

Guy LONGUEVILLE  
Responsable Risque Pays

☎ 01.43.16.95.40

[guy.longueville@bnpparibas.com](mailto:guy.longueville@bnpparibas.com)

**SCENARIO DE CONTINUITÉ EN 2006 POUR LES PAYS ÉMERGENTS :  
CROISSANCE TOUJOURS FORTE SANS DÉSÉQUILIBRES EXCESSIFS**

En 2006, pour la quatrième année consécutive, l'environnement international devrait rester favorable aux pays émergents, que ce soit la demande mondiale, le prix des matières premières ou les sources de financement. Leur croissance, au moins deux fois plus rapide que celle des pays développés depuis la récession industrielle mondiale de 2001, se poursuit sans déséquilibres macroéconomiques inquiétants, ni bulles manifestes de prix d'actifs ou de crédit malgré l'afflux de capitaux extérieurs. A la différence de la décennie 90, les grands pays en développement (PED) ne semblent pas susceptibles d'être victimes au moins à court terme d'un violent retournement conjoncturel ou d'une crise financière d'origine interne<sup>1</sup>, sauf en cas de rupture socio-politique. En revanche, leur intégration commerciale et financière accélérée au cours des années récentes les rend encore plus vulnérables que par le passé à la conjoncture mondiale.

En moyenne, le risque pays continue de baisser dans ses composantes traditionnelles, les risques souverain et de non-transfert. L'amélioration sensible des ratios de liquidité et de solvabilité accroît la visibilité à court et moyen terme, toutefois troublée dans certaines zones par la montée des incertitudes sociales, politiques ou géopolitiques. Les risques de crédit des banques et « corporates » continuent eux aussi de se réduire, particulièrement pour les pays gagnants dans le commerce international. Mais la libéralisation et l'internationalisation financières favorisent une progression de l'endettement en devises d'entreprises, pas toujours préparées à un éventuel choc sur le taux de change (notamment en Europe centrale, Inde, Russie, Turquie).

Cette amélioration en tendance s'accompagne d'interrogations sur l'évolution des risques globaux à partir de trois constats : nombre de PED connaissent simultanément une amélioration des indicateurs macroéconomiques ou financiers et une montée des tensions socio-politiques ; ces tensions s'accroissent plutôt dans les zones en marge de la mondialisation ; l'intégration commerciale a probablement accru significativement en quelques années la corrélation des cycles entre PED et pays développés.

---

<sup>1</sup> Exceptions : Hongrie, et dans une moindre mesure Turquie, pour lesquelles des risques de surchauffe apparaissent.

## I – UNE CROISSANCE DES PAYS EMERGENTS TOUJOURS VIGOUREUSE EN 2006, SANS MONTEE DES DESEQUILIBRES

• **L'absorption du choc pétrolier et le financement du déficit extérieur des Etats-Unis continuent de s'effectuer sans dommages pour la croissance mondiale.** Au printemps-été 2005, le creusement continu du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis et le choc pétrolier avaient fait naître des doutes sur la poursuite en 2006 d'un scénario de croissance mondiale soutenue et non inflationniste. Aujourd'hui, force est de constater que les effets indirects du choc pétrolier n'ont pas mordu de manière significative sur la demande globale des grands pays consommateurs, ni élevé l'inflation sous-jacente, que ce soit aux Etats-Unis, dans l'UE ou au Japon<sup>2</sup>. De même, le financement du déficit extérieur des Etats-Unis continue de s'effectuer sans difficulté : l'élargissement de l'écart de taux d'intérêt a favorisé les placements en dollars, d'autant plus aisément que nombre de zones en développement dégagent des excédents de balance des paiements courants élevés et/ou croissants (Amérique latine, Asie, Moyen-Orient, Russie) et que l'objectif de stabiliser le taux de change pour préserver la compétitivité externe accroît leurs réserves officielles (certains pays d'Amérique latine, Asie), voire privées (Moyen-Orient). **La croissance mondiale continue donc de « surfer » sur la progression du déficit courant des Etats-Unis.** Les achats de titres publics du Trésor américain par les non-résidents limitent la hausse des taux longs, ce qui stimule l'endettement, accroît la demande et le prix des actifs. Cette valorisation génère un effet de richesse qui soutient l'activité, laquelle à son tour contribue à creuser davantage le déficit extérieur<sup>3</sup>. Préoccupant dans la durée, ce creusement devrait continuer d'être financé sans difficulté au moins à court terme, sauf évènement majeur contrariant (grave crise géopolitique, catastrophe naturelle, etc.), car :

- les surplus de balance courante des pays qui recyclent leur épargne devraient se maintenir, notamment grâce à un prix toujours élevé des matières premières ;
- il n'y a pas lieu de prévoir de modification sensible des allocations géographiques d'actifs, dès lors que les taux monétaires US restent plus élevés que leurs homologues de la zone euro et du Japon.

**Bien que reposant sur des déséquilibres externes croissants, la dynamique de l'économie mondiale reste donc paradoxalement robuste, au moins à court terme.** La question du financement du déficit extérieur des Etats-Unis pourrait revenir à l'ordre du jour lorsque le cycle de hausse des taux directeurs sera achevé aux Etats-Unis, conjointement à des anticipations de ralentissement conjoncturel.

• **Dans le cadre de ce scénario mondial de « brave new world »<sup>4</sup>, les estimations et prévisions de croissance 2005-06 ont été légèrement révisées en hausse pour la plupart des grandes zones par rapport à l'automne dernier.** Après un pic historique à 4,9 % en 2004, la croissance mondiale est revenue autour de son potentiel en 2005 (+4,4 %). Elle ne devrait pas faiblir en 2006. **D'éventuelles fortes tensions sur le prix du pétrole constituent le principal aléa à court terme sur ce scénario.**

---

<sup>2</sup> En tendance de longue période, les prix à l'importation des grands pays développés (Etats-Unis, UE, Japon) deviennent moins sensibles aux prix des matières premières et aux fluctuations de change, de même que les prix à la consommation vis-à-vis des prix à l'importation. Ces « désensibilisations » résultent de la baisse de la part de l'industrie dans le PIB, ainsi que de la déréglementation et de la mondialisation, qui accentuent la concurrence.

<sup>3</sup> Voir, à ce sujet, « 2006, année charnière » Philippe d'Arvisenet, Conjoncture, BNP Paribas, Février 2006.

<sup>4</sup> Voir précédent Overview on Country Risk « un scénario brave new world pour les pays émergents : le consensus est-il fondé ? » G. Longueville, Nov. 2005.

## PIB REEL

(% de var. annuelle)	2003	2004	2005	2006
<b>Etats-Unis</b>	2,7	4,2	3,5	3,7
<b>Zone euro</b>	0,8	1,8	1,4	2,2
<b>Japon</b>	1,8	2,3	2,8	3,2
<b>Chine(*)</b>	10,0	10,1	9,9	9,0
<b>Monde</b>	3,9	4,9	4,4	4,5(e)

Source : BNP Paribas (fév. 2006), sauf croissance mondiale : Rexecode (fév. 2006).

(\*) La Chine est ici intégrée aux « grandes zones » dans la mesure où elle contribue largement à la croissance des exportations des autres pays émergents et au soutien du prix des matières premières.

Les dernières prévisions disponibles pour l'évolution du **commerce mondial** (FMI, Banque mondiale) d'octobre-novembre 2005 ne devraient donc pas non plus être révisées en baisse. Le flottement observé au printemps-été 2005 sur le prix de **certaines matières premières** a fait place depuis lors à une consolidation (café, blé, viande...) <sup>5</sup>. **Le prix du pétrole** devrait lui aussi rester élevé, avec des pointes possibles en cas d'incident sur certaines zones de production (comme au Nigeria et en Arabie Saoudite en février 2006) <sup>6</sup>.

La faiblesse des capacités excédentaires (1,5 à 2 millions de barils/jour comparés à 6 millions il y a trois ans) devrait persister au moins à court terme, particulièrement pour le brut léger. La production des pays non OPEP est proche de ses capacités maximales et plutôt sur un trend baissier, compte tenu du rendement décroissant de certains champs exploités et de l'insuffisance d'investissements. A l'exception de l'Arabie Saoudite, les pays de l'OPEP ne disposent pas de capacités excédentaires significatives. Les tensions sont de même vives sur le raffinage.

Au total, **en 2006, le prix des matières premières resterait élevé et le commerce mondial en volume continuerait de progresser rapidement**, particulièrement à l'avantage des PED.

(% de var. annuelle)	2003	2004	2005	2006
<b>Commerce mondial en volume (B. et S.)</b>	5,9	10,3	6,2	7,0
• dont export « économies avancées »	3,1	8,3	5,0	6,3
• dont export PED	10,8	14,5	10,4	10,5
<b>Prix des matières premières hors énergie (en USD)</b>	6,9	18,5	8,6	-2,0

Source : FMI, oct. 2005. Les prévisions de la Banque mondiale de novembre 2005 et celles de l'ONU de janvier 2006, sont proches de celles du FMI.

<sup>5</sup> Le cours des matières premières à usage industriel reste orienté à la hausse. Les moyennes en dollar des indices des produits alimentaires et autres matières premières agricoles ont peu varié de 2004 à 2005, avec des divergences marquées entre les produits.

<sup>6</sup> Une récente étude de la Banque mondiale indique qu'une réduction de la production pétrolière de deux millions de barils/jour pourrait porter le prix du baril à 90 dollars pendant un an.

• Dans cet environnement porteur, la croissance des PED pour 2006 a été elle aussi révisée en hausse par rapport aux prévisions de l'automne dernier. Elle devrait maintenir en 2006 une vitesse analogue à celle de 2005, à l'exception du Moyen-Orient : une progression plus rapide du PIB est attendue sous l'effet de la hausse des revenus pétroliers.

#### PIB REEL

(% de var. annuelle)	2002	2003	2004	2005	2006
Principaux PED	3,7	5,3	6,8	5,9	5,9
Asie Pacifique	6,6	7,4	7,5	7,3	7,3
Europe émergente	4,3	5,5	6,8	5,1	5,0
Amérique latine	-0,9	1,3	5,9	3,9	3,9
Afrique – Moyen-Orient	3,4	4,1	4,5	4,8	5,4

Source : IFI (Fév. 06) ; l'IFI agrège 29 pays émergents

Depuis 2004-05, le dynamisme de la demande interne est venu prolonger celui des exportations amorcé en 2002-03. La forte hausse des importations de biens d'équipement en 2005 en Amérique latine, Asie et Europe de l'Est, indique que le **cycle d'investissement des PED poursuit sa phase ascendante**<sup>7</sup>, sans que des surcapacités manifestes apparaissent, sauf quelques exceptions sectorielles<sup>8</sup>. Le cycle électronique mondial, relativement décorrélé de celui des biens d'équipement traditionnels, est en reprise depuis l'automne 2005. La **consommation** est elle aussi dynamique dans la plupart des zones, soutenue souvent par une nouvelle offre de crédits bancaires aux particuliers (Asean 4, nouveaux membres de l'UE, Afrique du Sud, Brésil, Inde, Maroc, Russie Tunisie ...). Pour autant, **le relais de l'exportation par la demande interne ne confère probablement pas une autonomie suffisante à la croissance**. La période 2000-2006 se caractérise par une intégration historique des PED au marché mondial. Le taux d'ouverture<sup>9</sup>, quasi stable autour de 20 % de 1992 à 1997, a progressé fortement depuis lors pour atteindre 31,5 % en 2005. Un ralentissement marqué de la demande mondiale infléchirait donc aussi leur demande interne<sup>10</sup>. En conséquence, **si la croissance des PED repose depuis 2004-05 sur les trois composantes de la demande, consommation, investissement et exportations, cette dernière est probablement la condition nécessaire de la vigueur des deux premières, et ce, davantage que dans les années 1990.**

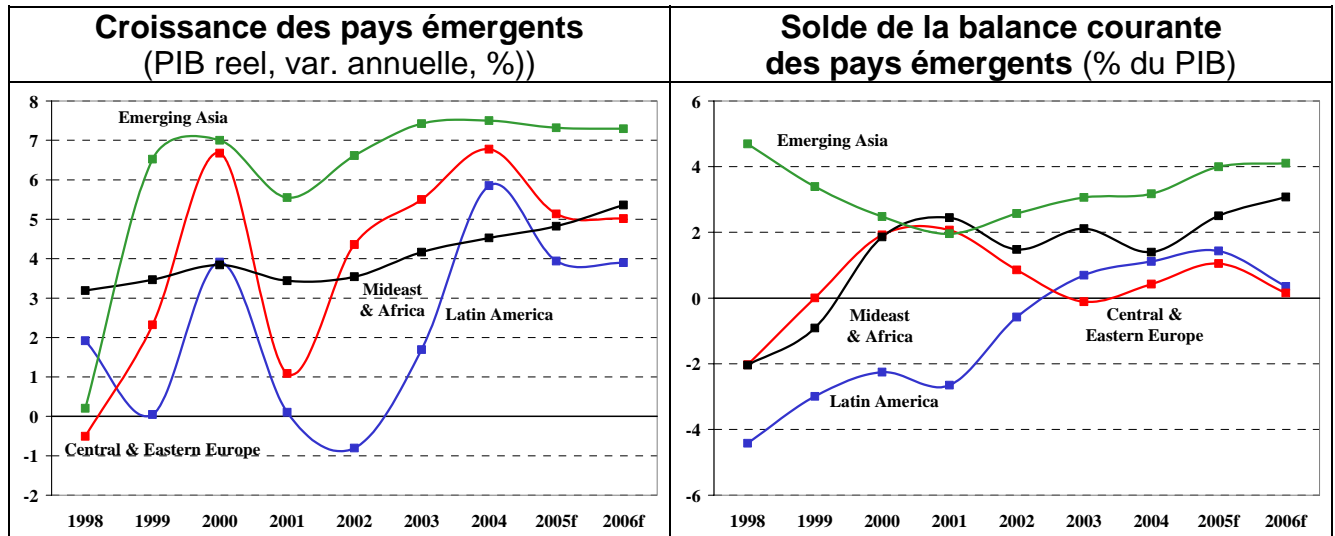
• La croissance des PED, au moins deux fois plus rapide que celle des grands pays développés depuis 2003, se poursuit sans aggravation sensible des déséquilibres macroéconomiques.

<sup>7</sup> Voir à ce sujet « Position dans le cycle des biens d'équipement : une phase ascendante qui ne se dément pas » Denis Ferrand, Rexecode 15.2.06.

<sup>8</sup> Exceptions probables à l'échelle mondiale : automobile, ciment, sidérurgie, que l'on retrouve aussi en Chine.

<sup>9</sup> Mesuré par la demi-somme des exportations plus importations de biens sur le PIB (source BNP Paribas à partir de données FMI sur le champ des « Other Emerging Markets and Developing Countries »).

<sup>10</sup> Lorsque l'on examine pays par pays les facteurs de reprise de la demande interne en 2004-05 et le circuit de transmission de la demande externe à la demande interne, il apparaît que peu de pays émergents échappent à ce constat. Les marges de relance budgétaire sont en général minces. Toutefois, les grands exportateurs de pétrole, notamment les pays du « Gulf Cooperation Council », disposent d'une réserve financière suffisante pour la poursuite de plans d'investissements massifs.



Source : IFI

Le resserrement des politiques monétaires courant 2005 a limité les poussées inflationnistes résultant du choc pétrolier lorsque c'était le cas. Seuls, Argentine, Iran et Venezuela (qui conduisent des politiques monétaires hétérodoxes), dans une moindre mesure Indonésie et Russie, devraient connaître des tensions persistantes sur les prix à la consommation (autour de 10 % l'an en 2006). Dans tous les autres grands PED, la hausse des prix à la consommation oscille dans une zone d'acceptabilité sociale de 2 % à 7 % l'an. **Les soldes budgétaires ne se sont pas dégradés en 2005 et aucune dérive significative n'est attendue en 2006.** Toutefois, à l'exception de la Turquie, les pays qui accusaient un déficit élevé en 2003-04 n'ont pas su tirer avantage de la croissance pour le réduire (Egypte, Hongrie, Inde, Iran, Liban, Pologne). Grâce aux prix élevés des matières premières et aux gains de parts de marché, **les grandes zones en développement présentent des surplus de balance des paiements courants** (graphique ci-dessus). Toutefois, quelques pays accusent un déficit croissant ou assez élevé (Afrique du Sud, Bulgarie, Hongrie, Inde, Roumanie, Slovaquie, Thaïlande, Turquie). Mais cette dégradation résulte largement de la hausse de la facture énergétique pour ces pays qui, tous, connaissent une forte intégration au commerce mondial<sup>11</sup>.

**Au regard des déséquilibres macroéconomiques, il n'y a donc pas d'obstacle à ce que la croissance des PED se poursuive en 2006, voire au-delà, à une vitesse sensiblement supérieure à celle des pays développés.** Ce diagnostic est conforté par l'analyse ci-après des évolutions du risque pays et de la financiarisation des PED.

<sup>11</sup> Pour l'Afrique du Sud, le creusement du déficit commercial résulte surtout des effets de l'appréciation du Rand sur la compétitivité.

**II – L'EVOLUTION DU RISQUE PAYS : POURSUITE DE L'AMELIORATION DU RISQUE SOUVERAIN ET DE NON TRANSFERT. L'AFFLUX DE CAPITAUX PRIVES VERS LES PED NE CONSTITUE PAS UNE MENACE, AU MOINS A COURT TERME. MAIS LA MONTEE DIFFUSE DES RISQUES SOCIO ET GEOPOLITQUES SE POURSUIT**

**• Le risque souverain continue de baisser, surtout dans sa composante devises.**

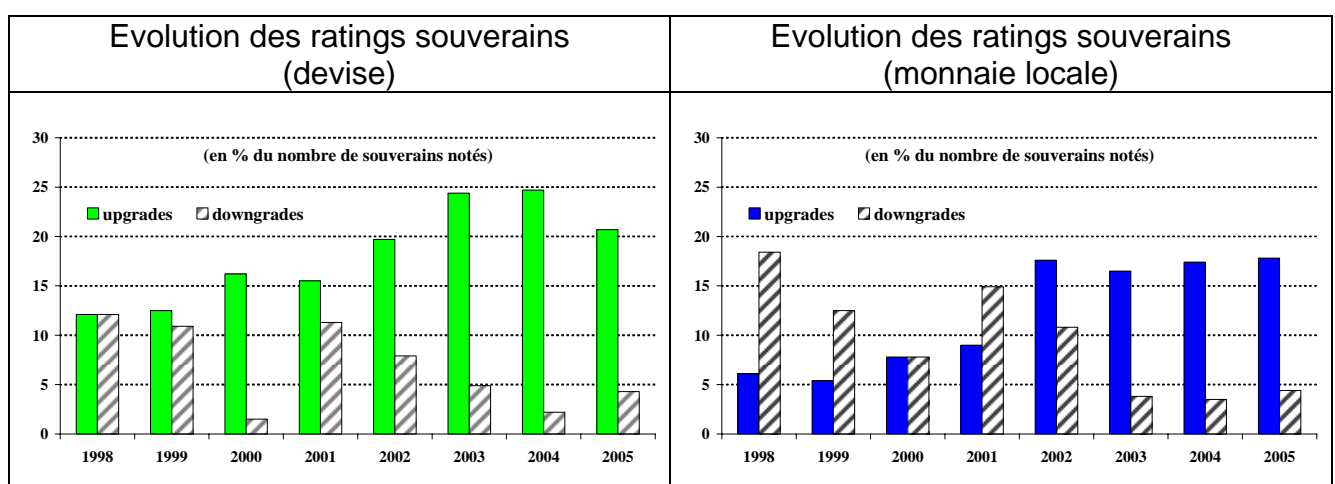
Dans un contexte de stabilisation (en moyenne) des déficits publics et de vive progression du PIB, les ratios de dette publique sur PIB ont continué de baisser en 2005<sup>12</sup> et les Etats ont tiré profit de l'environnement financier international favorable pour optimiser la gestion de leur dette en poursuivant un triple objectif : **réduire les charges d'intérêt, diminuer la sensibilité de la dette aux aléas des marchés financiers, et dans certains cas, s'affranchir de la tutelle du FMI.**

Le premier objectif est atteint par un renouvellement anticipé des échéances, de manière à bénéficier de taux d'intérêt plus bas, tant pour la devise que pour la monnaie locale.

Le second est atteint par de nombreux canaux : programme de financement 2006 déjà bien avancé en février, allongement des maturités, rachat de titres Brady<sup>13</sup> (Brésil et Venezuela en février 2006), substitution d'une dette en monnaie locale à une dette en devises, désindexation de la dette en monnaie locale, émissions internationales en monnaie locale (Brésil, Colombie, Uruguay)<sup>14</sup>.

Le troisième, enfin, est atteint par des remboursements anticipés de dette conditionnelle, compensés parfois par des émissions obligataires internationales (Argentine, Brésil, Indonésie, Mexique, Philippines, Pologne).

En conséquence, les « upgrades » de ratings souverains des pays émergents par les agences de notation ont continué en 2005 de largement l'emporter sur les « downgrades », tant en devise qu'en monnaie locale. Fin 2005, les « outlooks positifs » l'emportaient aussi largement sur les « outlooks négatifs », avec un écart plus élevé que fin 2004 : **le mouvement d'amélioration en tendance des ratings souverains entamé au début de la décennie devrait donc se poursuivre cette année** (exemple ci-dessous de l'évolution des ratings souverains de Fitch).



Source : Fitch, février 2006

<sup>12</sup> Exception notable, le Brésil sous l'effet de taux d'intérêt réels élevés.

<sup>13</sup> L'encours nominal des titres Brady serait tombé de USD 156 milliards en 1997 à environ 50 milliards en 2005 (source : Financial Times).

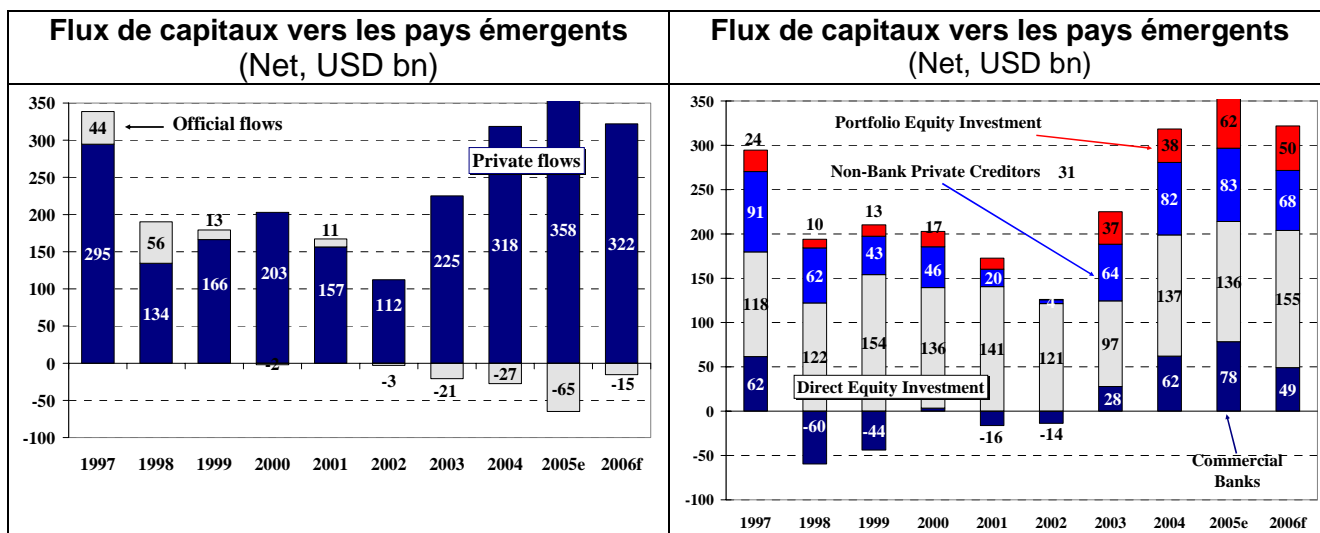
<sup>14</sup> Il s'agit d'une tendance récente, en expansion, même si les montants restent négligeables à l'échelle du besoin de financement des PED.

La réduction des ratios de dette publique en devises sur PIB s'accompagne toutefois **d'une fragilisation de la structure de cette dernière** : la dette de marché prend l'ascendant sur les dettes bancaire et concessionnelle<sup>15</sup>. A noter aussi que l'amélioration des ratings souverains en monnaie locale est plus lente que celle des ratings en devise, car la substitution d'une dette en monnaie locale à une dette en devise accroît le risque relatif de la première.

**Au regard du risque souverain, des progrès ont été accomplis l'an passé, tant pour le traitement de la dette des pays les plus pauvres que pour la progression de l'architecture financière internationale**, qui privilégie l'approche par les marchés. En septembre 2005, le FMI et la Banque mondiale ont entériné l'accord préalable du G8, visant à annuler la totalité de la dette multilatérale de 18 pays pauvres ayant atteint le point d'achèvement de l'initiative PPTTE (pays pauvres très endettés). Les clauses d'action collective (CAC) dans les contrats d'émissions obligataires tendent à se généraliser. Sous l'impulsion du FMI et de grandes associations financières internationales privées (IFI, ICMA), nombre de grands PED ont adhéré à des chartes de principes sur la transparence des données macroéconomiques et financières, la stabilité des flux de capitaux et les éventuelles restructurations de dette (notamment Brésil, Corée, Mexique, Turquie). Illustration, la République Dominicaine a effectué en 2005 une restructuration de dette publique due à des créanciers privés sur une base « market friendly ». Toutefois, deux restructurations, qui sont intervenues dans des contextes particuliers, ont défié tout principe coopératif (Argentine début 2005, Irak fin 2005).

• **Les réserves en devises des pays émergents continueront de s'accumuler.**

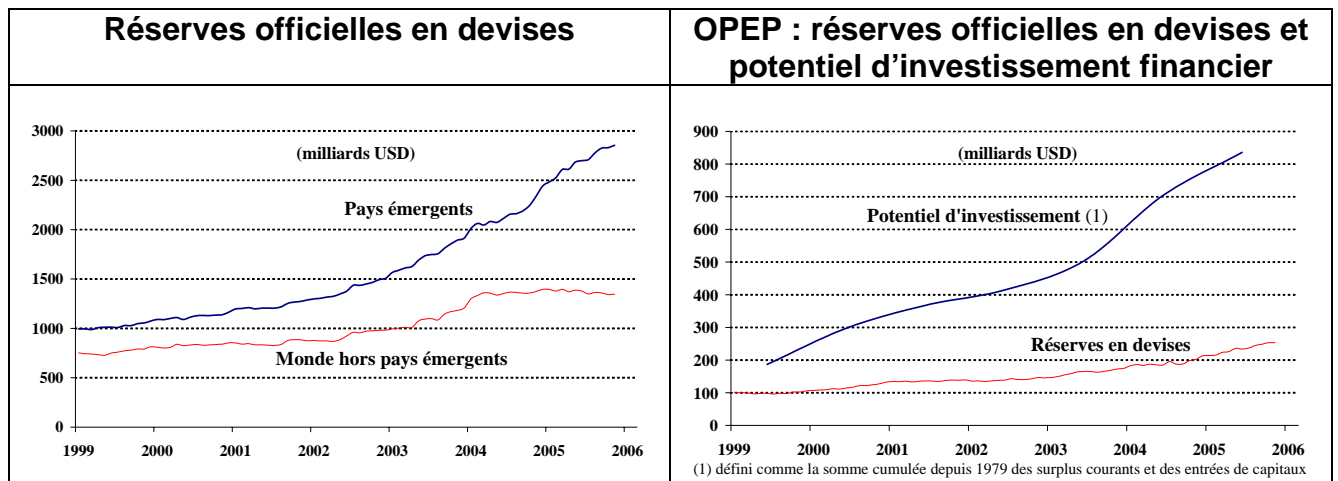
L'IFI a révisé à la hausse en janvier dernier l'estimation/prévision des flux nets de capitaux privés vers les pays émergents pour 2005 et 2006. Les grandes tendances observées en 2004-05 devraient se poursuivre cette année. L'IFI prévoit la poursuite de la hausse amorcée en 2004 des IDE et le maintien à un haut niveau (même s'il apparaît en léger recul) des investissements de portefeuille, des prêts commerciaux bancaires et des émissions obligataires internationales (avec une part croissante des émissions « corporates »). Les flux nets resteraient concentrés sur les deux principales zones dont la croissance repose sur l'intégration dans la mondialisation : l'Europe de l'Est et l'Asie.



Source : IFI

<sup>15</sup> La dette obligataire représentait fin 2004 environ 60 % de la dette extérieure totale du secteur public contre 40 % fin 1999 (source : Banque mondiale).

Depuis 2004, les entrées nettes élevées de capitaux privés et les excédents de balance des paiements courants permettent donc aux PED d'**accumuler des réserves officielles en devises**, pour un montant d'autant plus élevé que les banques centrales interviennent pour tempérer l'appréciation des devises locales contre devises fortes. L'Asie en développement concentre près des trois quarts de la hausse (par an, de l'ordre de 300 milliards de dollars sur un total de 400 milliards, valeurs qui devraient être reconduites en 2006). **Leur stock représente désormais deux fois celui des pays développés.** Les pays producteurs de pétrole du Moyen-Orient n'utilisent guère leur surplus financier pour accumuler des réserves officielles mais les recyclent en partie directement par d'autres circuits publics ou privés (graphiques ci-dessous)<sup>16</sup>.



Source : FMI

Sources : FMI, BRI

Cette progression des réserves a permis à plusieurs pays de procéder à des remboursements aux créanciers officiels, souvent anticipés, pour des montants historiquement élevés en 2005 (65 milliards de dollars, principalement Argentine, Brésil, Pérou, Pologne et Russie). Ces derniers devraient diminuer sensiblement cette année.

- L'importance des flux nets de capitaux privés vers les pays émergents, supérieurs chaque année depuis 2004 aux pics précédents de 1996-97 a pu faire craindre un risque de crise de liquidité externe et de dégonflement de bulle en cas de reflux brutal de capitaux.

Ce risque doit être relativisé, au moins à court terme, pour les raisons suivantes :

⇒ Les réserves de change des grands pays émergents dépassent désormais le seuil considéré comme délicat de 3 mois d'importations de biens et services (Hongrie exceptée). Beaucoup dépassent 6 mois. Ces réserves sont pour l'essentiel la contrepartie d'entrées de capitaux stables (excédent de balance des paiements courants, IDE) et non pas de capitaux volatils (investissements de portefeuille, dépôts en monnaie locale, crédits court terme). Font encore exception l'Afrique du Sud, le Mexique, les Philippines, la Hongrie, la Turquie, dans une moindre mesure l'Indonésie et la Pologne, tous pays pour lesquels le « hot money »<sup>17</sup> tutoie le montant des réserves officielles sans en être un multiple comme à la fin des années 1990. Mais tous ces pays peuvent compter sur une aide financière des IFI en cas de crise de liquidité ou bénéficient d'accords de coopération monétaire entre Banques

<sup>16</sup> Voir à ce sujet, Banque des Règlements Internationaux, revue trimestrielle, décembre 2005, section « Petrodollars and the international banking system » p. 16 et suivantes.

<sup>17</sup> Evalué par la somme des investissements de portefeuille détenus par les non-résidents, les dépôts de non-résidents et les crédits à court terme.



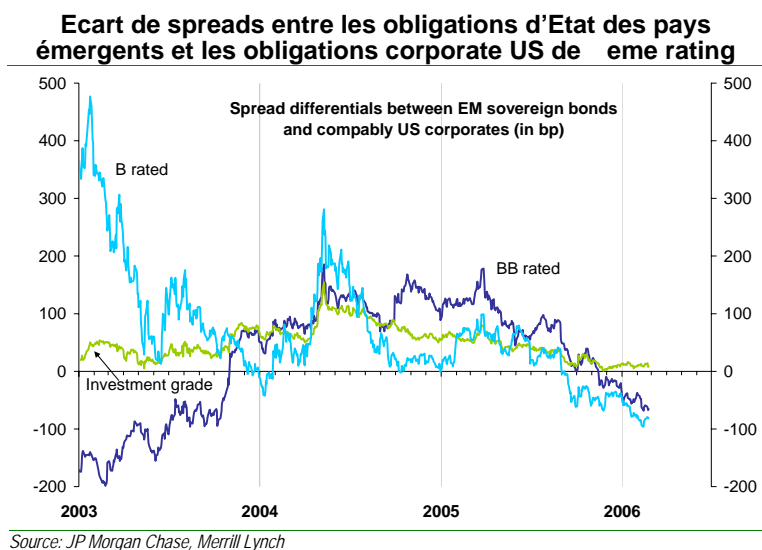
centrales (Asie, UE). Dans le cadre d'une politique de change plus adaptée, ces évolutions conduisent à **une baisse sensible du risque de non transfert.**

⇒ **Les flux nets privés répondent davantage à une logique économique et commerciale qu'en 1996-97** : les IDE et les crédits commerciaux représentent une part plus importante qu'à cette époque. Les investissements de portefeuille, de nouveau élevés, répondent à une volonté de diversification des actifs de fonds de pension ou d'investissement, ce qui n'était guère le cas en 1996-97. Ils sont de plus concentrés sur les pays à croissance rapide comme la Corée et l'Inde. Par ailleurs, si le montant de ces flux est comparable à celui de 1996-97, **il doit aussi être mis en regard des flux commerciaux qui ont presque triplé.**

⇒ **Grâce à l'abondance de liquidités internationales et à l'amélioration des fondamentaux des PED, les hausse de taux directeurs de la FED et des spreads corporate US ne se diffusent pas aux spreads émergents, pourtant très bas.**

**Cette décorrélation observée en 2005 devrait se prolonger au moins à court terme, pour les raisons suivantes :**

- sous l'effet du déficit extérieur américain, la dollarisation de l'économie mondiale se poursuit<sup>18</sup> malgré le resserrement de la politique monétaire de la FED. L'agrégat de liquidité en dollar des banques centrales<sup>19</sup> progressait toujours de 15 % en glissement annuel en décembre 2005 (contre un pic de 24 % début 2004) malgré 14 hausses consécutives des Fed Funds depuis l'été 2004, soit sensiblement plus vite que le PIB nominal des pays concernés. **La liquidité internationale devrait donc rester abondante ;**
- **les pays émergents, en tant que classe d'actifs à part entière, consolident cette position au regard de l'évolution de leurs fondamentaux, du développement de leur marché financier et de l'introduction de produits dérivés pour se couvrir du risque de change<sup>20</sup>.** Cette attraction, ainsi que des perspectives de hausse des taux de défaut des « corporates » américains, expliquent que les spreads des émetteurs souverains émergents comparés aux émetteurs corporate US de même rating, aient évolué plus favorablement que ces derniers depuis le printemps 2005. Ils leur sont même devenus inférieurs depuis l'automne dernier.



<sup>18</sup> Via notamment le jeu du multiplicateur international de crédit.

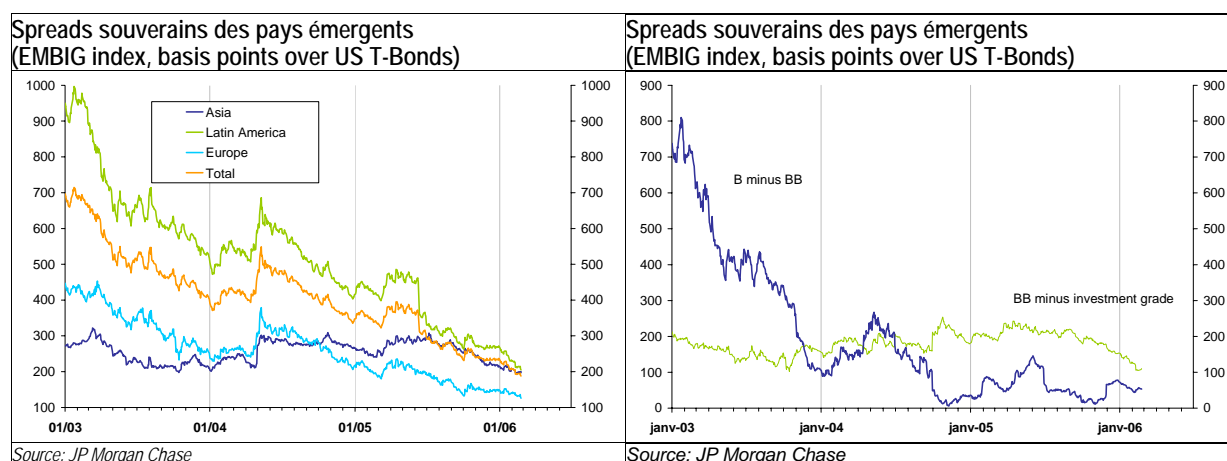
<sup>19</sup> Somme de la base monétaire (MO) américaine et des réserves mondiales en dollars des banques centrales, agrégat calculé par Goldman Sachs.

<sup>20</sup> La progression de ces marchés a été forte en 2004 et 2005, notamment en Chine, Corée, Hong Kong, Malaisie, Singapour, Thaïlande, Brésil, Chili, Colombie.

⇒ Les niveau et dispersion historiquement bas des spreads actuels peuvent être considérés comme réalistes au regard du scénario mondial de « brave new world », lequel semble devoir se prolonger au moins à court terme. Toutefois, ils n'intègrent pas un dérapage de ce scénario <sup>21</sup>.

Certes, plusieurs études économétriques montrent une surévaluation par le marché des actifs des pays émergents au regard de leurs fondamentaux et du risque de crédit<sup>22</sup>.

Mais il est plus difficile de quantifier la dynamique d'attraction relative des PED (croissance plus soutenue, efficacité améliorée des marchés financiers locaux), et la surabondance structurelle de liquidité mondiale, deux facteurs qui convergent pour aiguïser l'appétit au risque.



⇒ La nouvelle abondance de liquidités des pays émergents depuis 2003-04 via l'entrée de devises, ne semble toujours pas alimenter de bulle de prix d'actifs financiers, de taux de change ou de crédit<sup>23</sup>, mais plutôt accompagner leur croissance.

L'appréciation modérée récente des **taux de change** contre dollar (Amérique latine, Asie sauf Inde et Thaïlande, voire Chine) corrige partiellement une sousévaluation du taux de change effectif réel. La hausse des **indices boursiers** depuis trois ans, alimentée par d'importants investissements de portefeuille de non résidents<sup>24</sup>, épouse celle des bénéficiaires des sociétés cotées, de sorte que les PER restent en deçà des moyennes historiques de longue période. De plus, plusieurs bourses ont opportunément corrigé à la baisse ces derniers mois (au Moyen-Orient, dans l'Asean).

En revanche, la **très forte hausse des crédits bancaires au secteur privé** depuis plusieurs années est susceptible de fragiliser les bilans des banques et entreprises et d'attiser l'inflation. Cette progression est alimentée du côté de l'offre par la croissance de la base monétaire (M0) et une abondante liquidité bancaire, les dépôts dépassant largement les crédits. En fait, la **progression des crédits relativement au PIB a été forte depuis 2002 pour la moitié des grands pays émergents**. Mais à l'exception de l'Afrique du Sud et de la Malaisie, voire du Maroc et de la Croatie, tous les pays dont le ratio a fortement monté partaient de bas niveaux (ratios de crédits sur PIB de l'ordre de 15 % à 30 %), de sorte que la

<sup>21</sup> Thème développé dans le précédent « Overview on Country Risk » de novembre 2005.

<sup>22</sup> Modélisation par le FMI sur des données de fin 2004, étude de la Banque d'Angleterre publiée en décembre 2005. L'étude de la Banque d'Angleterre montre de plus que les risques de contagion entre PED ont baissé (baisse des corrélations entre indicateurs de marché), notamment grâce à la diversification des portefeuilles des créanciers.

<sup>23</sup> Mais bulles probables dans le secteur immobilier résidentiel de grandes métropoles (Shanghaï, Dubaï, etc.).

<sup>24</sup> Le rendement pour les investisseurs en dollars est accru par la légère dépréciation du dollar contre devises des pays émergents.

progression relève probablement d'un effet de rattrapage. Surtout, aucune tension sur la liquidité domestique n'est à relever, à l'exception de certains pays d'Europe de l'Est (Bulgarie, Croatie, Hongrie) et de la Turquie. Aucune hausse du ratio des prêts non performants sur crédits n'est non plus à signaler (exceptions : Hongrie, peut-être Indonésie et Chine). Même en l'absence d'indices d'alerte, la progression assez générale des crédits à la consommation est à surveiller, car les consommateurs sont souvent encore en « période d'apprentissage » dans les PED. **Mais au total, il n'y a pas de signes manifestes de distribution excessive du crédit bancaire au secteur privé dans les pays émergents, sauf quelques exceptions.**

### Crédits au secteur privé

Pays à croissance rapide du crédit			Pays à croissance lente ou recul du crédit		
(% du PIB)	Niveau 2002	Var. 02-05 (points de PIB)	(% du PIB)	Niveau 2002	Var. 02-05 (points de PIB)
Bulgarie *	20	22	Brésil	28	4
Malaisie *□	99	18	Venezuela	10	3
Hongrie	35	16	Roumanie	8	3
Afrique du Sud	70	14	Colombie	20	1
Turquie *	14	10	Pologne	28	0
Croatie *	51	10	Mexique	17	0
Indonésie	19	9	Tunisie	61	0
Russie □	18	9	Corée Sud	92	-1
Pakistan	24	9	Chili	63	-1
Maroc	54	9	Pérou	23	-3
Arabie Saoudite	29	8	Argentine	15	-4
Inde *	33	7	Chine □	119	-5
Rep. Tchèque	30	5	Philippines	34	-6
Iran	22	5	Thaïlande	81	-7
			Egypte	50	-11

Légende : \* indique une tension sur la liquidité interbancaire

□ indique une hausse constatée ou probable du ratio des prêts non performants sur crédits

Source : BNP Paribas

• **Malgré la croissance, les risques sociopolitiques ont eu plutôt tendance à progresser ces derniers mois.**

Au **Moyen-Orient**, la tension entre l'Iran et la communauté internationale reste vive, sur le sujet nucléaire majeur pour l'équilibre géopolitique régional. En Irak, les tensions croissantes entre les communautés chiites et sunnites entravent durablement la constitution d'un Etat viable et peuvent désormais avoir des répercussions régionales. La problématique au **Proche-Orient** a été encore complexifiée par la victoire du Hamas en Palestine, les nouvelles incertitudes politiques en Israël et la crispation des relations entre communautés religieuses au Liban (essentiellement clivages chiites et non chiites). **En Egypte**, la progression de l'influence des frères musulmans sur la population va probablement au-delà de leur seule percée électorale aux élections législatives de décembre 2005, ce qui a conduit les autorités à reporter de deux ans les élections municipales à venir. En toile de fond de ces évolutions, la montée d'un islamisme politique anti-américain, en large partie chiite dont la représentation politique légale s'accroît. Concernant l'**Asie du Sud-Est**, des enjeux affairistes fragilisent le pouvoir des dirigeants (aux Philippines tentative échouée de coup d'Etat en

février<sup>25</sup>, en Thaïlande blocage politique peut-être durable entre le gouvernement et l'opposition qui devrait boycotter les prochaines élections). **En Amérique latine**, les élections prévues en 2006 devraient confirmer un virage à gauche de la région<sup>26</sup>, avec dans certains cas (Bolivie, Pérou) le risque de suivre la voie de l'Argentine et du Venezuela, où les présidents renforcent leur domination sur les trois pouvoirs exécutif, législatif et judiciaire, permettant de poursuivre une politique économique, hétérodoxe et d'inspiration populiste. **En Afrique sub-saharienne**, les conflits politico-ethniques n'ont pas en général diminué d'intensité.

◦  
◦ ◦

**Au regard du couple croissance - déséquilibres macroéconomiques, des risques souverain et de non transfert, les PED dans leur ensemble se trouvent donc aujourd'hui dans une situation très favorable qu'ils n'ont pas connue depuis longtemps, peut-être même depuis le début des années 1970.**

A l'origine de ce constat, on peut rappeler les leçons tirées des crises des années 1990 conduisant à infléchir les politiques macroéconomiques et microéconomiques (Brésil, Turquie, Asie du Sud notamment), le mouvement mondial de libéralisation et d'ouverture des marchés couplé à la révolution des TIC, l'extension à la Chine du groupe des grands pays qui constituent traditionnellement des débouchés pour les PED, l'abondance de liquidités internationales et enfin, la durée inhabituelle de ce contexte favorable : 2006 peut être considéré comme la quatrième année consécutive de dynamisme du commerce mondial, de prix des matières premières élevés et de faible coût du financement.

Pour autant, **le clivage s'accroît entre les pays qui participent activement au processus de mondialisation** (la plupart des grands pays d'Europe centrale, d'Asie et quelques pays d'Amérique latine) et **ceux qui restent en marge** (Afrique sub-saharienne, nombre de pays d'Amérique latine). Un groupe de pays se situe **à la croisée des chemins** (notamment Maghreb, Egypte, Indonésie, Philippines), dans une certaine mesure Russie et pays du Golfe soutenus par la manne pétrolière. Dans un contexte de déclin de l'influence internationale de l'UE et de contestation du leadership américain par des puissances montantes, l'amélioration économique de l'ensemble des PED s'accompagne d'une montée des tensions sociales, politiques et géopolitiques, concentrée à quelques exceptions près dans les zones qui ne participent pas activement au processus de mondialisation. L'islamisme radical y trouve un terrain favorable. Au sein de ces zones, l'analyse du risque pays peut être « bluffée » par l'amélioration des indicateurs macroéconomiques ou financiers alors que l'intégration au commerce mondial reste faible et la soutenabilité à moyen long terme du modèle socio-politique pose davantage question.

◦  
◦ ◦

Achévé de rédiger le 7 mars 2006.

<sup>25</sup> Mais levée de l'Etat d'urgence le 2 mars.

<sup>26</sup> Le Venezuela et l'Argentine ont déjà adopté des politiques économiques hétérodoxes et créé un climat très difficile pour les investisseurs privés. Des incertitudes pèsent sur l'orientation politique après les élections en Bolivie et au Pérou. Par contre, au Brésil, Mexique, Uruguay ou Chili, l'élection de gouvernements de gauche ne devrait pas remettre en cause le cap de l'orthodoxie macroéconomique.

## Direction des Etudes Economiques

*economic-research.bnpparibas.com*

<b>Philippe d'ARVISENET</b> Chef Economiste	01.43.16.95.58	<a href="mailto:philippe.darvisenet@bnpparibas.com">philippe.darvisenet@bnpparibas.com</a>
<b><u>ECONOMIES OCDE</u></b>		
<b>Philippe d'ARVISENET</b>		
<b>Eric VERGNAUD</b> Questions structurelles, prévisions	01.42.98.49.80	<a href="mailto:eric.vergnaud@bnpparibas.com">eric.vergnaud@bnpparibas.com</a>
<b>Caroline NEWHOUSE-COHEN</b> Conjoncture Pays	01.43.16.95.50	<a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>
<b>ETATS-UNIS, CANADA</b>		
Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	<a href="mailto:jean-marc.lucas@bnpparibas.com">jean-marc.lucas@bnpparibas.com</a>
<b>JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE</b>		
Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	<a href="mailto:caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com">caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com</a>
<b>ZONE EURO, FINANCES PUBLIQUES</b>		
Florence BARJOU	01.42.98.27.62	<a href="mailto:florence.barjou@bnpparibas.com">florence.barjou@bnpparibas.com</a>
<b>FRANCE, MARCHÉ DU TRAVAIL ZONE EURO</b>		
Mathieu KAISER	01.55.77.71.89	<a href="mailto:mathieu.kaiser@bnpparibas.com">mathieu.kaiser@bnpparibas.com</a>
<b>ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE</b>		
Zoubir BENHAMOUCHE	01.42.98.43.86	<a href="mailto:zoubir.benhamouche@bnpparibas.com">zoubir.benhamouche@bnpparibas.com</a>
<b>EUROPE DU SUD, MARCHÉ FINANCIER UNIQUE</b>		
Marion GIRARD-VASSEUR	01.42.98.44.24	<a href="mailto:marion.girard-vasseur@bnpparibas.com">marion.girard-vasseur@bnpparibas.com</a>
<b>ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME</b>		
Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	<a href="mailto:raymond.vanderputten@bnpparibas.com">raymond.vanderputten@bnpparibas.com</a>
<b><u>ECONOMIE BANCAIRE</u></b>		
<b>Van NGUYEN THE</b>		
Responsable	01.43.16.95.54	<a href="mailto:van.nguyenthe@bnpparibas.com">van.nguyenthe@bnpparibas.com</a>
Laurent QUIGNON	01.42.98.56.54	<a href="mailto:laurent.quignon@bnpparibas.com">laurent.quignon@bnpparibas.com</a>
<b><u>RISQUES PAYS</u></b>		
<b>Guy LONGUEVILLE</b>		
Responsable	01.43.16.95.40	<a href="mailto:guy.longueville@bnpparibas.com">guy.longueville@bnpparibas.com</a>
<b>ASIE</b>		
Delphine CAVALIER	01.43.16.95.41	<a href="mailto:delphine.cavalier@bnpparibas.com">delphine.cavalier@bnpparibas.com</a>
Nhu-Nguyen NGO	01.43.16.95.44	<a href="mailto:nhu-nguyen.ngo@bnpparibas.com">nhu-nguyen.ngo@bnpparibas.com</a>
<b>AMERIQUE LATINE</b>		
Christine PELTIER	01.42.98.26.77	<a href="mailto:christine.peltier@bnpparibas.com">christine.peltier@bnpparibas.com</a>
Bérénice PICCIOTTO	01.42.98.74.26	<a href="mailto:berenice.picciotto@bnpparibas.com">berenice.picciotto@bnpparibas.com</a>
<b>AFRIQUE</b>		
Stéphane ALBY	01.42.98.02.04	<a href="mailto:stephane.alby@bnpparibas.com">stephane.alby@bnpparibas.com</a>
Gaëlle LETILLY	01.42.98.56.27	<a href="mailto:gaelle.letilly@bnpparibas.com">gaelle.letilly@bnpparibas.com</a>
<b>EUROPE DE L'EST – FLUX DE CAPITAUX VERS LES PAYS ÉMERGENTS</b>		
François FAURE	01.42.98.79.82	<a href="mailto:francois.faure@bnpparibas.com">francois.faure@bnpparibas.com</a>
<b>RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES</b>		
Tatiana ESANU	01.42.98.48.45	<a href="mailto:tatiana.esanu@bnpparibas.com">tatiana.esanu@bnpparibas.com</a>
<b>MOYEN-ORIENT – SCORING</b>		
Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	<a href="mailto:pascal.devaux@bnpparibas.com">pascal.devaux@bnpparibas.com</a>

## Nos publications

*economic-research.bnpparibas.com*

- **CONJONCTURE** traite chaque mois des grands sujets de l'actualité économique et des problèmes structurels.
- **CONJONCTURE, TAUX, CHANGE** assure un suivi mensuel détaillé de la conjoncture économique et des évolutions des taux d'intérêt et de change dans les grands pays de l'OCDE.
- **FINANCES PUBLIQUES DANS LA ZONE EURO.** Cette publication paraît chaque trimestre.
- **ECOFASH** est un commentaire des principaux événements économiques (publication de données, décisions de politique économique) dans les heures qui suivent leur annonce, accompagné d'une analyse approfondie.
- **ECOWEEK** étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque lundi).

BNP Paribas est en France constituée en société anonyme.  
Son siège est situé au 16 boulevard des Italiens 75009 Paris.  
BNP Paribas est soumise à la régulation de la FSA (Financial Services Authority) pour les opérations d'investissement conduites au Royaume-Uni et est membre de la Bourse de Londres.

Ce document reflète l'opinion de la Direction des Etudes Economique de BNP Paribas. Les informations et opinions exprimées dans ce document ont été obtenues de sources d'information publiques réputées fiables, mais BNP Paribas ne garantit ni leur exactitude, ni leur exhaustivité. Toutes opinions ou prévisions ont un caractère provisoire. BNP Paribas ne fait aucune déclaration ni ne peut garantir de façon expresse ou implicite que cette information ou ces opinions sont exactes et sa responsabilité ne saurait être engagée au titre de sa divulgation ou de son contenu. Ce document ne constitue ni un prospectus ni un appel public à l'épargne, ni une quelconque sollicitation auprès des investisseurs en vue de l'achat de titres ou aux fins d'effectuer tout autre investissement. Les informations et opinions contenues dans ce document sont publiées en vue d'aider les investisseurs, mais ne font pas autorité en la matière et 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 sous-jacents mentionnés ci-dessus. Toute référence à une performance réalisée dans le passé sur un titre émis par l'émetteur ne constitue pas une indication d'une performance future. Aucune société du Groupe BNP Paribas n'accepte d'être tenue pour responsable au titre de pertes directes ou découlant d'une utilisation des informations contenues dans ce document.

Les estimations et opinions contenues dans ce document reflètent notre jugement à la date de publication des présentes. BNP Paribas 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 mentionnés dans ce document, de se trouver en position d'acheteur ou vendeur de titres ou de contrats à termes, d'options ou de tous autres instruments dérivés reposant sur l'un de ces sous-jacents. BNP Paribas, ses dirigeants ou employés, peuvent exercer ou avoir exercé des fonctions d'employé ou dirigeant auprès de tout émetteur mentionné dans ce document, ou ont pu intervenir en qualité de conseil auprès de ce(s) émetteur(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 l'émetteur mentionné aux présentes (y compris et sans limitation agir en tant que conseil, arrangeur, souscripteur, prêteur) au cours des 12 derniers mois précédant la publication de ce 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'un quelconque des émetteurs mentionnés dans ce document dans les 3 mois suivant sa publication. Tout émetteur mentionné aux présentes est susceptible d'avoir reçu des extraits du présent document préalablement à sa publication afin de vérifier l'exactitude des faits et sa véracité des informations sur le fondement desquelles il a été élaboré. Ce document est élaboré par le 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. Déclaration de l'analyste. Chaque analyste responsable de la préparation et de la rédaction de ce document certifie que (i) les opinions qui y sont exprimées reflètent exactement son opinion personnelle sur l'ensemble des émetteurs (pris individuellement ou collectivement) ou des titres désignés dans ce document de recherche, et déclare que (ii) aucune composante de sa rémunération n'a été, n'est, ou ne sera liée, directement ou indirectement, aux recommandations et opinions exprimées ci-dessus.

**Etats-Unis :** ce document est distribué aux investisseurs américains 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 à des investisseurs institutionnels américains de premier rang. BNP Paribas Securities Corp., filiale de BNP Paribas, est un broker-dealer enregistré auprès de la Securities and Exchange Commission et est membre affilié de la National Association of Securities Dealers, Inc. BNP Paribas Securities Corp. n'accepte la responsabilité du contenu du 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.

**Royaume-Uni :** ce document a été approuvé en vue de sa publication au Royaume-Uni par BNP Paribas Succursale de Londres, une succursale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Succursale de Londres est régie par la Financial Services Authority (« FSA ») pour la conduite de son activité de banque d'investissement au Royaume-Uni, et est un membre du London Stock Exchange. Ce document a été préparé pour des investisseurs professionnels, n'est pas conçu à destination de clients relevant de la gestion privée au Royaume Uni tels que définis par la réglementation FSA, et ne saurait de quelconque façon être transmis à ces personnes privées.

**Japon :** ce document est distribué à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, par la succursale de Tokyo de BNP Paribas, 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 autorisées par la réglementation. BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo, est une maison de titres enregistrée conformément au Securities and Exchange Law of Japan et est membre de la Japan Securities Dealers Association. 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 à des entreprises basées au Japon par BNP Paribas Securities (Japan) Limited, Succursale de Tokyo.

**Hong Kong :** ce 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 par l'Autorité Monétaire de Hong Kong et est réputée banque agréée par la Securities and Futures Commission pour l'exercice des activités de type Advising on Securities [Regulated Activity Type 4] en vertu des Securities and Futures Ordinance Transitional Arrangements.

**Singapour :** ce document est distribué à Singapour par BNP Paribas Singapore Branch, filiale de BNP Paribas dont le siège social est situé à Paris, France. BNP Paribas Singapore exerce sous licence bancaire octroyée par l'Autorité Monétaire de Singapour et est dispensée de la détention des licences requises au titre de l'exercice d'activités réglementées et de la fourniture de services financiers en vertu du Securities and Futures Act et du Financial Advisors Act.

© BNP Paribas (2004). Tous droits réservés