



## Effets de contagion des marchés émergents : les raisons de leur intensification

■ Comme le soulignait récemment le Fonds monétaire international, la transmission des chocs financiers, en particulier ceux des pays émergents sur les pays avancés, s'est nettement renforcée au cours des vingt dernières années.

■ Il existe plusieurs canaux possibles : le canal de contagion « par le portefeuille », celui des régimes de marché « risk on/ risk off », celui de la « quête de rendement » et, enfin, celui de l'effet de signal.

■ Nous montrons dans la présente note que seul le rôle de ce dernier canal est cohérent avec toutes les données disponibles.

■ Ce constat rappelle que, du fait de la part accrue des marchés émergents dans les échanges mondiaux, l'impact des chocs liés aux fondamentaux macroéconomiques de ces marchés sur les pays avancés est désormais plus significatif qu'auparavant.

Dans la dernière édition du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (RSFM), le FMI souligne que la transmission des chocs, notamment ceux des pays émergents sur les pays avancés, s'est sensiblement renforcée au cours des deux dernières décennies. En particulier, les évolutions inattendues sur les marchés d'actions et des changes des pays émergents, ainsi que les informations sur leurs fondamentaux macroéconomiques, expliquent aujourd'hui une part nettement plus importante de la variation des cours des pays avancés par rapport au début des années 1990<sup>1</sup>.

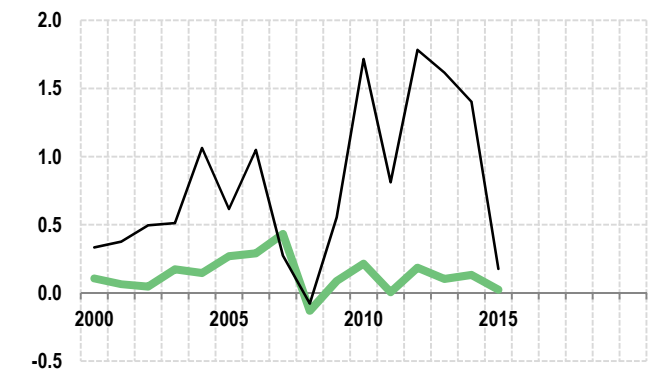
Ces conclusions nous amènent à nous interroger sur les facteurs à l'origine de l'intensification de ces effets de contagion. Il existe *a priori* plusieurs canaux par lesquels de tels effets peuvent se manifester. Nous passerons en revue, dans la présente étude, les différents candidats pour aboutir à la conclusion que seul le rôle de l'un d'entre eux semble être cohérent avec l'ensemble des données disponibles.

<sup>1</sup> Voir « Risques de contagion en provenance des marchés émergents », Yves Nosbusch, EcoFlash BNP Paribas, 13 avril 2016.

### ■ Pays émergents : entrées de capitaux

Médiane, pourcentage du PIB

-- Actions -- Obligations

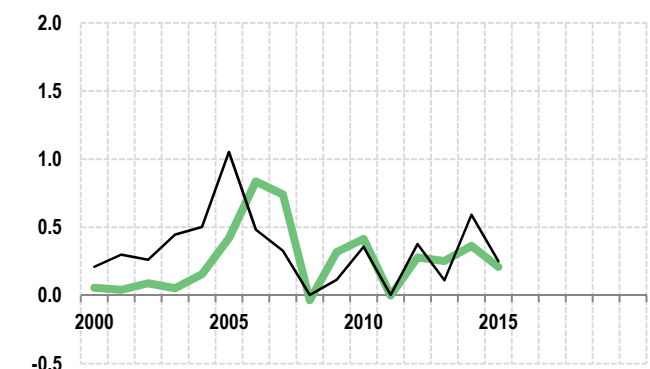


Graphique 1a Source : Perspectives économiques mondiales FMI, avril 2016

### ■ Pays émergents : sorties de capitaux

Médiane, pourcentage du PIB

-- Actions -- Obligations



Graphique 1b Source : Perspectives économiques mondiales FMI, avril 2016

### Canal de contagion « par le portefeuille »

Comme le montre le FMI dans son dernier Rapport sur la stabilité financière dans le monde, l'exposition mondiale du secteur financier (au sens large<sup>2</sup>) aux pays émergents s'est beaucoup renforcée depuis le milieu des années 1990. En particulier, l'exposition par le biais des portefeuilles d'investissements a été multipliée par quatre, voire plus. L'accroissement de l'exposition bancaire, quoique plus modeste, est également significatif. On serait tenté, à partir de ce constat, de déduire que le canal de contagion « par le portefeuille » est probablement le facteur principal de l'accroissement des effets de contagion. L'idée est simple : l'augmentation des flux de portefeuille en direction des pays émergents et à partir de ces derniers a contribué à une plus grande imbrication des marchés mondiaux, augmentant d'autant les effets de contagion entre pays avancés et émergents.

Cette thèse comporte, certes, une part de vérité (et certains éléments du RSFM vont dans ce sens), mais ce n'est probablement pas la principale raison du renforcement des effets de contagion. Le premier problème posé par cette explication est que les flux de capitaux ont davantage augmenté sur les marchés obligataires que sur les marchés d'actions. Comme le montrent les graphiques 1a et 1b, extraits des Perspectives économiques mondiales du FMI (avril 2016), cela tient aux *entrées* de capitaux dans les pays émergents ou acquisitions nettes d'actifs nationaux par des non-résidents, selon la définition donnée par l'organisation. De fait, les afflux de capitaux vers les obligations ont été bien plus importants que ceux vers les marchés d'actions<sup>3</sup>. La thèse du canal « par le portefeuille » laisserait donc supposer une intensification plus marquée des effets de contagion sur les marchés obligataires que sur les marchés d'actions. Or les données semblent indiquer le contraire : dans son Rapport sur la stabilité financière dans le monde, le FMI constate l'existence d'une hausse notable des effets de contagion concernant les marchés d'actions sans faire état d'aucun élément indiquant un renforcement de ces effets sur les marchés obligataires.

### Régimes « risk on/ risk off »

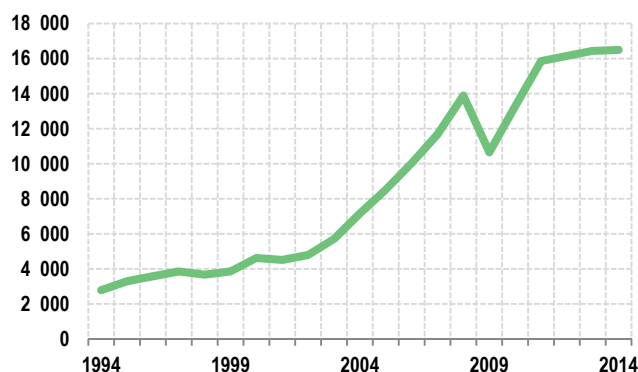
Une autre explication possible est celle des régimes de marché liés à l'évolution de l'aversion mondiale au risque et/ou à la capacité de prise de risque. En particulier, l'alternance de phases « risk on » (appétit pour le risque) et de phases « risk off » (aversion au risque) a donné lieu à beaucoup de commentaires de la part des analystes des marchés ces dernières années. Que ces évolutions soient dues à des variations de l'aversion au risque ou de la capacité des principaux investisseurs à prendre du risque (ex : sous l'effet de contraintes financières), est un autre sujet. Ce qui importe dans le contexte actuel, c'est que ces changements peuvent entraîner un mouvement corrélé des cours entre les catégories d'actifs risqués, en particulier sur les marchés d'actions des pays avancés et émergents. L'intensification des effets de contagion, mise au jour par le

<sup>2</sup> C'est-à-dire non seulement les banques mais aussi les investisseurs institutionnels et les investisseurs financiers en général.

<sup>3</sup> S'agissant des *sorties* de capitaux des pays émergents, définies comme les acquisitions nettes d'actifs étrangers par des résidents, les schémas relatifs aux flux des actions et obligations sont plus similaires.

### ■ Echanges entre pays avancés et pays émergents

(en milliards d'USD, exportations plus importations)



**Graphique 2** Source : RSFM – FMI, avril 2016

RSFM, pourrait donc être simplement la conséquence de cette corrélation plus importante.

Cependant, pour contrôler ce type d'effet, les auteurs du rapport ont inclus dans leur modèle vectoriel autorégressif, utilisé pour identifier les effets de contagion, des variables de contrôle globales comme la volatilité implicite du marché d'actions américain (indice VIX) qui peut avoir valeur de substitut de l'appétit mondial pour le risque. En d'autres termes, dans la mesure où l'indice VIX peut être considéré comme un bon indicateur de l'appétit pour le risque, les résultats du rapport ne devraient pas être influencés par ce dernier.

### Quête de rendement

Il en va de même du canal de contagion lié à la « recherche de rendement » dans la mesure où l'analyse du RSFM intègre également, à titre de variable de contrôle, les taux d'intérêt mondiaux dans le modèle vectoriel autorégressif ayant pour objet d'identifier les effets de contagion. Là encore, les résultats ne devraient pas être déterminés par la baisse des taux d'intérêt ni par la quête de rendement qui en découle.

### Effet de signal

Par élimination, on aboutit à un seul canal plausible, celui de « l'effet de signal », comme nous le désignons ici. L'idée est que les mauvaises nouvelles en provenance des marchés émergents sont le signe annonciateur d'une baisse des exportations et, par voie de conséquence, d'un tassement des perspectives de croissance pour les pays avancés.

En d'autres termes, les effets de contagion sont principalement dus aux fondamentaux macroéconomiques et non à des facteurs techniques comme les flux de portefeuille ou l'évolution des capacités de prise de risques de la part des investisseurs.

Dans ce type d'interprétation, l'augmentation des effets de contagion est principalement imputable à la part accrue des marchés émergents dans les échanges mondiaux, comme cela est illustré par le graphique 2, extrait du Rapport sur la stabilité financière dans le monde d'avril 2016.

## Éléments concernant la Chine

Il est intéressant de noter que les éléments sur la Chine, présentés dans le dernier Rapport sur la stabilité financière dans le monde, semblent également corroborer cette explication. Le rapport fait en effet ressortir le rôle majeur de la Chine s'agissant des effets de contagion dus à des nouvelles macroéconomiques. En particulier, les nouvelles inattendues sur la production industrielle chinoise ont eu un impact grandissant et statistiquement significatif sur les rendements des actions dans le monde entier.

Mais le rapport montre aussi que le rôle de la Chine reste limité pour ce qui est des chocs provoqués par les marchés financiers. De manière générale, les données indiquent que les répercussions des marchés d'actions de pays comme le Brésil et le Mexique sont bien plus importantes que celles liées aux évolutions des marchés d'actions chinois.

L'interprétation plausible de cet ensemble d'éléments est que les effets de contagion en provenance des pays émergents sont dus à des informations concernant les fondamentaux macroéconomiques de ces pays et ce qu'elles impliquent pour les exportations d'autres pays. Dans les pays où les marchés financiers sont moins représentatifs de l'économie (c'est le cas notamment en Chine), les effets de contagion opèrent essentiellement par le biais de l'impact direct des informations macroéconomiques sur les marchés d'actions des pays avancés. En revanche, dans les pays, comme le Brésil ou le Mexique, où les marchés financiers locaux sont plus représentatifs de l'économie du pays, certains de ces effets se manifestent aussi indirectement par le biais des marchés d'actions locaux.

Selon cette interprétation, la raison pour laquelle les marchés obligataires sont moins exposés aux effets de contagion est la sensibilité moindre des cours des obligations aux évolutions macroéconomiques des pays émergents. De fait, ces évolutions n'ont en général que des effets limités sur les déterminants des marchés obligataires, à savoir, en particulier, les politiques monétaires des pays avancés. En revanche, des événements macroéconomiques inattendus dans des pays émergents auront des effets de premier ordre sur les perspectives à l'exportation des pays avancés et, partant, sur leurs marchés d'actions et des changes.

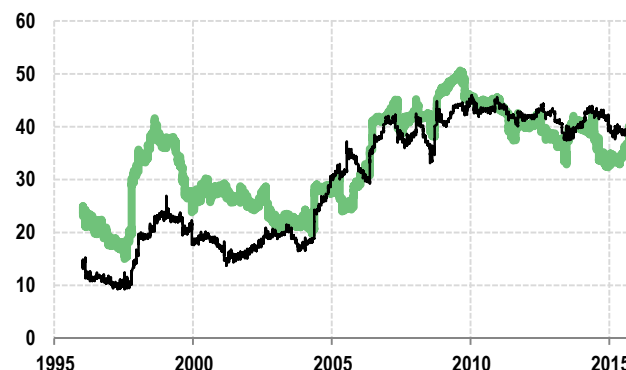
## Conclusions

D'après les résultats du Rapport sur la stabilité financière dans le monde (FMI, avril 2006), la part de volatilité des marchés d'actions (et des changes) des pays avancés due aux effets de contagion des pays émergents est élevée (plus de 30 %) et n'a cessé de croître depuis le milieu des années 1990. Cette évolution est illustrée par le Graphique 3, tiré du RSFM, qui montre le pourcentage de la variation totale des rendements s'expliquant par les effets de contagion des marchés émergents.

Si l'on admet la thèse selon laquelle l'intensification des effets de contagion est principalement due à l'effet de signal, cela implique en particulier que des événements macroéconomiques inattendus dans des pays émergents doivent être pris au sérieux car leurs répercussions sur les

## ■ Effets de contagion des pays émergents sur une économie avancée moyenne

Pourcentage de variation expliqué  
-- Actions -- Taux de change



Graphique 3 Source : RSFM – FMI, avril 2016

perspectives de croissance des pays avancés sont appelées à être plus importantes que par le passé. Autrement dit, le signal intégré dans les fluctuations des marchés des changes et des actions des pays avancés, dès lors qu'elles sont provoquées par des nouvelles concernant les pays émergents, est sans doute devenu plus puissant. Ces variations ne doivent pas être balayées d'un revers de main au motif qu'il s'agit de simples corrections dues à des facteurs techniques (et donc jugées transitoires) dans la mesure où la probabilité qu'elles reflètent des perspectives de croissance dégradées, suite au repli des exportations (s'apparentant à un choc permanent), s'est renforcée.

Ces conclusions ont de quoi inquiéter au moment où certains pays émergents sont particulièrement fragilisés par un ensemble de facteurs : faiblesse des cours des matières premières, niveaux d'endettement élevés dans le secteur privé<sup>4</sup> et, dans de nombreux cas, nette dépréciation des monnaies. Selon S&P, les taux de défaillance des entreprises ont atteint, en 2015, un point haut sur plusieurs années et d'importants volumes de prêts et obligations des entreprises arriveront à échéance au cours des deux prochaines années.

Pour résumer, beaucoup de pays émergents semblent aujourd'hui vulnérables. Or, compte tenu de l'intégration accrue de l'économie mondiale au cours de ces deux dernières décennies, un choc négatif dans les pays émergents aura un impact plus significatif sur les perspectives de croissance des pays avancés. Concernant les prévisions de croissance mondiale, l'analyse des effets de contagion montre que les signaux des marchés boursiers peuvent être une précieuse source d'information susceptible de compléter utilement des indicateurs macroéconomiques plus traditionnels.

**Yves Nosbusch**  
[yves.nosbusch@bgl.lu](mailto:yves.nosbusch@bgl.lu)

<sup>4</sup> Voir « Pays émergents : montée de l'endettement privé », François Faure, Graphique de la semaine, BNP Paribas, Etudes économiques, 20 avril 2016.



## Recherche Economique Groupe

■ **William DE VIJLDER** +33(0)1 55 77 47 31 william.devijlder@bnpparibas.com  
Chef Economiste

### ECONOMIES AVANCEES ET STATISTIQUES

■ **Jean-Luc PROUTAT** +33.(0)1.58.16.73.32 jean-luc.proutat@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Alexandra ESTIOT** +33.(0)1.58.16.81.69 alexandra.estiot@bnpparibas.com  
Coordinatrice des travaux - Etats-Unis, Royaume-Uni - Mondialisation

■ **Hélène BAUDCHON** +33.(0)1.58.16.03.63 helene.baudchon@bnpparibas.com  
France (conjoncture et prévisions) - Marchés du travail

■ **Frédérique CERISIER** +33.(0)1.43.16.95.52 frederique.cerisier@bnpparibas.com  
Zone euro - Institutions et gouvernance européennes - Finances publiques

■ **Thibault MERCIER** +33.(0)1.57.43.02.91 thibault.mercier@bnpparibas.com  
France (réformes structurelles) - Banque centrale européenne

■ **Caroline NEWHOUSE** +33.(0)1.43.16.95.50 caroline.newhouse@bnpparibas.com  
Japon, Irlande, Scandinavie - Vieillesse, retraites - Consommation

■ **Catherine STEPHAN** +33.(0)1.55.77.71.89 catherine.stephan@bnpparibas.com  
Espagne, Portugal - Commerce International - Education, santé, conditions de vies

■ **Raymond VAN DER PUTTEN** +33.(0)1.42.98.53.99 raymond.vanderputten@bnpparibas.com  
Allemagne, Pays-Bas, Autriche, Suisse - Energie, climat - Projections à long terme

■ **Tarik RHARRAB** +33.(0)1.43.16.95.56 tarik.rharrab@bnpparibas.com  
Statistiques

### ECONOMIE BANCAIRE

■ **Laurent QUIGNON** +33.(0)1.42.98.56.54 laurent.quignon@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Céline CHOLET** +33.(0)1.43.16.95.54 celine.choulet@bnpparibas.com

■ **Laurent NAHMIA** +33.(0)1.42.98.44.24 laurent.nahmias@bnpparibas.com

### ECONOMIES EMERGENTES ET RISQUE PAYS

■ **François FAURE** +33.(0)1 42 98 79 82 francois.faure@bnpparibas.com  
Responsable

■ **Christine PELTIER** +33.(0)1.42.98.56.27 christine.peltier@bnpparibas.com  
Adjointe - Grande Chine, Vietnam - Méthodologie

■ **Stéphane ALBY** +33.(0)1.42.98.02.04 stephane.alby@bnpparibas.com  
Afrique francophone

■ **Sylvain BELLEFONTAINE** +33.(0)1.42.98.26.77 sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com  
Turquie, Brésil, Mexique, Amérique centrale - Méthodologie

■ **Sara CONFALONIERI** +33.(0)1.42.98.74.26 sara.confalonieri@bnpparibas.com  
Afrique anglophone et lusophone

■ **Pascal DEVAUX** +33.(0)1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com  
Moyen Orient, Balkans - Scoring

■ **Anna DORBEC** +33.(0)1.42.98.48.45 anna.dorbec@bnpparibas.com  
CEI, Europe centrale

■ **Hélène DROUOT** +33.(0)1.42.98.33.00 helene.drouot@bnpparibas.com  
Asie

■ **Johanna MELKA** +33.(0)1.58.16.05.84 johanna.melka@bnpparibas.com  
Asie, Russie

■ **Alexandra WENTZINGER** +33.(0)1.42.98.74.26 alexandra.wentzinger@bnpparibas.com  
Amérique du Sud, Caraïbes

■ **Michel BERNARDINI** +33.(0)1.42.98.05.71 michel.bernardini@bnpparibas.com  
Contact Média



### NOS PUBLICATIONS



#### CONJONCTURE

Analyse approfondie de sujets structurels ou d'actualité



#### EMERGING

Analyses et prévisions sur une sélection d'économies émergentes



#### PERSPECTIVES

Analyses et prévisions des principaux pays, développés et émergents



#### ECOFLASH

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



#### ECOWEEK

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



#### ECOTV

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



#### ECOTV WEEK

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

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 mentionnées 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 au 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'emploi ou dirigeant auprès de toute personne mentionnée dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de cette (ces) personne(s). BNP Paribas est susceptible de solliciter, d'exécuter ou d'avoir dans le passé fourni des services de conseil en investissement, de souscription ou tous autres services au profit de la personne mentionnée aux présentes au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce document. BNP Paribas peut être partie à un contrat avec toute personne ayant un rapport avec la production du présent document. BNP Paribas est susceptible, dans les limites autorisées par la loi en vigueur, d'avoir agi sur la foi de, ou d'avoir utilisé les informations contenues dans les présentes, ou les travaux de recherche ou d'analyses sur le fondement desquels elles sont communiquées, et ce préalablement à la publication de ce document. BNP Paribas est susceptible d'obtenir une rémunération ou de chercher à être rémunéré au titre de services d'investissement fournis à l'une quelconque des personnes mentionnées dans ce document dans les trois mois suivant sa publication. Toute personne mentionnée aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits sur le fondement desquels il a été élaboré.

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

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

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

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

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

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

Hong-Kong : le présent document est distribué à Hong Kong par BNP Paribas Hong Kong Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Hong Kong Branch exerce sous licence bancaire octroyée en vertu de la Banking Ordinance et est réglementée par l'Autorité Monétaire de Hong Kong. BNP Paribas Hong Kong Branch est aussi une institution agréée réglementée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités réglementées de types 1, 4 et 6 (Regulated Activity Types 1, 4 et 6) en vertu de la Securities and Futures Ordinance. Les informations contenues dans le présent document peuvent, en tout ou partie, avoir déjà été publiées sur le site <https://globalmarkets.bnpparibas.com>

© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site ou télécharger notre application pour tablettes iPad et Android Eco News



© BNP Paribas (2015). Tous droits réservés.

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.bnpparibas.com](http://www.bnpparibas.com) - [www.economic-research.bnpparibas.com](http://www.economic-research.bnpparibas.com)

Directeur de la publication : Jean Lemierre

Rédacteur en chef : William de Vijlder

<http://economic-research.bnpparibas.com>