

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 ?

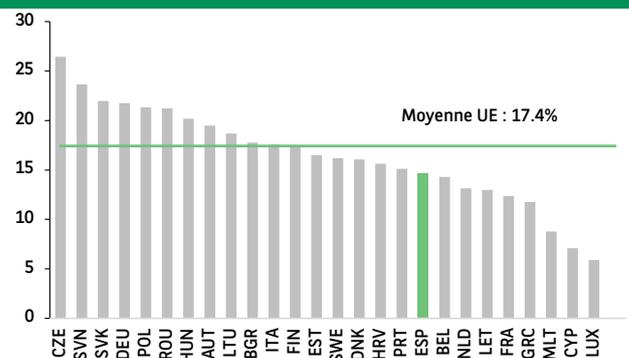
Les crises successives de 2008 et 2011 ont laissé des traces profondes dans l'industrie

La part de l'industrie (hors construction)¹ 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 2008.² 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.³ 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

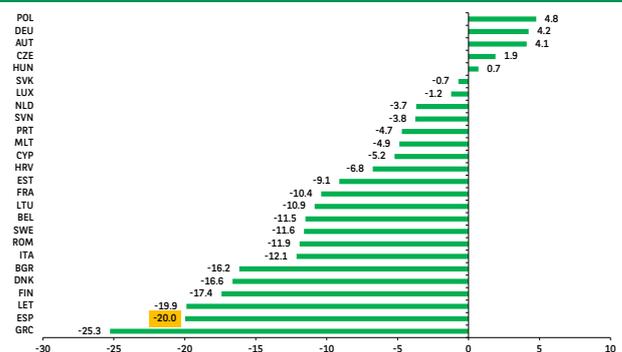
PART DE L'INDUSTRIE (HORS CONSTRUCTION) DANS LA VALEUR AJOUTÉE, EN 2019 (EN %)



GRAPHIQUE 1

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

VARIATION DE L'EMPLOI INDUSTRIEL ENTRE 2008 ET 2019



GRAPHIQUE 2

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

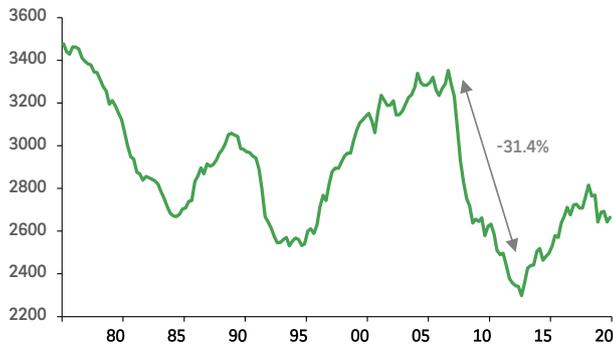
1 Tout au long de cet article, la construction sera exclue du secteur industriel. Nous prendrons également les années 2008 et 2019 comme points de comparaison, la première correspondant au déclenchement de la crise des *subprimes* et la seconde au niveau atteint avant le début de la crise de la Covid-19.

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.



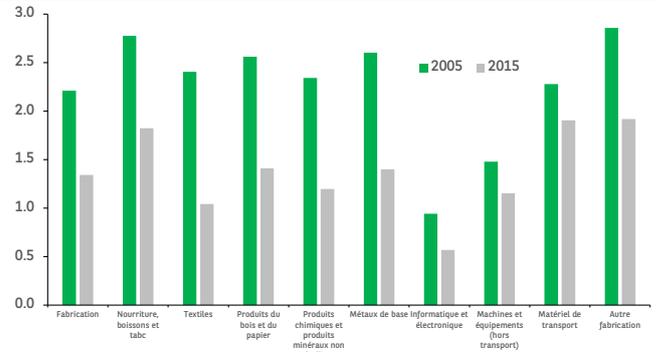
EMPLOI INDUSTRIEL EN ESPAGNE (EN MILLIERS)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : INE, BNP PARIBAS

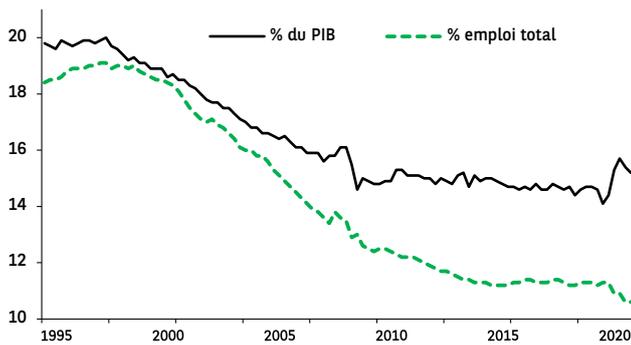
PART DE LA VALEUR AJOUTÉE DU SECTEUR MANUFACTURIER PRODUITE EN ESPAGNE (EN % DE LA V.A. MANUFACTURIÈRE MONDIALE)



GRAPHIQUE 5

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

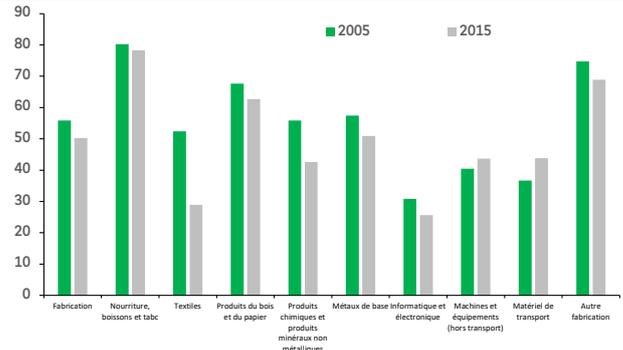
PART DU SECTEUR INDUSTRIEL DANS L'ÉCONOMIE



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 2008.⁴

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.⁵

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 mondiales⁶, 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 (%)
Industrie extractive	1,2	32,6	52,7	-20,1	-38,1
Industrie manufacturière	90,3	2494,9	2986,4	-491,5	-16,5
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
Electricité & gaz	3,3	91,2	74,4	16,8	22,6
Eau, assainissement & gestion des déchets	5,2	144,3	123,2	21,1	17,1
TOTAL INDUSTRIE	100,0	2763,0	3236,7	-473,7	-14,6

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.

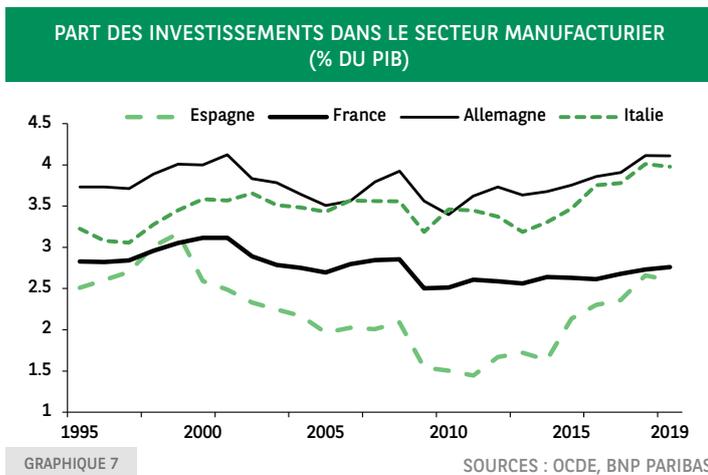
Quels facteurs ont contribué à cette baisse ?

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 2008.⁷

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.



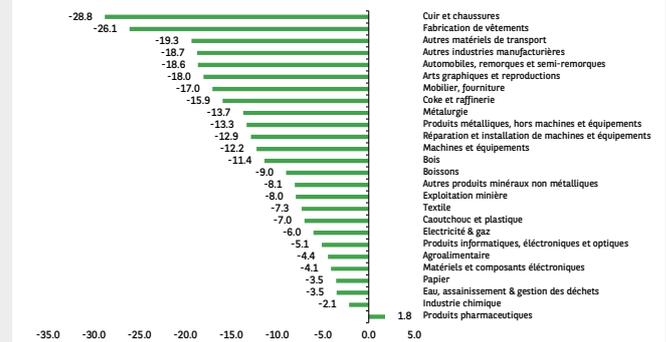
7 M. Tiana, *El impacto de la crisis economica sobre la industria espanola*, bulletin économique de la Banque d'Espagne, novembre 2012.

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 2021 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.¹ 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

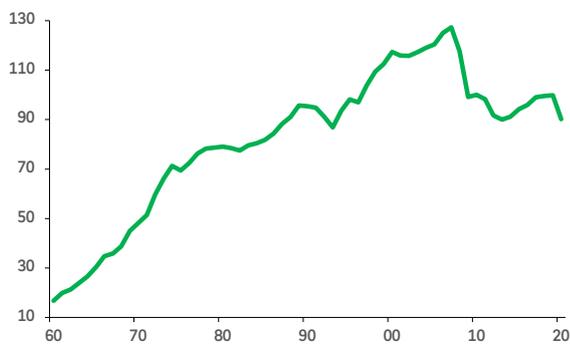
La fin des années 1950 marque le début d'une grande phase d'expansion industrielle en Espagne, soutenue par d'importantes politiques de libéralisation économique et de vastes plans de modernisation. Le plan dit « Plan de dévaluation et de stabilisation monétaires », mis en place en juillet 1959, instaure une forte dévaluation de la peseta face au dollar américain¹, 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'OECE² (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.³ En l'espace de quinze ans (1960-1975), la production industrielle en Espagne a plus que quadruplé (cf. graphique A.1).⁴ 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 totale⁵ – 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.⁶ L'emploi industriel connaît par la suite deux cycles de hausse et de baisse – en lien avec le cycle économique⁷ – qui culminent en 2001.

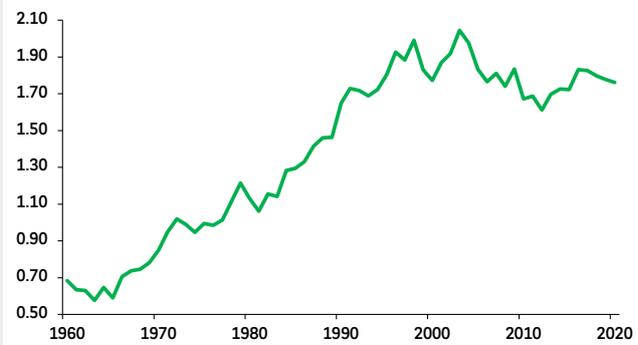
La fin des années 1990 et le début des années 2000 correspondent donc véritablement au début de la phase de stagnation, puis de baisse de l'emploi industriel que connaît le pays aujourd'hui et qui s'est amplifiée significativement à partir de la crise économique mondiale de 2008.

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 ?

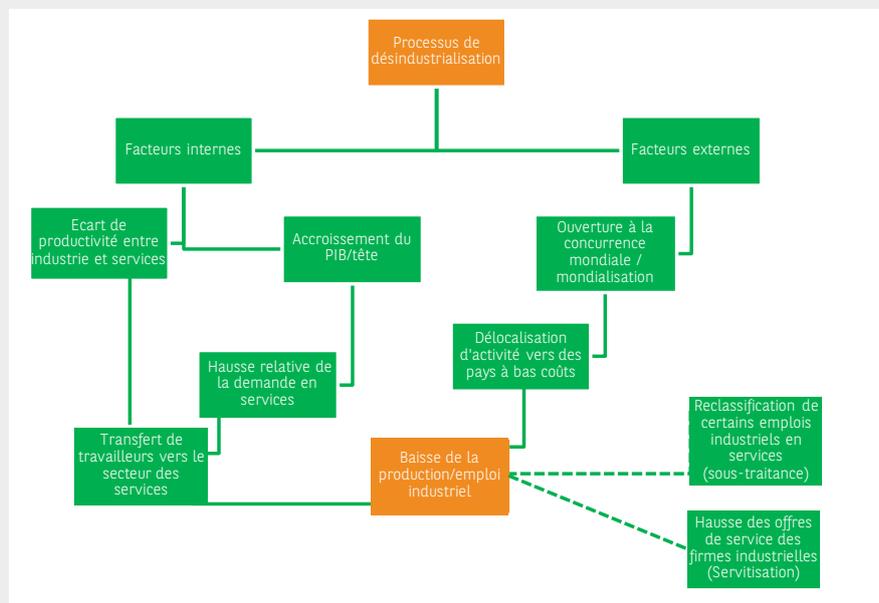
Les études théoriques sur ce phénomène de désindustrialisation dans les pays avancés sont essentiellement centrées sur les dynamiques internes aux économies (cf. graphique B). Elles distinguent principalement deux sources d'explication :

La première théorie, mise en avant par Baumol (1967),¹ 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).²

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)³ 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)⁴ 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)⁵. 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.⁸ 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.⁹

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.¹⁰

Le plan de relance et de résilience nationale (PRR)¹¹, 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).¹² 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 2024.¹³

Les mesures du PRR ciblant l'industrie

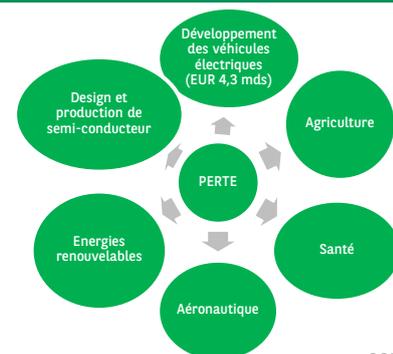
Le PRR se divise en dix grands piliers et trente sous-composantes (cf. tableau 2). Les mesures que nous considérons à même de soutenir l'industrie sont soulignées dans le tableau 2 qui différencie, d'une part, les mesures censées avoir un impact direct et important sur l'industrie (vert foncé) et, d'autre 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.¹⁴ 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.¹⁵ 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

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 (%)
Pilier 1	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
Pilier 2	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
Pilier 3	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
Pilier 4	11	Modernisation des administrations publiques	4,24	6,10
Pilier 5	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
Pilier 6	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
Pilier 7	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
Pilier 8	22	Soins et renforcement des politiques d'inclusion	2,49	3,58
	23	Politiques active d'emploi	2,36	3,40
Pilier 9	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
Pilier 10	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	-	-
	Total		69,53	100,00

	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.

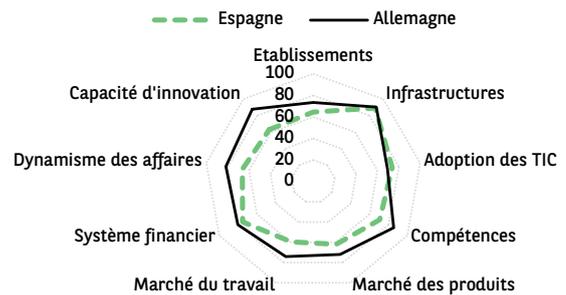
Le gouvernement espagnol espère accroître de façon très significative la part des dépenses en R&D dans le PIB au cours des prochaines années, afin d'atteindre 3,0% du PIB en 2030 (l'objectif final étant de parvenir à 4,0% du PIB en 2050). C'est l'un des objectifs stipulés dans le plan *España 2050* dévoilé 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 européenne¹⁶ 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^e rang européen - grâce à une numérisation avancée des services publics (2^e) et à une connectivité très étendue dans le pays (5^e). 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 mondial¹⁷ 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).

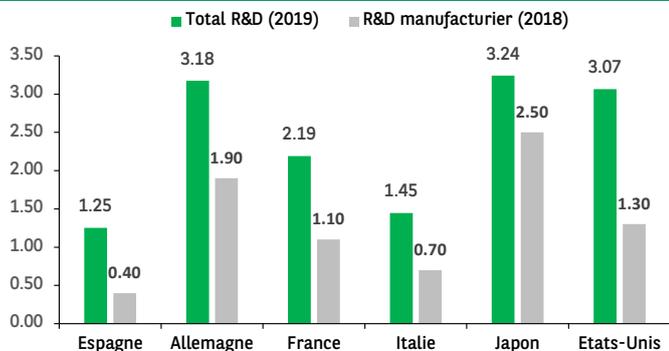
INDICE DE COMPÉTITIVITÉ, ESPAGNE VS. ALLEMAGNE (2019)



GRAPHIQUE 11

SOURCES : FORUM ÉCONOMIQUE MONDIAL, BNP PARIBAS

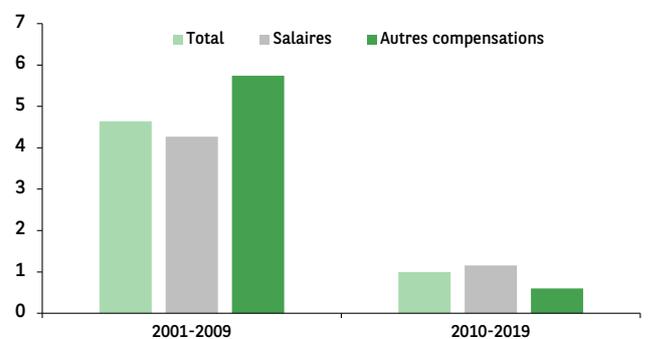
DÉPENSES EN RECHERCHE ET DÉVELOPPEMENT (% DU PIB)



GRAPHIQUE 10

SOURCES : OCDE, BNP PARIBAS

CROISSANCE ANNUELLE DU COÛT DU TRAVAIL DANS LE SECTEUR MANUFACTURIER



GRAPHIQUE 12

SOURCES : EUROSTAT, BNP PARIBAS

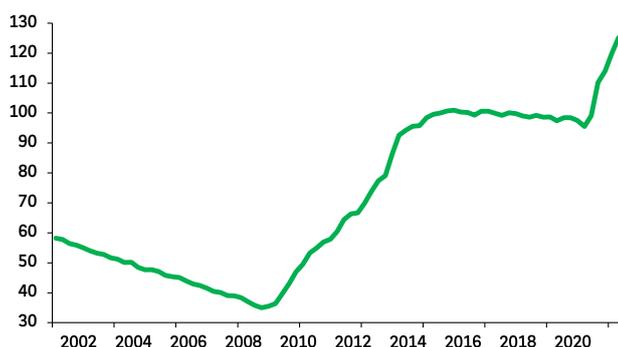
16 <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/desi>

17 http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf

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.

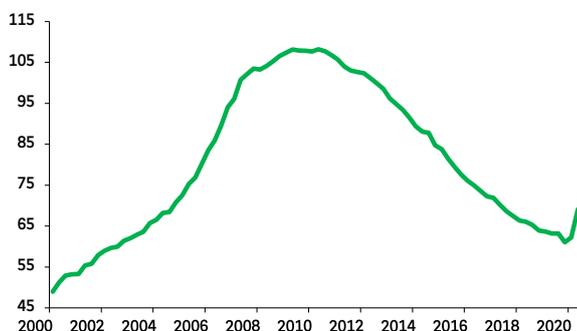
RATIO DE DETTE PUBLIQUE (% DU PIB)



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).¹⁸

Dans son Plan national pour l'énergie et le climat pour 2021-2030 (PNEC)¹⁹, 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.²⁰

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

20 https://www.lamoncloa.gob.es/lang/en/gobierno/councilministers/Paginas/2021/20210713_council.aspx



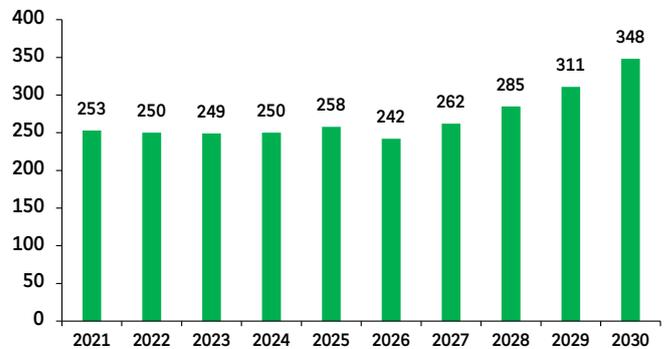
Le redéveloppement industriel, un facteur important pour la réussite du plan *España 2050*.

Ces programmes industriels s'inscrivent dans une série d'objectifs à long terme rassemblés au sein du programme *España 2050*²¹ 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 CO₂ (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.²² 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.

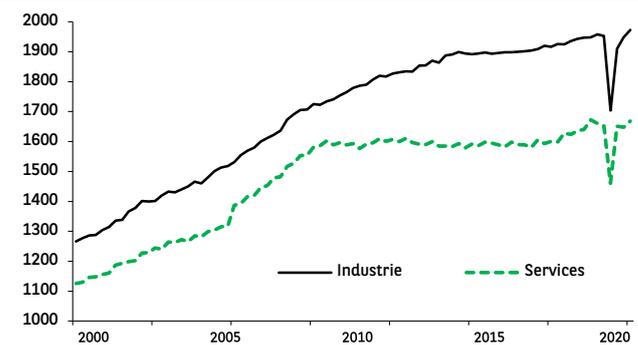
ESTIMATION GOUVERNEMENTALE DE L'IMPACT DU PNEC SUR L'EMPLOI (CRÉATION NETTE, EN MILLIERS)



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 ₂	-	-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

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





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 loi 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