

ESPAGNE : LE MARCHÉ DE L'EMPLOI RETROUVE DES COULEURS

Guillaume Derrien

L'emploi en Espagne continue de surprendre favorablement cet automne. Le nombre d'actifs affiliés à la sécurité sociale s'est accru en octobre (+102 474) pour atteindre un niveau record de 19 662 163.

D'importantes créations de poste sont enregistrées dans des secteurs qui ont pour partie « bénéficié » de la crise sanitaire et des changements structurels que celle-ci a engendrés ou amplifiés (information et communication, santé, activités sanitaires et sociales, logistique et transport).

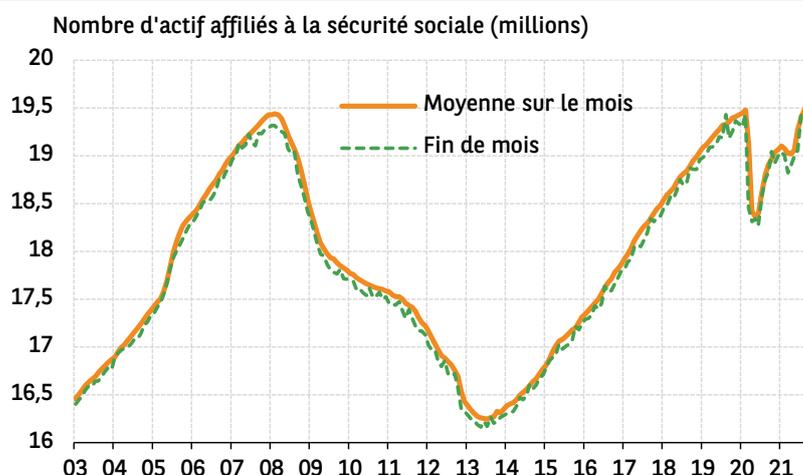
Le taux de chômage reste élevé (14,6% en septembre), tout comme le sous-emploi (7,4% de la population active totale), mais le taux d'activité des 16-64 ans atteint un niveau historiquement élevé (75,8% au T3 2021).

Alors que la première estimation du PIB espagnol pour le T3 2021 a globalement déçu (+2,0% t/t après déjà une hausse de seulement 1,1% au T2), et que les prix à la consommation accélèrent significativement (+5,4% en octobre en glissement annuel), la dynamique positive des embauches dans le pays reste, néanmoins, à confirmer.

La reprise épidémique, les pénuries de main d'œuvre dans certains secteurs, et l'impact de la hausse des prix sur le pouvoir d'achat des ménages pourraient freiner cette progression.

Le gouvernement a lancé les négociations sur la réforme du travail avec un calendrier très serré et sous l'œil attentif de la Commission européenne. Cette dernière entend conditionner le versement d'une partie des subventions du plan de relance européen à la mise en place de ces mesures début 2022.

RECORD DU NOMBRE D'EMPLOIS



GRAPHIQUE 1

SOURCES : SEPE, BNP PARIBAS

Selon l'office pour l'emploi espagnol (SEPE), le nombre d'actifs affiliés à la sécurité sociale a de nouveau augmenté en octobre avec une hausse de 102 474 (terme ajusté des variations saisonnières) plus importante encore que la moyenne mensuelle du T3 (+97 258). Avec un record d'affiliés de 19 662 163 (cf. graphique 1), le niveau d'emploi a donc dépassé les pics précédents atteints juste avant la pandémie de Covid-19 (février 2020) et durant la bulle financière mondiale (février 2008).¹ Cette dynamique positive contraste assez fortement avec l'évolution du PIB réel, qui a enregistré une croissance assez modeste au T3 2021 (+2,0% t/t) après une hausse de seulement 1,1% au T2. Cette estimation préliminaire de l'INE pour le T3 pourrait néanmoins faire l'objet d'importantes révisions dans les mois à venir.

Cet écart entre le PIB (reprise molle) et l'emploi (reprise soutenue) reflète en partie l'effet amortisseur des mesures prises par le gouvernement espagnol pour préserver l'emploi durant la pandémie, et principalement le dispositif ERTE de chômage partiel.² Parmi les personnes considérées en emploi, certains actifs sont toujours au chômage partiel ; ce groupe se réduit néanmoins mois après mois. À la fin octobre, 190 718 personnes (soit moins de 1% du nombre d'affiliés total) se trouvaient dans cette situation.

¹ Malgré quelques différences, l'évolution du nombre d'actifs affiliés à la sécurité sociale, fourni par la SEPE, est fortement corrélée aux chiffres d'emploi trimestriels publiés par l'INE.

² Selon les spécifications d'Eurostat pour les ERTE en 2020, les personnes suspendues de leur emploi sont classées comme employées tant qu'il existe une garantie de réintégration sur le lieu de travail une fois la période de suspension terminée.

ÉTUDES **ECONOMIQUES**



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change

Même si la normalisation du marché du travail n'est pas encore achevée, la hausse du chômage tant redoutée ne devrait a priori pas se matérialiser au vu du nombre aujourd'hui relativement restreint de personnes bénéficiant de l'ERTE. Même dans la situation où ces personnes seraient décomptées des affiliés totaux, ces derniers seraient quasiment au même niveau qu'à la fin 2019, soit un déficit de seulement 7 000 postes.

Le taux de chômage est ainsi retombé à 14,6% de la population active en septembre, mais il reste 0,9 point de pourcentage au-dessus du niveau atteint juste avant la pandémie. Contrairement à ce qu'on observe dans d'autres pays (États-Unis, Royaume-Uni, Italie), la baisse du taux de chômage en Espagne se déroule dans un contexte d'augmentation marquée de la population active. À 75,8% au T3 2021, le taux d'activité (16-64 ans) est à son plus haut niveau depuis le début des statistiques actuelles en 2002 (cf. graphique 2), grâce notamment à un taux record de 71,5% chez les femmes.³

Le redressement de l'emploi est cependant très disparate entre les secteurs (cf. tableau 1 en fin d'article). Les créations de postes sont fortes dans les secteurs qui ont pour partie « bénéficié » de la pandémie et des changements structurels que celle-ci a engendrés ou amplifiés :

- Les activités sanitaires et sociales (service d'action sociale sans hébergement [+10,4% par rapport à octobre 2019]⁴ ; santé [+9,2%]), en lien direct avec les conséquences de la pandémie mais aussi sous l'effet de dynamiques plus structurelles (hausse de la précarité, vieillissement de la population).
- Les services d'information et de communication (programmation, conseil et autres activités informatiques [+15,3%]), reflétant la vague de numérisation des activités productives. On peut y accoler les services professionnels, scientifiques et techniques (recherche et développement scientifique [+9,6]), ainsi que l'enseignement [+5,7%].
- Les services de transport ou d'entreposage (dont les services de poste et de courrier [+10%]), qui bénéficient de la forte expansion du commerce en ligne.
- L'emploi dans la construction a également augmenté significativement (+3,3% au cours des 24 derniers mois), soutenu notamment par le fort rebond du marché immobilier depuis l'été 2020. Le niveau d'emploi dans le secteur représente cependant moins de la moitié de ce qu'il était en 2007, avant la grande récession et la crise financière.⁵

À l'inverse, l'emploi dans les secteurs de l'hébergement et de la restauration (-6,5% entre octobre 2019 et octobre 2021), des services de loisirs, des activités artistiques et du spectacle (-2,6%), mais aussi la finance et l'assurance (-1,4%), enregistrent toujours un recul important par rapport au niveau de pré-pandémie. Pour certains secteurs, la finance notamment, la baisse de l'emploi est en partie structurelle et antérieure au Covid-19, et reflète les difficultés auxquelles est confronté le secteur depuis plusieurs années (compression des marges, concurrence des banques en ligne et de la fintech, etc.).

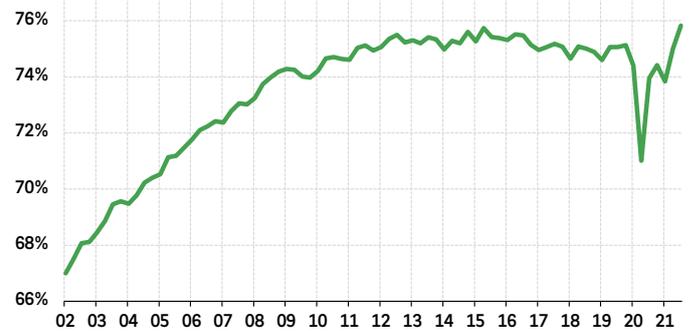
Lors des premières vagues de Covid-19 en 2020, ce sont assez logiquement les contrats les plus précaires qui ont majoritairement disparu car ils étaient moins protégés et/ou plus difficilement éligibles au chômage partiel. Le nombre de contrats à durée déterminée (CDD)⁶ a notamment chuté de 10,4% en 2020, tandis que le nombre de contrats

à durée indéterminée (CDI) s'est accru de 1,6% (cf. graphique 3). Avec un peu plus de 60% de CDI, la structure du marché du travail (entre CDI et CDD) reste semblable à celle d'avant la pandémie (les CDI représentaient exactement 59,9% des contrats totaux en 2019).

Si les traces immédiates de la pandémie sur le marché du travail espagnol se sont effacées assez rapidement, celui-ci porte encore les stigmates des crises passées. Le taux de chômage reste l'un des plus élevés en Europe, à 14,6% en septembre, et si l'on ajoute les salariés en sous-emploi, cela représente environ un quart de la population active, 22% précisément, au T3 2021⁷. Même si la situation sur le front de l'emploi en Espagne s'améliore, elle reste encore bien plus difficile que chez les autres grands pays européens.

TAUX D'ACTIVITÉ

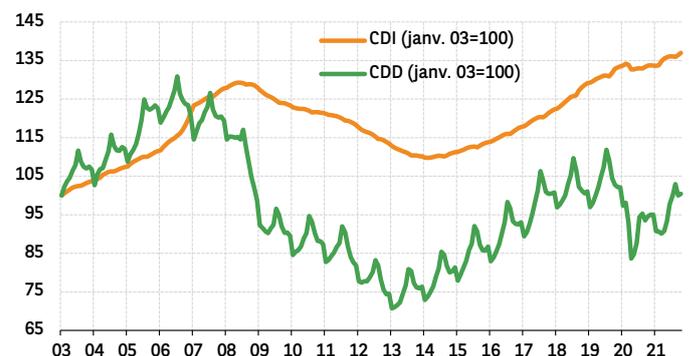
PART DES 16-64 ANS EN EMPLOI OU AU CHÔMAGE DANS LA POPULATION EN ÂGE DE TRAVAILLER, %



GRAPHIQUE 2

SOURCES : INE (EAPS), BNP PARIBAS

ÉCART DE REPRISE ENTRE CDD ET CDI TEMPS PLEIN ET PARTIEL CONFONDUS



GRAPHIQUE 3

SOURCES : SEPE, BNP PARIBAS

³ Source : INE, Economically Active Population Survey.

⁴ Nous choisissons volontairement une comparaison à deux ans afin d'éviter tout effet de saisonnalité et pour ne pas prendre en compte la période de confinement.

⁵ L'emploi dans la construction s'établissait à 2 768 600 au T3 2007 contre 1 293 600 au T3 2021, soit une baisse de 53,3% (Source : INE).

⁶ Temps complet et temps partiel confondus.

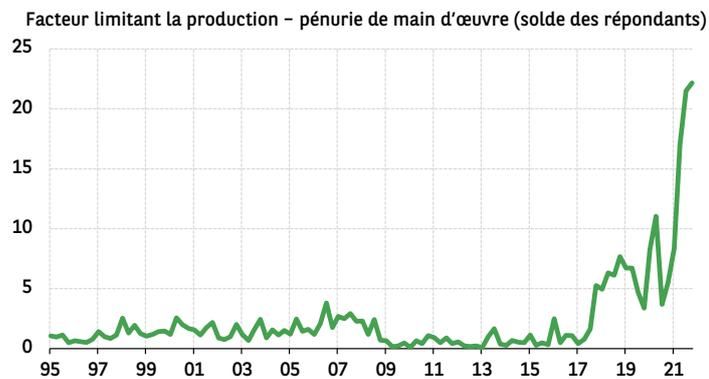
⁷ Selon l'EAPS, le sous-emploi s'élevait à 1 736 500 au T3 2021, soit 7,4% de la population active totale.



LES RISQUES BAISSIERS S'ACCUMULENT

Par ailleurs, des obstacles importants pourraient freiner cette reprise sur le marché du travail. Tout d'abord l'évolution de l'épidémie de Covid-19, de nouveau en hausse mais qui reste pour l'heure sous contrôle. Sur le plan économique ensuite, trois facteurs émergent. Premièrement, les pénuries de main d'œuvre dans certains secteurs qui, en Espagne comme dans beaucoup de pays, sont très importantes actuellement. La dernière enquête du ministère de l'Industrie, du Commerce et du Tourisme⁸ montre, en effet, une aggravation sans précédent des problèmes de recrutement auxquels font face les entreprises industrielles (cf. graphique 4). Notons néanmoins que ces difficultés commençaient déjà à s'amplifier près de deux ans avant la pandémie.

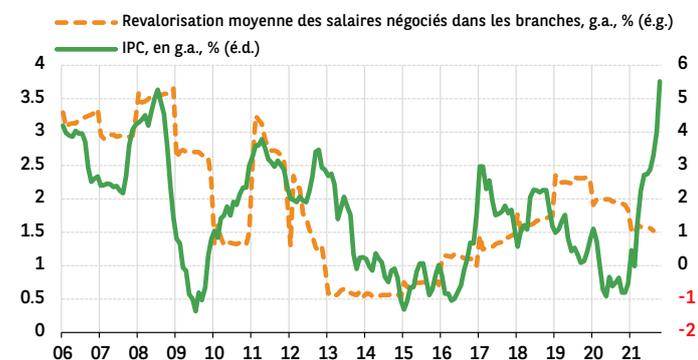
PÉNURIE DE MAIN D'ŒUVRE DANS L'INDUSTRIE



GRAPHIQUE 4

SOURCE : MINISTÈRE ESPAGNOL DE L'INDUSTRIE, DU COMMERCE ET DU TOURISME, BNP PARIBAS

SALAIRES NÉGOCIÉS ET INFLATION



GRAPHIQUE 5

SOURCES : INE, MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES ESPAGNOL, BNP PARIBAS.

Deuxièmement, la poussée d'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages est également de nature à freiner la reprise économique, via son impact potentiel sur la consommation privée, et par extension sur l'emploi. L'indice des prix à la consommation (IPC, non harmonisé) a bondi de 5,4% en g.a. en octobre, selon les premières estimations de l'INE, sa plus forte hausse depuis 1992. Si l'inflation des prix à la consommation restait, en octobre, circonscrite essentiellement aux postes énergétiques (électricité, gaz, carburant), la hausse des coûts de production que subissent d'autres secteurs (et qui réduit les marges des entreprises) pourrait se répercuter à terme sur les prix à la consommation. En particulier, l'évolution des prix des produits alimentaires, qui pèsent le plus lourd dans le panier de consommation des ménages (17,5%⁹), est restée contenue jusqu'en octobre (+1,4% en g.a.), mais l'indice des prix à la production du secteur a bien plus fortement augmenté (+7,5% g.a.). Si cette hausse des coûts de production venait à impacter trop sérieusement les marges des entreprises, ces dernières seraient contraintes de les répercuter sur les prix de vente de leurs produits ou services.

Enfin, troisième facteur, le niveau élevé du taux de chômage structurel pourrait aussi, à plus long terme, peser sur la dynamique de l'emploi. Ce taux de chômage structurel (ou NAIRU, *Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment*) se situe, selon les estimations de l'OCDE et de la Commission européenne, entre 13% et 15%¹⁰, un intervalle à l'intérieur duquel s'inscrit déjà le taux de chômage actuel. Le NAIRU est par nature inobservable, difficile à évaluer précisément, et nécessite donc de prendre un certain recul. Même si, de fait, il reste en Espagne un réservoir important de main d'œuvre, ce chômage structurel important indique qu'il pourrait être difficile de puiser dedans. On constate déjà, dans certains secteurs, un resserrement important de la main d'œuvre disponible. En effet, le nombre de demandeurs d'emploi a atteint en septembre 2021 des niveaux historiquement bas – les plus bas depuis le début des statistiques actuelles en janvier 2009 – dans l'industrie extractive, certains secteurs manufacturiers (tabac, textile, papeterie, métallurgie) ou encore l'ingénierie civile.

Ce dynamisme du marché du travail pourrait à terme amplifier les pressions inflationnistes via des hausses salariales plus vigoureuses. Ces dernières restent jusqu'ici très contenues. En effet, les augmentations de salaire négociées au niveau des branches – en moyenne autour de 1,5% en g.a. actuellement – se sont, jusqu'à cet automne, peu ajustées à la hausse des prix à la consommation, qui s'est accélérée depuis (cf. graphique 5). De même, la revalorisation en septembre dernier du « salaire minimum interprofessionnel » (SMI) – de 1,6% ou 15 euros – dont bénéficient près de 1,5 million de travailleurs, reste sensiblement inférieure à l'inflation. À ce stade, une boucle prix-salaire ne semble donc ni enclenchée ni imminente.

PLACE AUX RÉFORMES STRUCTURELLES

La hausse significative de l'emploi depuis le début de l'année 2021 permet aux autorités d'aborder les négociations sur la réforme du travail dans un contexte économique plus « confortable ». Ce dossier a néanmoins exacerbé certaines tensions au sein de la coalition gouvernementale entre le parti socialiste (PSOE) et Podemos. La désignation de la négociatrice en chef (le poste était disputé par la ministre du Travail Yolanda Díaz [Podemos] et la ministre de l'Économie Nadia Calviño [PSOE]) a constitué le premier point d'achoppement, qui s'est soldé par la nomination de madame Díaz. Les échéances de cette

⁸ <https://industria.gob.es/en-us/estadisticas/Paginas/encuesta-coyuntura.aspx>

⁹ Poids du composant dans l'IPC pour 2019.

¹⁰ Précisément, pour 2019, l'OCDE et la Commission européenne évaluent le NAIRU pour l'Espagne, respectivement à 15,0% et 13,8%.



réforme sont censées être très serrées, l'objectif étant qu'un accord avec les partenaires sociaux soit scellé en novembre de cette année, avant un feu vert du Parlement en décembre, ce qui permettrait à cette réforme d'entrer en vigueur dès janvier 2022.

Les principales mesures en discussion sont les suivantes :

- Abrogation des limites de validité des conventions collectives.
- Généralisation des contrats à durée indéterminée et réglementation plus stricte sur l'utilisation des contrats temporaires, dans le but de réduire la fragmentation du marché du travail.
- Priorité des accords de branche sur les accords d'entreprise.
- Limitation de la capacité de l'entreprise à modifier unilatéralement les conditions du contrat.
- Limitation de la sous-traitance dans les entreprises aux activités qui ne sont pas les principales de l'entreprise.
- Mise en place d'un « mécanisme de flexibilité interne et de stabilité de l'emploi et d'accompagnement à la transition », qui remplacerait structurellement le dispositif ERTE de chômage partiel toujours en vigueur.

La réforme du marché du travail est appelée de ses vœux par la Commission européenne de Bruxelles, qui entend conditionner une partie des allocations versées à l'Espagne par le fonds de relance européen à la mise en place de ces mesures structurelles. Ces dernières sont d'ailleurs intégrées au volet de Politiques actives d'emploi du plan de relance espagnol (composante 23)¹¹. Pour résumer, le projet de réforme s'articule autour de quatre volets (simplification des contrats, réduction du travail temporaire excessif, meilleure régulation de la sous-traitance, accroissement du pouvoir de négociations des syndicats dans les négociations collectives). Ce nouveau dispositif remplacerait une partie des réformes promulguées en 2012 sous la mandature de Mariano Rajoy.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

¹¹ Pour visualiser toutes les composantes du plan de relance espagnol, voir BNP Paribas *EcoConjoncture Espagne : le chemin tortueux vers une réindustrialisation*, septembre 2021 (Tableau 2 en page 9).

ACTIFS AFFILIÉS AU SYSTÈME DE SÉCURITÉ SOCIALE, RÉGIME GÉNÉRAL ET AUTONOME CONFONDUS (OCTOBRE 2021)

	% emploi				% emploi				% emploi		
	En milliers	total	oct 2021 - oct 2019		En milliers	total	oct 2021 - oct 2019		En milliers	total	oct 2021 - oct 2019
Agriculture, sylviculture & pêche	344,2	1,9	0,8	Électricité, gaz, et autres	36,1	0,2	-1,4	Services professionnels, scientifiques et techniques	1111,5	6,0	5,1
Agriculture et chasse	311,0	1,7	0,4	Production & distribution d'eau	152,1	0,8	3,3	Services juridiques et comptables	314,4	1,7	1,4
Sylviculture	30,3	0,2	5,7	Eau naturelle, traitement et distribution d'eau	45,0	0,2	2,7	Services des sièges sociaux, services de conseil en gestion	131,6	0,7	11,7
Pêche & aquaculture	2,9	0,0	-2,0	Collecte et traitement des eaux usées	5,9	0,0	3,1	Services d'architecture et d'ingénierie	270,1	1,5	5,6
Industries extractives	20,9	0,1	-0,2	Collecte, traitement et élimination des déchets	99,0	0,5	3,5	Recherche et développement scientifique	100,5	0,5	9,6
Industrie houillère	0,1	0,0	-23,2	Dépollution et autres services de gestion des déchets	2,3	0,0	5,0	Services de publicité et d'études de marché	118,3	0,6	2,5
Industrie hydrocarbone	0,2	0,0	-1,2	Constructions et travaux	1308,9	7,1	4,2	Autres services spécialisés, scientifiques et techniques	147,6	0,8	5,5
Industrie du minerais métallique	3,3	0,0	1,1	Bâtiments et travaux de construction de bâtiments	487,1	2,6	4,2	Services vétérinaires	29,0	0,2	8,0
Autres industries extractives	16,1	0,1	-0,2	Ouvrages et travaux de construction relatifs au génie civil	55,3	0,3	0,6	Services administratifs et d'assistance	1506,5	8,1	2,0
Services de soutien aux industries extractives	1,2	0,0	-1,4	Travaux de construction spécialisés	766,5	4,1	2,9	Location et location-bail	88,6	0,5	-11,0
Industrie manufacturière	2082,8	11,2	-0,3	Commerce, réparation d'automobiles et de motos	3218,0	17,4	-0,5	Services liés à l'emploi	232,8	1,3	6,5
Alimentation	403,4	2,2	2,0	Commerce et réparation d'automobiles et de motos	334,2	1,8	-2,2	Agences de voyage et autres services de réservation	55,8	0,3	-16,8
Boissons	49,4	0,3	-4,6	Commerce de gros, à l'exclusion des automobiles et des motos	999,2	5,4	0,5	Services de sécurité et d'enquête	141,9	0,8	3,2
Tabac	1,6	0,0	4,7	Commerce de détail, à l'exclusion des automobiles et des motos	1882,6	10,2	-0,8	Services relatifs aux bâtiments et aménagement paysager	641,1	3,5	3,9
Textile	47,2	0,3	0,0	Services de transport et d'entreposage	957,5	5,2	1,3	Services administratifs et autres services de soutien aux entreprises	346,5	1,9	2,8
Habillement	43,8	0,2	-8,2	Transports terrestres	611,2	3,3	0,0	Services d'administration publique et de défense	1189,9	6,3	5,2
Cuir et articles en cuir	37,4	0,2	-7,6	Transports maritimes	1,3	0,0	2,7	Services de l'enseignement	1105,3	6,0	5,7
Bois et autres	61,6	0,3	-0,7	Transports aériens	34,6	0,2	-16,0	Services de santé humaine et d'action sociale	1856,8	10,0	8,2
Papier et carton	44,2	0,2	1,4	Entreposage et services auxiliaires des transports	216,2	1,2	4,9	Services de santé humaine	1222,5	6,6	9,2
Travaux d'impression et de reproduction	71,4	0,4	-2,7	Services de poste et de courrier	94,3	0,5	10,0	Services d'hébergement médico-social et social	290,1	1,6	1,9
Cokefaction et raffinage	8,1	0,0	-5,5	Services d'hébergement et de restauration	1594,6	8,6	-6,5	Services d'action sociale sans hébergement	344,2	1,9	10,4
Industrie chimique	102,8	0,6	3,8	Services d'hébergement	316,4	1,7	-10,4	Services artistiques, du spectacle et récréatifs	339,4	1,8	-2,6
Industrie pharmaceutique	56,0	0,3	5,1	Services de restauration et de débits de boissons	1278,2	6,9	-5,5	Services créatifs, artistiques et du spectacle	64,6	0,3	-3,0
Industrie du caoutchouc et plastique	94,2	0,5	0,7	Information et communication	625,7	3,4	9,7	Services des bibliothèques, archives, musées et autres services culturels	17,1	0,1	-3,6
Autres industries de minerais non métalliques	101,9	0,6	3,0	Édition	48,7	0,3	-2,7	Jeux de hasard et d'argent	35,6	0,2	-6,0
Métallurgie	77,2	0,4	-3,0	Production de films cinématographiques, vidéos, etc.	50,8	0,3	9,0	Services sportifs, récréatifs et de loisirs	216,1	1,2	-1,8
Produits métalliques, à l'exclusion des machines et équipements	262,5	1,4	-0,4	Programmation et diffusion	24,8	0,1	-3,8	Autres services	539,8	2,9	-2,2
Informatiques, électroniques et optiques	30,8	0,2	5,8	Services de télécommunications	78,3	0,4	1,7	Services fournis par des organisations associatives	138,7	0,7	-2,1
Équipements électriques	47,9	0,3	0,7	Programmation, conseil et autres activités informatiques	386,5	2,1	15,3	Services de réparation d'ordinateurs et de biens personnels et domestiques	61,3	0,3	-9,0
Machines et équipements n.c.a.	127,3	0,7	-1,5	Services d'information	36,6	0,2	2,4	Autres services personnels	333,7	1,8	-0,9
Industrie automobile	152,7	0,8	-5,9	Finance & assurance	374,6	2,0	-1,4	Services des ménages en tant qu'employeurs	41,0	0,2	-4,1
Autres matériels de transport	53,4	0,3	-5,9	Services financiers, hors assurances et caisses de retraite	201,3	1,1	-3,6	Services des ménages en tant qu'employeurs de personnel domestique	41,0	0,2	-4,1
Armeusement	66,5	0,4	3,1	Services d'assurance	59,6	0,3	-0,7	Biens et services divers produits par les ménages pour leur usage propre	-	-	-
Autres industrie manufacturière	38,8	0,2	1,6	Services auxiliaires aux services financiers et aux assurances	113,8	0,6	2,3	Services extra-territoriaux	3,6	0,0	-4,1
Réparation et installation de machines et d'équipements	102,7	0,6	2,0	Services immobiliers	149,8	0,8	1,9	Total	18525,0	100,0	1,6

SOURCES : SEPE, CALCULS BNP PARIBAS

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 - France, zone euro

+33 1 58 16 03 63 helene.baudchon@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Italie, Espagne, Portugal - Commerce international

+33 1 55 77 71 89 guillaume.a.derrien@bnpparibas.com

Raymond Van Der Putten
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse, Japon - Climat, retraites, croissance long terme

+33 1 42 98 53 99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com

Veary Bou, Patrick Capeillère, Tarik Rharrab
Statistiques

PROJECTIONS ÉCONOMIQUES, RELATIONS AVEC LE RÉSEAU FRANCE

Jean-Luc Proutat
Responsable - États-Unis, Royaume-Uni

+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

Laure Baquero

+33 1 43 16 95 50 laure.baquero@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

ÉCONOMIES ÉMERGENTES ET RISQUE PAYS

François Faure
Responsable - Argentine

+33 1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com

Christine Peltier
Adjointe - Grande Chine, Vietnam, Afrique du Sud

+33 1 42 98 56 27 christine.peltier@bnpparibas.com

Stéphane Alby
Afrique francophone

+33 1 42 98 02 04 stephane.alby@bnpparibas.com

Stéphane Colliac
Turquie, Ukraine, Europe centrale

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@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

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, CEI

+33 1 58 16 05 84 johanna.melka@bnpparibas.com

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

+33 1 42 98 48 59 mickaëlle.filsmarie-luce@bnpparibas.com



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change



CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de, ou sont fondées sur des sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit, expressément ou implicitement, ni leur exactitude, ni leur exhaustivité, ni leur mise à jour. Ce document ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente de titres ou autres placements. Il ne constitue ni du conseil en investissement, ni de la recherche ou analyse financière. Les informations et opinions contenues dans ce document ne sauraient dispenser l'investisseur d'exercer son propre jugement ; elles sont par ailleurs susceptibles d'être modifiées à tout moment sans notification et ne sauraient servir de seul support à une évaluation des instruments éventuellement mentionnés dans le présent document. Toute éventuelle référence à une performance réalisée dans le passé ne constitue pas une indication d'une performance future. Dans toute la mesure permise par la loi, aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable (y compris en raison d'un comportement négligent) au titre de pertes directes ou découlant indirectement d'une utilisation des informations contenues dans ce document ou d'une confiance accordée à ces informations. Toutes les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. Sauf indication contraire dans le présent document, il n'est pas prévu de le mettre à jour. BNP Paribas SA et l'ensemble des entités juridiques, filiales ou succursales (ensemble désignées ci-après « BNP Paribas »), sont susceptibles d'agir comme teneur de marché, d'agent ou encore, à titre principal, d'intervenir pour acheter ou vendre des titres émis par les émetteurs mentionnés dans ce document, ou des dérivés y afférents. BNP Paribas est susceptible notamment de détenir une participation au capital des émetteurs ou personnes mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à terme, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. Les cours, rendements et autres données similaires du présent document, y figurent au titre d'information. De nombreux facteurs agissent sur les prix de marché et il n'existe aucune certitude que les transactions peuvent être réalisées à ces prix. BNP Paribas, ses dirigeants et employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche et 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 Prudential 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 Prudential (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 Francfort sur le Main, une succursale de BNP Paribas S.A. dont le siège est situé à Paris, France. BNP Paribas S.A. Niederlassung Francfort sur le Main, Europa Allee 12, 60327 Francfort, est autorisée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudential 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 - www.economic-research.bnpparibas.com

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



BNP PARIBAS

La banque
d'un monde
qui change