

MARCHÉ IMMOBILIER EN ESPAGNE : UN OPTIMISME À RELATIVISER

Guillaume Derrien

Le marché immobilier espagnol fait de nouveau preuve de dynamisme après sa forte correction de 2008 à 2013 qui a effacé une partie des excès créés au début des années 2000.

Le volume des transactions a atteint en 2021 son niveau le plus élevé en douze ans. Les prix des logements enregistrent depuis six ans une croissance proche de 5% par an en moyenne.

L'activité bénéficie aujourd'hui de multiples soutiens : rebond économique post-Covid, épargne des ménages plus importante, progression de l'emploi, taux d'emprunt bas.

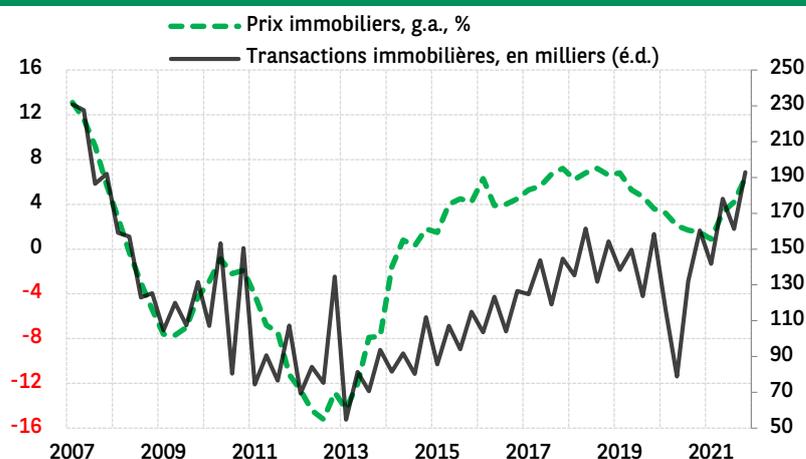
La hausse des prix immobiliers s'explique surtout par une limitation sur l'offre de logement qui risque de perdurer avec l'accroissement des coûts de construction lié au renchérissement des matières premières.

Un resserrement des conditions de crédit sera moins problématique qu'en 2008 : l'endettement des ménages et la charge de la dette se sont nettement réduits ces dernières années.

Néanmoins, cette augmentation des prix constitue un facteur d'inégalité de plus en plus important.

Le projet de loi sur « le droit à l'accès au logement », en cours de procédure parlementaire, vise à réglementer différents domaines du marché immobilier (aides à l'accès au logement, régulation des expulsions, hausse du nombre de logements sociaux, encadrement des loyers), mais ne règle que partiellement le problème du déficit de construction.

PRIX IMMOBILIERS ET TRANSACTIONS IMMOBILIÈRES



GRAPHIQUE 1

SOURCES : MINISTÈRE DU LOGEMENT ESPAGNOL, INE

UN REBOND MARQUÉ EN 2021

L'activité immobilière en Espagne a rebondi de façon spectaculaire en 2021, après un plongeon en 2020 en raison des mesures de confinement pour faire face à l'épidémie de Covid-19. Près de 670 000 transactions immobilières ont été réalisées l'an passé, du jamais vu depuis 2007¹ (cf. graphique 1). Selon l'INE, les prix immobiliers ont progressé de 3,7% en moyenne annuelle en 2021, poursuivant ainsi le rythme soutenu des six dernières années (+4,9% en moyenne annuelle entre 2015 et 2020). Si les prix des logements restent près de 10% inférieurs au pic de l'été 2007, leur croissance s'accélère. Cette hausse s'est poursuivie au premier trimestre 2022, selon les chiffres de Tinsa, qui montrent une augmentation en glissement annuel de 6,8% en mars. Cet indicateur est très bien corrélé avec l'indice trimestriel de l'INE.

Ces chiffres masquent néanmoins des divergences importantes entre les régions. Dans la communauté de Madrid ainsi que dans les régions touristiques et/ou plus fortement peuplées (Ile Baléares, Melilla, Ceuta), les prix immobiliers ont enregistré depuis 2015 une progression rapide ; dans certaines régions, le niveau des prix est même supérieur à 2007/2008. A l'inverse, dans les régions rurales et moins densément peuplées (Estrémadure, Castille-et-León, Navarre, Aragon), les prix oscillent encore très en dessous de leurs niveaux d'il y a quinze ans, au moins 20% en dessous. Cela dit, le nombre de transactions immobilières, dans la plupart de ces régions, est également reparti à la hausse, ce qui laisse présager une augmentation des prix plus rapide cette année.

¹ Source: Ministère du logement espagnol



DES SOUTIENS MULTIPLES

Le marché immobilier espagnol bénéficie de multiples soutiens à la demande. Tout d'abord, les ménages espagnols ont reconstitué, en 2019 et en 2020, une épargne importante, en hausse de près de EUR70 mds selon les données d'Eurostat. L'augmentation a été particulièrement forte en 2020 (+46,2 mds), la consommation ayant chuté en raison des périodes de confinement et de la fermeture de nombreux commerces. Le surplus d'épargne a été placé essentiellement dans les dépôts à vue, ce qui permet aujourd'hui aux ménages de puiser dans une partie de ces fonds, plus importants qu'auparavant, afin de financer l'acquisition d'un logement.

L'embellie du marché du travail est un autre soutien indirect important à l'achat au logement : le taux de chômage est proche de la barre des 13% cette année, un niveau qui n'avait plus été observé depuis 2008. En améliorant la solvabilité des ménages, cela permet à la fois de soutenir la demande de crédits, et de renforcer les chances d'obtention d'un prêt. Les perspectives d'une remontée des taux d'intérêt cette année incite aussi probablement les particuliers à investir dès aujourd'hui dans un bien immobilier. Les taux d'emprunt restent historiquement bas (2,52% en moyenne, toutes durées confondues, en février selon l'INE), mais devraient, selon toute vraisemblance, remonter en 2022, à mesure que l'inflation élevée persiste et que la politique monétaire européenne devient moins accommodante.

Il existe également des facteurs structurels s'exerçant à la fois sur l'offre et la demande immobilière. On compte parmi eux, en premier lieu, du côté du soutien de la demande, l'augmentation du nombre de ménages dans le pays, elle-même liée à la hausse de la population (même si sa croissance ralentit) et du nombre des séparations et des familles monoparentales².

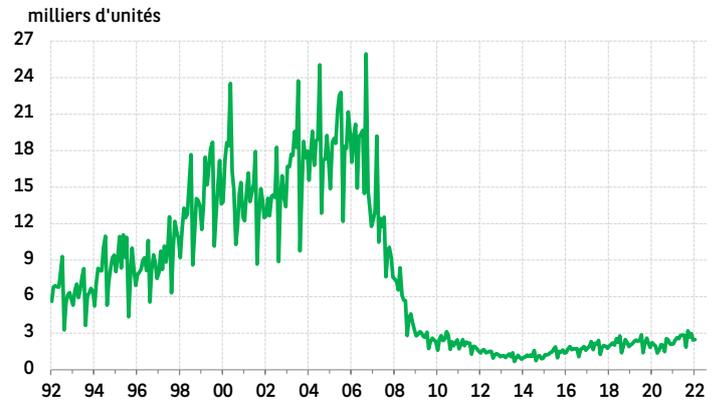
À la demande soutenue s'oppose une offre de plus en plus restreinte. Le nombre de permis de construire a littéralement plongé à partir de 2007 (cf. graphique 2). Si cette chute était au départ un contrecoup attendu après l'explosion de la bulle spéculative dans le secteur immobilier, il n'y a eu depuis aucun véritable redressement, même si on constate à nouveau une progression depuis 2015. Sans aller jusqu'à parler d'un problème de pénurie de logements, il existe néanmoins un déséquilibre de plus en plus important entre l'offre et la demande qui tend à s'accroître chaque année.

Dans ces conditions, il est fort probable que l'augmentation des prix immobiliers se poursuivra au moins cette année, d'autant plus que le secteur de la construction fait face à un renchérissement des prix des matériaux lié au contexte économique mondial, ce qui pourrait se répercuter sur les prix de vente et/ou restreindre l'offre de nouveaux logements.

À QUEL POINT DOIT-ON S'INQUIÉTER DE LA HAUSSE DES PRIX ?

Si dans certaines régions, les prix immobiliers ont désormais dépassé leur niveau de 2008 ou s'en rapprochent, les deux périodes offrent peu d'éléments de comparaison. Lors de la précédente phase d'expansion (2000-2008), l'endettement des ménages avait doublé, passant d'un ratio sur revenu disponible brut (RDB) de 65% en 2000 à un pic autour de 135% en 2008. Depuis le redémarrage du secteur immobilier

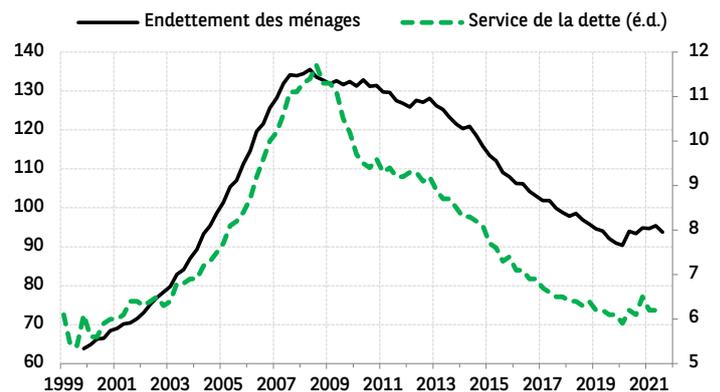
PERMIS DE CONSTRUIRE DE LOGEMENTS RÉSIDENTIELS



GRAPHIQUE 2

SOURCE : MINISTÈRE DE L'ÉQUIPEMENT ESPAGNOL

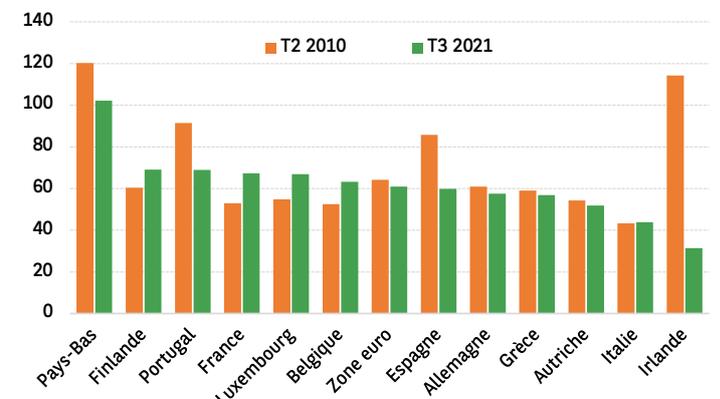
ENDETTEMENT DES MÉNAGES ET SERVICE DE LA DETTE (% DU REVENU DISPONIBLE BRUT)



GRAPHIQUE 3

SOURCES : BRI, BNP PARIBAS

ENDETTEMENT DES MÉNAGES (EN % DU PIB)



GRAPHIQUE 4

SOURCES : BRI, BNP PARIBAS

² Le nombre combiné de ménages de célibataires et de familles monoparentales a augmenté de 12% entre 2013 et 2020, passant de 6,12 millions à 6,83 millions, ils représentaient 36,4% des couples en 2020 contre 33,6% sept ans auparavant (source: INE)



en 2013, l'endettement des ménages a baissé quasi continuellement, passant de 126% du RDB à 93,7% en milieu d'année 2021 (cf. graphique 3). Leur taux d'endettement a augmenté durant la crise sanitaire en 2020, mais cela a été de courte durée ; la courbe est de nouveau repartie à la baisse en 2021. En parallèle, la forte diminution des taux d'intérêt, aujourd'hui à des niveaux historiquement bas, a contribué à réduire le poids du remboursement de la dette qui est passée de 11,4% du revenu disponible des ménages en 2008, à 6,2% à l'automne 2021. Alors qu'ils étaient parmi les plus endettés d'Europe en 2010, les ménages espagnols sont désormais au niveau de la moyenne européenne (cf. graphique 4).

Cette phase de désendettement important s'explique principalement par le resserrement de l'offre de crédit qui a débuté avec la crise financière mondiale de 2008-2009 et qui s'est poursuivie jusqu'au milieu de l'année dernière (cf. graphique 5). Indication d'une meilleure solidité du secteur bancaire, le ratio du crédit sur les dépôts, qui avait doublé durant le cycle économique du début des années 2000, est retombé aujourd'hui à son plus bas niveau depuis 1997 (date correspondant au début des statistiques actuelles).

Hormis l'endettement, la composition des crédits immobiliers a également connu un profond bouleversement, avec un basculement progressif des emprunts à taux variables vers les taux fixes (cf. graphique 6). Ces derniers, qui représentaient moins de 5% du total des prêts immobiliers en 2011, comptent désormais pour 70% de l'encours total en janvier 2022. Les ménages ont profité de la période de taux bas pour obtenir et pérenniser des conditions d'emprunt plus avantageuses et stables, ce qui leur permettra d'être mieux protégés face à un durcissement des conditions de crédit qui se rapproche. L'économie espagnole est donc dans son ensemble plus solide pour affronter la remontée des taux d'intérêt qui se profile. Les risques systémiques émanant du secteur immobilier sont, à ce stade, bien moins importants que durant le cycle économique du début des années 2000.

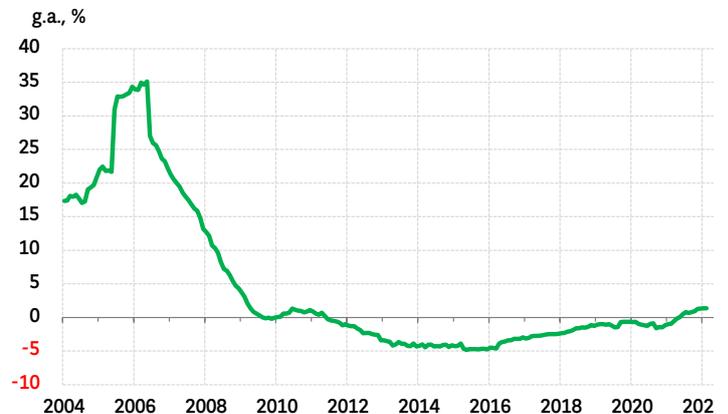
Cependant, la hausse des prix immobiliers a des répercussions sociales. Elle accroît les inégalités entre les propriétaires (dont le patrimoine s'accroît avec l'augmentation des prix) et les primo-accédants. Un achat immobilier demande un effort financier de plus en plus important, y compris pour ceux qui sont déjà propriétaires (cf. graphique 7 sur la page suivante), les revenus disponibles n'augmentant notamment pas aussi rapidement que les prix immobiliers, bien que la baisse des taux ait pu contrebalancer l'effet de la hausse des prix. Au vu de la dynamique actuelle des prix – le pic de 2007 pourrait être bientôt dépassé, si on se fie aux chiffres de l'INE – le creusement des inégalités risque de s'aggraver. Comme mentionné précédemment, ces tensions ne sont pas de même ampleur sur l'ensemble du territoire ; elles se retrouvent surtout dans les grandes villes et les zones balnéaires qui sont des territoires rassemblant néanmoins une grande partie de la population.

Par répercussion, la demande en logement locatif, ainsi que sa part dans le parc résidentiel total, s'est accrue³, ce qui a eu pour effet de tirer les loyers vers le haut⁴. Cela a conduit à un intérêt croissant de la part d'investisseurs privés pour la construction de logements à but locatif (build-to-rent), ce qui a eu pour conséquence d'amplifier la demande de logements et la hausse des prix.

³ En Espagne, la part des logements locatifs dans le parc résidentiel total a atteint 18,3% en 2019, avant de fléchir à 17,3% en 2020. Elle n'était que de 16,1% en 2013 et 11,4% en 2001 (source: INE).

⁴ Autre conséquence de ce phénomène d'éviction, la part des jeunes adultes vivant avec leurs parents a augmenté significativement, passant, entre 2013 et 2020, de 48,5% à 55,0% pour les 25-29 ans, et de 20,5% à 25,6% pour les 30-34 ans. Cette hausse se déroule paradoxalement dans un contexte de baisse progressif du chômage des jeunes dans le pays, mais dont la croissance des revenus est bien inférieure à la hausse des prix immobiliers.

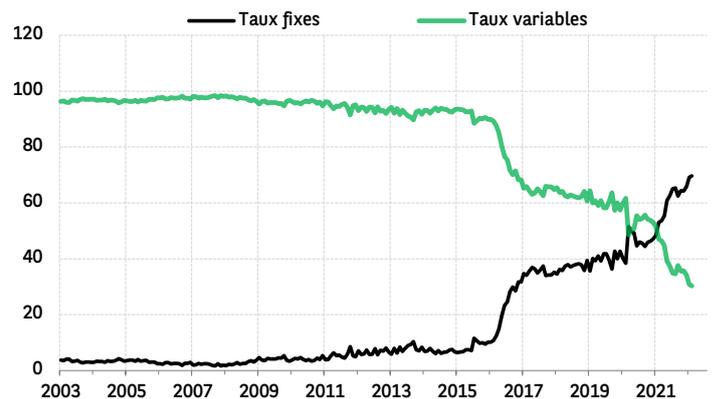
CROISSANCE DES CRÉDITS IMMOBILIERS



GRAPHIQUE 5

SOURCES : BANQUE D'ESPAGNE, BNP PARIBAS

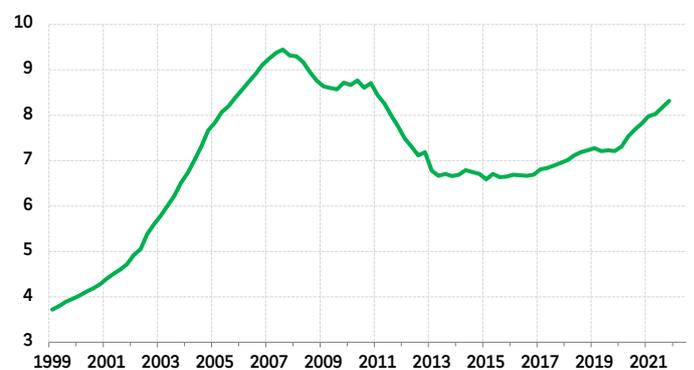
PART DES EMPRUNTS IMMOBILIERS À TAUX FIXE ET VARIABLE (EN % DU TOTAL)



GRAPHIQUE 6

SOURCES : INE, BNP PARIBAS

PRIX IMMOBILIERS RAPPORTÉS AU REVENU DISPONIBLE (EN ANNÉES)



GRAPHIQUE 7

SOURCES : BANQUE D'ESPAGNE, BNP PARIBAS

Pour lutter contre cette précarité immobilière, le gouvernement a promulgué en mars dernier la « loi pour le droit au logement » (*Ley por el Derecho a Vivienda*), actuellement en discussion au Parlement national. Elle institue une série de réformes visant à mieux encadrer différents domaines, comme les aides à l'accès au logement, la régulation des expulsions, la création de logements abordables ou encore la limitation des prix des loyers dans les zones « stressées ». Le gouvernement étudie également la possibilité de geler temporairement la possibilité pour les propriétaires d'introduire dans les contrats de location une clause permettant d'actualiser les loyers en fonction de l'évolution de l'indice des prix à la consommation. Si ces mesures vont dans le bon sens, elles ne répondent que partiellement au problème de fond du marché immobilier qui est le manque de nouvelles constructions résidentielles dans certaines régions où le marché est en forte tension. Si au niveau agrégé, le marché immobilier espagnol ne pose, à l'heure actuelle, pas de risque systémique important, la hausse des prix et la raréfaction des logements dans certaines régions denses constitue une source de fragilité importante, notamment dans le contexte actuel d'érosion du pouvoir d'achat.

Guillaume Derrien

guillaume.a.derrien@bnpparibas.com



William De Vijlder
Chef économiste

+33 1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com

ÉCONOMIES DE L'OCDE ET STATISTIQUES

Hélène Baudchon
Responsable – Zone euro, Allemagne - Climat

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

Felix Berte
Etats-Unis, Royaume-Uni

+33 1 40 14 01 42 felix.berte@bnpparibas.com

Guillaume Derrien
Europe du Sud, Japon - Commerce international

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

Stéphane Colliac
France

+33 1 42 98 26 77 stephane.colliac@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

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, Turquie, méthodologie, modélisation

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

Christine Peltier
Adjointe – Grande Chine, Vietnam, méthodologie

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

Stéphane Alby
Afrique francophone

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

Pascal Devaux
Moyen-Orient, Balkans

+33 1 43 16 95 51 pascal.devaux@bnpparibas.com

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

+33 1 42 98 33 00 helene.drouot@bnpparibas.com

Perrine Guérin
Afrique du Sud, pays d'Afrique anglophones et lusophones

+33 1 42 98 43 86 perrine.guerin@bnpparibas.com

Salim Hammad
Amérique latine

+33 1 42 98 74 26 salim.hammad@bnpparibas.com

Cynthia Kalasopatan Antoine
Ukraine, Europe centrale

cynthia.kalasopatan@bnpparibas.com

Johanna Melka
Inde, Asie du Sud, Russie, Kazakhstan

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

CONTACT MEDIA

Mickaëlle Fils Marie-Luce

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





CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou thématiques.



EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes.



PERSPECTIVES

Analyses et prévisions axées sur les économies développées.



ECOFASH

Un indicateur, un évènement économique majeur.



ECOWEEK

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



ECOTV

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



ECOTV WEEK

Une vidéo sur les principaux sujets de la semaine.



EN ÉCO DANS LE TEXTE

Le podcast de l'actualité économique.

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

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

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

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

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

<https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

POUR RECEVOIR NOS PUBLICATIONS

ABONNEZ-VOUS SUR LE SITE ONGLET ABONNEMENT

[voir le site des études économiques](#)

ET

SUIVEZ-NOUS SUR LINKEDIN

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

OU TWITTER

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



Bulletin édité par les Etudes Economiques - BNP PARIBAS

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

Internet : www.group.bnpparibas.com - 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