprises – principalement des PME – devraient, selon les estimations du gouvernement espagnol, permettre de lever EUR 36 mds supplémentaires provenant du secteur privé (2,9% du PIB) d'ici à 2030.

Plusieurs projets portent sur des secteurs clés de l'économie, en raison de leur contribution importante à la croissance et à l'emploi en Espagne : l'automobile qui concentre 15% des exportations, l'industrie navale ou encore agro-alimentaire, qui sont des secteurs à transformer pour faciliter la transition énergétique et numérique, notamment. D'autres projets visent à développer des activités encore limitées, mais essentielles à long terme pour affronter les défis énergétiques (hydrogène renouvelable, stockage d'électricité, économie circulaire), industriels et technologiques (aérospatial, semi-conducteurs), et socio-démographiques (économie sociale, soins, santé). Ces initiatives devraient permettre notamment de rehausser, en lien avec la stratégie *España 2050*, les dépenses en recherche et développement en Espagne, ce qui constituerait une première étape importante pour redresser la productivité dans le pays.

## Booster la productivité est essentiel à long terme

L'insuffisance de l'investissement productif et la faiblesse chronique des gains de productivité pèsent aujourd'hui fortement sur la croissance potentielle de l'économie espagnole. Celle-ci évolue, depuis la crise de 2008, à un rythme annuel moyen très inférieur à ce qu'il était auparavant (*graphique 11*). Les risques que cette croissance potentielle se réduise davantage, au point d'approcher d'une quasi-stagnation, sont réels, en raison notamment du vieillissement démographique et de son impact sur la population active. La contribution du facteur travail, levier principal de la croissance potentielle espagnole, devrait donc s'affaiblir avec le temps. Dans ces conditions, l'investissement ainsi que les gains de productivité devront se renforcer pour maintenir une trajectoire de croissance « soutenable » et suffisante, notamment pour contenir la trajectoire d'endettement du pays.

### INDICE DE L'ÉCONOMIE ET DE LA SOCIÉTÉ NUMÉRIQUES (DESI, 2022)



GRAPHIQUE 10

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE, BNP PARIBAS

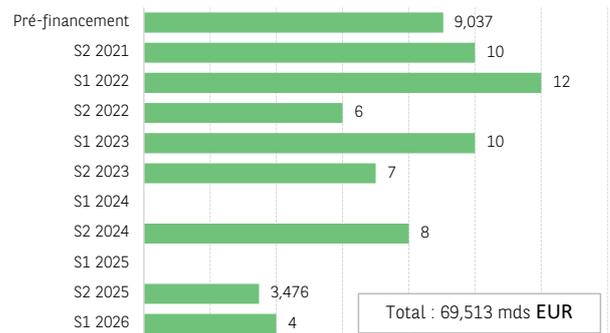
### ESPAGNE : CROISSANCE ANNUELLE DU PIB POTENTIEL



GRAPHIQUE 11

SOURCES : AMECO, BNP PARIBAS

### ÉCHÉANCIER DES SUBVENTIONS ALLOUÉES À L'ESPAGNE DANS LE CADRE DE LA FACILITÉ POUR LA REPRISE ET LA RÉSILIENCE EUROPÉENNE (MDS EUR)



GRAPHIQUE 12

SOURCE : COMMISSION EUROPÉENNE

Le manque d'investissements et la faiblesse du stock de capital productif se reflètent dans les créations d'emplois peu dynamiques dans les secteurs à fort contenu technologique, tels que les services de l'« information et de la communication » et les « activités professionnelles scientifiques et techniques ». Ces deux secteurs représentent aujourd'hui un emploi sur dix dans le pays. Le taux



**INDICATEURS CLÉS DU PREMIER VOLET DU PLAN ESPAÑA 2050  
DESTINÉ À REHAUSSER LA PRODUCTIVITÉ DU TRAVAIL**

Indicateurs	Niveau actuel		Objectifs		
	Moyenne 2015-2019	2021	2030	2040	2050
Écart de revenu par habitant avec l'UE-8	-22%		-18%	-15%	-10%
Niveaux de productivité du travail (euros constants, PPA 2015)	42		46	53	63
Taux d'emploi (16-64 ans, % de la population)	62%	62.7%	68%	72%	80%
Dépenses totales en R&D (% du PIB)	1.2%	1.4%	3%	3.5%	4%
Entreprises par taille (en % de l'emploi total)					
Grandes (+250 employés)	31%	n.a	32%	33%	35%
Moyennes (20-249)	23%	n.a	25%	28%	30%
Petites (1-9)	45%	n.a	42%	38%	35%
Economie souterraine (% du PIB)	20%		15%	12%	10%

TABLEAU 3

SOURCE : MONCLOA

de chômage structurellement élevé en Espagne et une insertion professionnelle difficile<sup>9</sup> constituent d'autres freins aux créations d'emplois dans ces secteurs. Bien qu'en reflux, le taux de chômage des jeunes s'établissait à 29,6% en décembre 2022, soit près du double de la moyenne de la zone euro (14,8%). L'Espagne se caractérise aussi par un taux d'échec scolaire parmi les plus élevés en zone euro, avec près de la moitié (48%) de la population active des 25-64 ans sans diplôme en 2019. Ces phénomènes de décrochage, qui se sont amplifiés avec la période de récession économique qu'a connu le pays à partir de 2009, alimentent le faible taux d'emploi. En hausse notable depuis la sortie du grand confinement de 2020 (65,4% pour les 15-64 ans au T4 2022), le taux d'emploi n'en reste pas moins en deçà de ce que l'on observe ailleurs en Europe. Le taux d'emploi en zone euro s'établit ainsi cinq points au-dessus de l'Espagne, à 69,5% au T3 2022.

La hausse des investissements dans les domaines de la haute technologie et de la productivité, du travail et du capital, constitue, à raison, des piliers centraux du plan España 2050<sup>10</sup> dévoilé par le gouvernement de Pedro Sanchez en mai 2021. Composé de cinquante indicateurs divisés en neuf grandes thématiques, ce programme de long terme a pour objectif, notamment, de combler le retard accumulé par l'Espagne vis-à-vis des pays européens les plus avancés. Ce plan vise, dans son premier volet (résumé dans le tableau 3), à augmenter la productivité du travail – un accroissement de 10% est ainsi ciblé d'ici à 2030, pour atteindre +50% d'ici à 2050. Dans ce but, les dépenses en R&D seront significativement accrues, l'objectif étant de parvenir à un niveau de dépenses équivalant à 3% du PIB, soit plus du double du niveau actuel (1,4% du PIB en 2020 selon l'OCDE).

Accroître le taux d'emploi est un troisième levier important qui permettrait d'endiguer les effets du vieillissement de la population sur l'activité nationale. L'exécutif espagnol table sur une hausse du taux d'emploi des 15-64 ans à 68% d'ici 2030 (contre près de 65% au quatrième trimestre 2022), ce qui rapprocherait l'Espagne de la moyenne de la zone euro (70% selon les données de l'OCDE) sans toutefois combler l'écart. Pour le moment, ce plan España 2050 n'offre que de grandes directions. Il doit être étayé par des projets ou des mesures structurelles concrètes afin d'évaluer son potentiel de

réussite. Il a néanmoins d'ores et déjà le mérite de mettre sur le papier les faiblesses profondes de l'économie espagnole et les orientations stratégiques pour y remédier, qui semblent crédibles et réalisables.

Quelques dynamiques intéressantes sont déjà en place du côté du marché du travail. L'emploi a rebondi vigoureusement au sortir de la crise sanitaire, atteignant en 2022 des niveaux records. Le taux de chômage a reflué vers un niveau qui n'avait plus été observé depuis près de 14 ans. La structure des emplois s'est également améliorée à la suite de la réforme sur le droit du travail instaurée en début d'année 2022, qui a conduit à une hausse record des contrats à durée indéterminée<sup>11</sup>. L'amélioration de la stabilité des emplois devrait inciter les entreprises à recourir davantage à la formation, ce qui permettrait d'accroître la qualité et la productivité du travail, donc la croissance potentielle.

Côté investissement, le volume des financements provenant du PRR augmente sensiblement : entre le début de l'année 2022 et la mi-septembre 2022 (14 septembre), le gouvernement espagnol a débloqué près de EUR 19 mds par l'intermédiaire de ce programme, soit EUR 7 mds de plus qu'à la même époque l'an passé. Ces fonds sont en totalité financés par les subventions européennes provenant du plan Facilité pour la reprise et la résilience, dont les versements sont majoritairement concentrés sur 2022 et 2023 (*graphique 12*). Les effets sur l'investissement sont pour le moment contenus, et le ratio FBCF sur PIB restait, à la fin de l'année 2022, toujours en deçà de son niveau de fin 2019. Néanmoins, c'est au cours des deux à trois prochaines années que les effets de ce plan sur l'investissement devraient être les plus visibles, tandis que les bénéfices en termes de productivité et d'emplois seront plus diffus dans le temps.

Par ailleurs, l'une des raisons de la baisse des investissements privés provenait du fait que les entreprises espagnoles s'étaient, dans leur ensemble, lourdement endettées durant les années qui ont conduit à la grande crise de 2008. En outre, la phase de désendettement qui a suivi a été longue, ce qui a contribué à freiner les dépenses en capital des entreprises. Bien que toujours historiquement élevé, et récemment en hausse en raison de la crise sanitaire, le ratio d'endettement des entreprises est actuellement, à l'échelle agrégée, moins important

<sup>9</sup> De l'école primaire à la formation professionnelle en passant par l'Université, l'Espagne se caractérise par des niveaux d'échecs scolaires parmi les plus élevés des économies avancées. En 2019, 29 % des lycéens âgés de 15 ans ont redoublé au moins une fois, contre 11 % à l'échelle de l'OCDE ; 17,3% des jeunes ont quitté l'école avant la fin du cycle primaire, le taux plus élevé en Europe (contre 10,2% à l'échelle de l'UE-27). Et pour ceux qui ont effectivement terminé le cycle d'éducation secondaire, 70% seulement suivaient une formation en 2019, contre 85% à l'échelle de l'UE-27.

<sup>10</sup> [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)

<sup>11</sup> Voir BNP Paribas Graphique de la semaine, *Marché du travail en Espagne : l'impact de la réforme est bien visible*, 19 juillet 2022.



que par le passé. Cela n'empêchera pas les entreprises de pâtir très lourdement de la flambée actuelle des coûts de production. Ce ratio d'endettement moins conséquent devrait néanmoins leur permettre de mieux résister au choc que dix ans auparavant.

À court terme, le resserrement des conditions de crédit, la détérioration de la situation économique en Europe et l'incertitude sur les perspectives pour 2023 risquent de peser sur les décisions d'investissement des entreprises. Si l'économie espagnole a encore beaucoup de chemin à parcourir pour combler son retard en matière d'investissement et de productivité, et donc de compétitivité, avec le reste de l'Europe, les marges de manœuvre pour y parvenir semblent toutefois plus importantes que par le passé.

**Achévé de rédiger le 1<sup>er</sup> février 2023**

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



# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

William De Vijlder  
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31

william.devijlder@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon  
Responsable – Zone euro, États-Unis

+33 1 58 16 03 63

helene.baudchon@bnpparibas.com

Stéphane Colliac  
France, Allemagne

+33 1 42 98 26 77

stephane.colliac@bnpparibas.com

Guillaume Derrien  
Europe du Sud, Japon, Royaume-Uni - Commerce international

+33 1 55 77 71 89

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Veary Bou, Tarik Rharrab  
Statistiques

## PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat  
Responsable

+33 1 58 16 73 32

jean-luc.proutat@bnpparibas.com

## ÉCONOMIE BANCAIRE

Laurent Quignon  
Responsable

+33 1 42 98 56 54

laurent.quignon@bnpparibas.com

Céline Choulet

+33 1 43 16 95 54

celine.choulet@bnpparibas.com

Thomas Humblot

+33 1 40 14 30 77

thomas.humblot@bnpparibas.com

Marianne Mueller

+33 1 40 14 48 11

marianne.mueller@bnpparibas.com

## ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure  
Responsable – Argentine, Turquie, méthodologie, modélisation

+33 1 42 98 79 82

francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier  
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

+33 1 42 98 56 27

christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby  
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04

stephane.alby@bnpparibas.com

Pascal Devaux  
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51

pascal.devaux@bnpparibas.com

Hélène Drouot  
Corée, Thaïlande, Philippines, Mexique, pays andins

+33 1 42 98 33 00

helene.drouot@bnpparibas.com

Salim Hammad  
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26

salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine  
Ukraine, Europe centrale

+33 1 53 31 59 32

cynthia.kalasopatanantoine@bnpparibas.com

Johanna Melka  
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

+33 1 58 16 05 84

johanna.melka@bnpparibas.com

Lucas Plé  
Afrique anglophone et lusophone

lucas.ple@bnpparibas.com

## CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59

mickaelle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change

# RECHERCHE ÉCONOMIQUE GROUPE

## ECOCONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité

## ECOEMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes

## ECOPERPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents

## ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur. Le détail ...

## ECOWEEK

L'actualité économique de la semaine et plus...

## ECOTV

Tous les mois, nos économistes décryptent l'actualité économique, en images

## ECOTV WEEK

Quel est l'évènement de la semaine ?  
La réponse dans vos deux minutes d'économie

## 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 Frankfurt, 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 : [www.group.bnpparibas.com](http://www.group.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)  
Directeur de la publication : Jean Lemierre / Rédacteur en chef : William De Vijlder  
Crédit photo : Shutterstock/ Matej Kastelic



**BNP PARIBAS**

La banque  
d'un monde  
qui change