



BFI – Etudes Economiques

15 juillet 2003

Guy LONGUEVILLE
Responsable Risque-Pays

☎ 33.1.43.16.95.40

guy.longueville@bnpparibas.com

**LES PAYS EMERGENTS EN 2003-04 :
PERSPECTIVES ECONOMIQUES ET FINANCIERES
EVOLUTION DU RISQUE PAYS**

Cette note dresse un panorama condensé de l'évolution économique et financière et des risques prévisibles des pays émergents considérés dans leur ensemble et par zone, à horizon de 18 mois.

I - VUE D'ENSEMBLE : LE RISQUE PAYS S'EST « DESTRESSE » CES DERNIERS MOIS MAIS LES AMELIORATIONS FONDAMENTALES RESTENT LENTES OU FRAGILES DANS UN ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL MITIGE

1.1/ Depuis plusieurs mois, le risque pays dans le monde a globalement diminué, sous l'effet de la levée de risques apparus ou aggravés en 2002 jusqu'à l'hiver 2002-03

⇒ **Les principales levées d'incertitudes sont les suivantes :**

- déroulement sans catastrophe majeure de la guerre en Irak, extinction progressive de l'épidémie de pneumonie atypique ;
- évolution favorable au moins jusqu'à présent, des scénarii Brésil et dans une moindre mesure Turquie. L'évolution du risque de ces deux pays est susceptible d'influencer le comportement des investissements vis-à-vis de l'ensemble des zones émergentes ;
- progrès dans l'architecture financière internationale. Le SDRM¹ devrait être enterré au profit des « Collective Action Clauses »² et d'une meilleure coopération non institutionnalisée entre secteur financier privé et institutions internationales, évolutions conformes aux souhaits des investisseurs financiers internationaux privés. De plus, le marché a, dans une certaine mesure, appris à gérer certains défauts souverains (Equateur, Pakistan, Ukraine, Uruguay).

¹ Le « Sovereign Debt Restructuring Mechanism », proposé par le FMI il y a un an, prévoyait de créer une loi de faillite des Etats à l'échelle internationale

² Déjà utilisés depuis quelques mois dans des émissions du Mexique et de l'Uruguay (swap de dette).

- ⇒ Par ailleurs, **l'affaiblissement des effets de contagion s'est confirmé** (crise brésilienne, guerre en Irak, crise vénézuélienne, sans incidences majeures sur les autres économies émergentes), résultat d'une moindre vulnérabilité financière : amélioration progressive depuis 1999 des ratios de liquidité et de solvabilité externe³, retrait déjà effectué de capitaux spéculatifs, extension des régimes de change flottant, consolidation de certains systèmes bancaires et efficacité accrue en ce cas des politiques monétaires. La plus grande maturité des investisseurs internationaux, notamment *via* la connaissance approfondie des pays, a aussi contribué à cette évolution.
- ⇒ Au total, en ce début d'été, **l'environnement financier des pays émergents se trouve considérablement « déstressé » par rapport à celui qui prévalait il y a un an** : bulle internet dégonflée, craintes sur la fiabilité des comptes des sociétés US atténuées, risques sectoriels mieux cernés, craintes à court terme sur les scénarii Brésil, Turquie, Liban apaisées, etc...

1.2/ Cette levée partielle des risques a entraîné une embellie des marchés, en partie artificielle et pas nécessairement durable. Cette embellie a dans l'ensemble éloigné les risques de crise de liquidité externe

La convergence de ces facteurs a contribué au premier semestre à réduire la volatilité financière des marchés émergents (bourse, change), à redresser les cours boursiers (depuis mars-avril), à apprécier certains taux de change contre dollar (Amérique latine) et surtout, à réduire les primes de risque dans des proportions importantes.

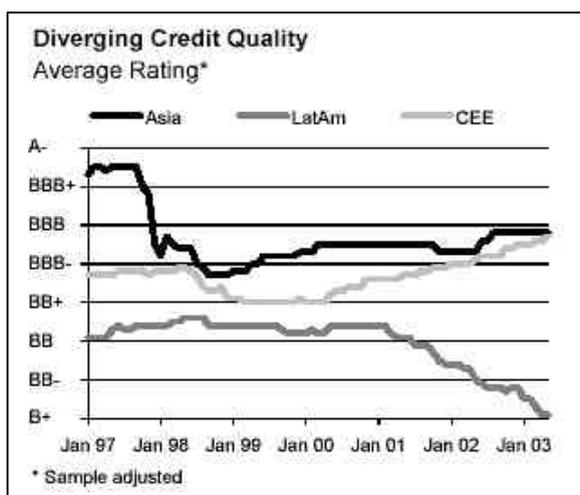
- ⇒ **La réduction des spreads « speculative grade » dans les pays émergents a été spectaculaire depuis l'automne 2002**, particulièrement en Amérique latine. A environ 500 points de base à fin juin 2003 (pic à plus de 1000 en octobre 2002), l'EMBI+ a surperformé les niveaux de 2000 (environ 650 points) et approché les records de 1996-97. La réduction a concerné les obligations (marchés primaires et secondaires, souverains et privés) et dans une moindre mesure, les crédits. Elle s'est souvent accompagnée **d'un allongement des maturités**.
- ⇒ **La réduction des spreads s'est effectuée dans des volumes modestes** (même s'ils augmentent en 2003) à la différence de 2000 ou surtout de 1996-97⁴. Les émissions nettes obligataires ont repris légèrement en Amérique latine et Europe de l'Est au premier semestre. Cette faiblesse relative des entrées nettes de capitaux privés limite les risques de transmission de bulles spéculatives aux marchés d'action et immobilier⁵.

³ Le ratio de la dette extérieure sur les exportations des principaux pays émergents est revenu de 155 % en 1998 à 105 % en 2003 (estimation IFI).

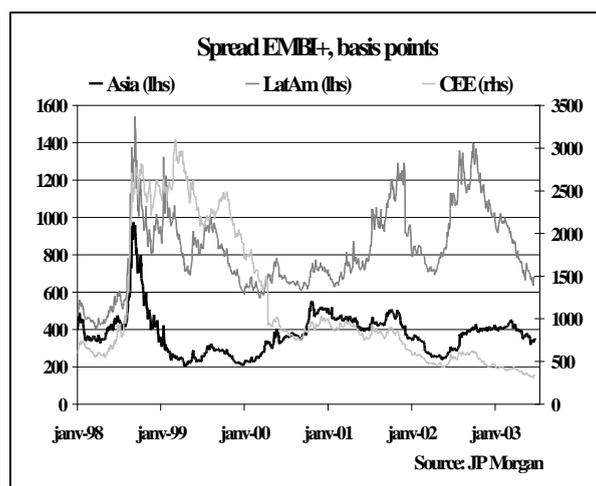
⁴ D'après l'IFI, les prêts privés non bancaires (essentiellement obligataires) aux pays émergents progresseraient de USD 13 milliards en 2002 à 25 milliards en 2003 contre 42 milliards en 2000.

⁵ En 1995-97, les importantes entrées nettes de capitaux avaient gonflées les bases monétaires et entraîné des hausses inconsidérées de prix d'actifs (Asie, Amérique latine).

- ⇒ **La réduction des spreads émergents a coïncidé avec celle des obligations privées sur les marchés US et UE. Elle a été relativement plus importante mais est apparue beaucoup moins justifiée.** En effet, alors que la réduction des spreads corporate US et UE a été liée à une baisse du risque de défaut (US dès 2002 ; UE en 2003), tel n'est pas le cas des spreads émergents : les ratings souverains sont restés globalement stables et les défauts n'ont pas connu de baisse sensible⁶. En Amérique latine, on observe même une évolution en ciseaux entre spreads et ratings (graphique ci-après).



Source : S and P



- ⇒ **La réduction des spreads a résulté en partie de la levée d'incertitudes pesant sur les pays émergents (ci-avant) sans pour autant refléter une amélioration significative de leurs fondamentaux. Elle a surtout résulté de l'évolution de la stratégie des investisseurs internationaux.** Globalement surliquides (fonds, banques), en quête de rémunérations plus attractives après les déconvenues des marchés occidentaux, des fonds « cross-border » ont réalloué une fraction de leur portefeuille vers les émetteurs émergents⁷, certes modeste, mais suffisante pour entraîner une forte détente des spreads ; d'autant plus que les obligations à fort rendement ont été décorrélatées de la bourse américaine. **Cette augmentation de l'offre de fonds prêtables n'a pas eu pour corrolaire une augmentation comparable de la demande d'emprunts** : les pays émergents dont les ratios d'endettement ont significativement baissé depuis 1999 continuent de dégager en 2003 des excédents de balance courante. Peu d'entre eux parmi les grands connaissent des situations de liquidité externe délicate. La baisse des spreads a souvent été l'occasion de renouveler des emprunts à des conditions plus avantageuses⁸.

⁶ Selon Standard and Poor's, les taux de défaut des émetteurs corporate speculative grade des pays émergents ont fortement progressé en 2002.

⁷ Ni trop bien notés car les spreads étaient déjà bas, ni au bord du défaut. D'où des cibles comme le Brésil, la Turquie, la Colombie ou la Russie.

⁸ Sur le marché obligataire souverain émergent, les titres issus de restructurations sont passés des trois quart du total en 1994 à environ un quart aujourd'hui.

- ⇒ **Cette évolution favorable en 2003 à la restauration de la liquidité de certains pays** (Brésil, Indonésie, Turquie) **ou à la consolidation de la solvabilité d'autres** (Bulgarie, Mexique, Russie etc...) **n'est pas pour autant sans risques**. Elle accroît leur dépendance vis-à-vis des marchés obligataires émergents⁹, **dont l'évolution sera tributaire essentiellement du scénario US**. Les capitaux pourraient en effet en partie retourner vers les marchés US, voire UE, si une reprise américaine palpable améliorait les anticipations de profits alors que la courbe des taux obligataires US ne se pentifiait que légèrement (lissée par la FED). Autre scénario défavorable aux pays émergents mais moins probable, un krach obligataire US entraînerait dans son sillage les marchés émergents.
- ⇒ Au total, **le redressement spectaculaire des marchés obligataires et du crédit des pays émergents suragit à une amélioration, en général modeste ou discutable de leurs fondamentaux, via une concurrence exacerbée des investisseurs et prêteurs, pouvant entraîner une correction dans les prochains trimestres en fonction du scénario international**. Il est en effet peu probable que l'on assiste à un retour massif de capitaux vers les pays émergents (IDE, c.a.d. investissements directs étrangers, crédits bancaires, voire émissions obligataires).

1.3/ Hormis l'embellie financière actuelle, l'environnement international des pays émergents reste mitigé. La dépréciation du dollar risque de modifier les positions compétitives entre zones

- ⇒ **La croissance du PIB des pays du G7 accélérerait légèrement de +0,6 % l'an en 2001 à 1,8 % l'an en 2002-03 et 2,5 % l'an en 2004** (source : IFI), essentiellement aux Etats-Unis (+3,2 % l'an en 2004)¹⁰. Elle serait tirée par les services. La reprise industrielle resterait hésitante de sorte que les **exportations industrielles des PED** (pays en développement) **n'accélèreraient pas** (environ +5 % l'an de 2002 à 2004), dans un contexte de stabilisation des prix des « commodities industrielles » après une remontée en 2002 (environ +10 %). La reprise des secteurs des composantes électroniques resterait aussi hésitante.
- ⇒ **Les prix agricoles et agroalimentaires ont sensiblement progressé en 2002 et au premier trimestre 2003**, en partie pour des raisons circonstancielles (climatiques, guerres civiles, notamment en Côte d'Ivoire). La baisse du prix du pétrole depuis les pics de 2002 n'est pas suffisante pour dégager des marges de manœuvre pour les pays importateurs. En revanche, son niveau encore élevé consolide la position financière des pays exportateurs.
- ⇒ **La dépréciation du dollar contre Euro peut modifier sensiblement la position compétitive des zones si elle est durable**. Elle affaiblit celle de l'Europe de l'Est et du Maghreb dont les monnaies suivent peu ou prou l'Euro (sauf le zloty), et dans une moindre mesure celle des pays d'Amérique latine dont les réappréciations monétaires récentes sont significatives et compensent en partie les dépréciations des années précédentes (real, pesos argentins, chilien, colombien, voire mexicain). Elle améliore en revanche franchement celle des pays d'Asie en particulier de la Chine dont les monnaies sont étroitement corrélées au dollar (roupie indonésienne et partiellement yen exceptés).

⁹ Hausse régulière depuis 1997 du ratio dette obligataire sur crédits bancaires.

¹⁰ Pour BFI-EE, les prévisions du PIB de 2003 et 2004 sont les suivantes : Etats-Unis : +2,3 % et +3,2 % ; Zone euro : +0,3 % et +1,3 %, Japon : +0,6 % et +1 % (prévisions de juillet 2003).

⇒ **Les principaux aléas sur le scénario mondial restent baissiers**, compte tenu des incertitudes pesant sur le climat de confiance des ménages et des entreprises. L'excès d'offre à l'échelle mondiale et les tendances déflationnistes régionales continueront à peser sur le prix du commerce mondial, au moins jusqu'en 2004.

1.1 + 1.2 + 1.3 ⇒ Au total, les PED, devenus plus sensibles depuis 1996-97 aux évolutions de l'environnement international, ne doivent guère compter sur ce dernier en 2003-04 pour accélérer leur croissance ou améliorer leur solvabilité (faible progression des exportations en valeur, probable poursuite du tassement et de la concentration des IDE), **sans pour autant être handicapés par un environnement réel et financier aussi défavorable qu'en 2001. Les risques de crise financière sont éloignés** par l'appétit peut-être provisoire des investisseurs internationaux et par un soutien fort du FMI à des pays vulnérables mais stratégiquement importants pour les Etats-Unis (notamment Brésil, Turquie, Pakistan). La position du FMI semble d'ailleurs devenir plus pragmatique (conditionnalités moins fortes comme en Argentine).

Pour autant, **les PED restent vulnérables aux conditions socio-politiques internes qui n'ont cessé de se dégrader depuis 1997-98** sous l'effet de la faiblesse de la croissance (nombre de pays d'Amérique latine, d'Afrique, du Middle East, certains d'Asie), d'un contexte géo-politique encore tendu (Middle East), et aux risques de nouvelles éventuelles turbulences financières majeures des grandes économies (hausse brutale des taux obligataires ou/et krach immobilier US voire UE, krach obligataire au Japon, etc...).

1.4/ Quelques perspectives d'ensemble des pays émergents

⇒ **Les fortes divergences des taux de croissance observées en 2001-02 entre zones se réduisent en 2003-04**, *via* le retour à une croissance positive en Amérique latine (+1,2 % en 2003, +2 % à +3 % en 2004) et une décélération en Europe de l'Est (+4 % en 2002, +3,5 % l'an en 2003-04) et Asie Pacifique (+6,4 % en 2002 ; +5 % à +5,5 % en 2003-04). La zone Afrique Middle-East maintiendrait un taux de croissance autour de 3,5 % l'an sur la période 2002-04. Excepté pour l'Amérique latine dont les taux de croissance partent de bas niveau, **aucune zone en développement dans le monde ne semble pouvoir enregistrer une accélération de sa croissance en 2004 dans le sillage de celle du G7** (certes modeste), principalement car les demandes internes devraient s'affaiblir (Europe de l'Est, Asie).

⇒ **Les pays émergents devraient continuer de consolider leur liquidité externe. Ils dégageraient globalement un excédent de la balance courante en 2003-04** (réduction de l'excédent asiatique, maintien d'un excédent de l'OPEP, stabilisation à un niveau modéré du déficit de l'Amérique latine, retour au déficit de l'Europe de l'Est), auxquelles s'ajoutent des entrées nettes de capitaux (IDE) de sorte que leurs réserves de change continuent de s'accroître, essentiellement en Asie (Chine, Corée, Hong-Kong, Taïwan), partiellement pour les économies en transition dont la Russie. Toutefois, les excédents courants et les entrées nettes d'IDE des PED se réduisent depuis 2002-03.

⇒ **Les déficits budgétaires et le risque souverain restent dans de nombreux cas le talon d'Achille du risque pays.** La montée des ratios de dette publique au cours des années récentes à partir de niveaux élevés mais variables en Asie, Europe de l'Est, Amérique latine, ne semble pas pouvoir être inversée en 2003-04 compte tenu de la persistance de déficits publics élevés, sauf exceptions (principalement Brésil, Bulgarie, voire Indonésie).

II – EVOLUTIONS PAR ZONE : UNE TENDANCE INEGALE A LA REDUCTION DU RISQUE PAYS

Le découplage de l'évolution des risques entre zones se poursuit : redressement ou consolidation en Europe de l'Est et Asie, oscillation autour d'un niveau dégradé en Amérique latine et Afrique, enfin incertitudes dans le Middle East.

2.1/ Asie

- ⇒ **La croissance régionale ralentit en 2003** sous l'effet de l'affaiblissement de la demande interne et des exportations (reprise US essouffée au second semestre 2002). Comme nous l'avons indiqué l'an passé, la vigueur de la demande interne asiatique en 2002 (hors Chine) reposait essentiellement sur des facteurs circonstanciels (bonnes récoltes agricoles, relance budgétaire, désinflation générant des gains de pouvoir d'achat, expansion non soutenable du crédit à la consommation) qui se dissipent cette année, de sorte que **la zone est de nouveau fortement tributaire de l'environnement international**, (essentiellement économie US et composants électroniques). Les exportations ralentissent depuis le premier trimestre mais seront structurellement soutenues par l'avantage de compétitivité résultant de la forte corrélation des monnaies régionales au dollar.
- ⇒ **Le SARS semble maintenant sous contrôle** (sauf résurgence toujours possible d'un foyer épidémique) **de sorte que son impact sur la croissance paraît cerné**. Il devrait déprimer certaines demandes domestiques jusqu'au troisième trimestre inclus (pays les plus touchés, de l'ordre de 1 point à 1,5 point de PIB en 2003 : Hong-Kong, Singapour, Taïwan). Le SARS n'a pas entraîné de turbulences financières significatives, ni modifié notre analyse du risque des pays de la région, sauf à la marge. Profitant du contexte financier international favorable, les primes de risques ont même continué de baisser de sorte que certains pays projettent d'émettre de nouveau (Vietnam, Pakistan).
- ⇒ **La poursuite de la désinflation/déflation** favorise depuis 2002 la détente monétaire et le développement du crédit aux ménages (notamment Chine, Corée, Thaïlande). Ce dernier est à l'origine de faillites (notamment cartes de crédit en Corée) et de la formation de **nouvelles bulles immobilières** (ces mêmes trois pays).
- ⇒ **Le risque souverain** (endettement public) **augmente** dans tous les pays sous l'effet de politiques budgétaires expansionnistes, sauf en Indonésie où il était préalablement élevé et en Corée. **Le risque de non transfert** est stabilisé à un niveau en général modéré (poursuite de la hausse des réserves ou stabilisation aux Philippines et en Thaïlande).
- ⇒ L'amélioration récente du risque souverain et systémique de crédit en **Indonésie** demande à être confirmée lorsqu'en 2004, le nouveau pouvoir élu (probablement l'actuelle Présidente Megawaty) se sera affranchi de la tutelle protectrice du FMI. **En Corée**, la faillite du groupe SK montre que les pratiques du monde des affaires évoluent avec lenteur. **La Chine** ne devrait pas réévaluer le Yuan, au moins à court terme, malgré les pressions internationales. **Hong-Kong**, qui reste un bon risque, doit faire face à la montée du mécontentement social suite à plusieurs années de croissance faible, exacerbé par la maladroite mise en œuvre de l'article 23 sur l'anti-subversion. Ce contexte, s'il perdure, pourrait détériorer le climat des affaires¹¹. **Le dualisme des trajectoires de croissance et de risque des pays d'Asie du Sud-Est se maintient** (Malaisie, Corée du Sud d'un côté, Philippines, Indonésie de l'autre, Thaïlande à la croisée des chemins).

¹¹ Toutefois, face à l'ampleur de la protestation, les autorités ont accepté d'amender certaines clauses et ont reporté le vote de la loi, sans l'annuler.

2.2/ Europe de l'Est

- ⇒ **Dans les PECO**, malgré l'atonie de la croissance de l'UE, **la croissance en 2002-03** s'est maintenue, soutenue par l'élargissement des débouchés (probable effet induit des IDE de ces dernières années exploitant le gisement des avantages comparatifs, dont la faiblesse des coûts salariaux), et par la demande interne (expansionnisme budgétaire, augmentation rapide du crédit). Ces facteurs de soutien risquent de buter sur des contraintes de solvabilité (ratios d'endettement privé élevés, déficits budgétaires) ou de change (appréciation Euro contre USD) de sorte que, comme pour l'Asie vis-à-vis des Etats-Unis, la croissance de l'Europe de l'Est risque d'être de nouveau davantage corrélée à celle de l'UE les prochaines années.
- ⇒ **L'intégration institutionnelle dans l'UE** se poursuit comme prévu (adoptée récemment par référendum en Hongrie, Lituanie, Malte, Pologne, République Tchèque, Slovaquie, Slovanie). La convergence nominale et réelle est toutefois rendue difficile par des déficits budgétaires et extérieurs élevés sur la période 2002-04 (Hongrie, Pologne, République Tchèque, Slovaquie), des monnaies encore appréciées (République Tchèque, Slovaquie, voire Hongrie), voire un affaiblissement de la crédibilité de la politique économique (Pologne et Hongrie ?). Cet ensemble pourrait conduire à retarder l'échéance de l'entrée dans le « SME bis ». Ces évolutions portent un risque de dépréciation monétaire et d'élargissement des spreads, sans pour autant détériorer le risque pays. La phase de correction a déjà commencé pour le zloty et le forint hongrois.
- ⇒ Dans les pays du deuxième cercle, **la Bulgarie** continue de se distinguer de **la Roumanie**. Le premier pays a redressé sa solvabilité et liquidité publiques et externes, élargi un peu sa base exportatrice et consolidé son système bancaire. Toutefois, la Leva pourrait souffrir à l'avenir des effets de son lien fixe à l'Euro : une perte de compétitivité vis-à-vis des produits de la zone dollar.
- ⇒ Depuis la fin de la guerre en Irak, **la Turquie** a retrouvé une stabilité financière grâce en partie au soutien fort du FMI (détente des taux d'intérêt domestiques, appréciation de la livre contre dollar), confortée par de bons résultats en matière de croissance et d'inflation sur le premier semestre. Un *modus vivendi* semble avoir été trouvé entre le gouvernement et les militaires. Malgré la détérioration du compte courant, la livre a rejoint son niveau de la mi-2002 impliquant une surappréciation réelle d'environ 15 %-20 %. Cette appréciation pose un dilemme entre la solvabilité des comptes publics et celle des comptes extérieurs. Une forte correction reste possible en cas de dérapage politique, impliquent de nouveau une aggravation du risque souverain.
- ⇒ La consolidation de la liquidité et la solvabilité publiques et externes de **la Russie** se poursuivent. Toutefois, les pressions récentes exercées sur l'entourage d'un des principaux oligarques montrent que les luttes claniques au sommet de l'Etat se poursuivent dans le cadre d'un « affairisme » persistant. De plus, le calendrier des réformes risque d'être retardé par les élections (législatives en décembre 2003, présidentielles en mars 2004).
- ⇒ **Même si l'ensemble de la zone Europe de l'Est enregistre l'amélioration la plus constante du risque pays depuis quelques années**, les incertitudes qui demeurent nous conduisent à considérer que les spreads souverains (voire corporate) risquent de sous-estimer aujourd'hui la réalité des risques : Russie : 300 bp, Roumanie : 250 bp, Bulgarie : 200 bp, Croatie : 100 bp et moins de 50 bp pour la plupart des pays accédants ayant encore une dette souveraine en devises. Il en va de même pour la Turquie (600 bp).

2.3/ Amérique latine

- ⇒ Après avoir enregistré une croissance nulle (2001) et négative (2002), **l'Amérique latine renouerait avec la croissance en 2003** (+1,5 %) et 2004 (+2 % à +3 %) grâce à la sortie de la dépression de l'Argentine et à une légère accélération au Chili, Colombie et Mexique (+2 % à +3,5 % l'an pour chacun de ces pays). La zone bénéficie de la remontée du prix des matières premières, de l'afflux de capitaux spéculatifs et de la détente des taux US et des spreads. En 2003, **le Brésil** accuse une langueur persistante de la croissance pour la troisième année consécutive (PIB +1,5 %) sous l'effet des politiques monétaires restrictives et le Venezuela sa deuxième année de dépression (PIB -15 % après -9 % en 2002). **Pour les prochaines années, la croissance restera le problème central d'une zone dont le PIB par tête recule depuis 1998**, dans un contexte de faiblesse de l'épargne domestique et de baisse des investissements directs étrangers revenus de USD 60 milliards l'an en 2000-01 à 30 milliards en 2003 (Source : IFI). **En conséquence, les problèmes socio-politiques resteront dominants dans un contexte de grande sensibilité du sous-continent aux évolutions de l'environnement économique et financier international.**
- ⇒ **Les dépréciations monétaires de la plupart des monnaies de la zone en 2001-02** consécutives à la généralisation des flottements des monnaies et aux difficultés des bouclages des comptes extérieurs (Argentine, Brésil, Colombie, Pérou, voire Chili) ont accéléré l'inflation, durci les politiques monétaires et freiné la croissance. Ceci a favorisé la réduction des déficits courants (ramenés d'environ 2 points du PIB de la zone en 2000-01 à moins de 1 point en 2002-03). Réduction des déficits extérieurs, maintien d'une orthodoxie budgétaire (Brésil, Colombie, Pérou, Mexique, Chili) et retour de capitaux en quête de rendements rapides ont conduit à **la réappréciation des monnaies régionales depuis le début de l'année tout en maintenant un avantage relatif de compétitivité**. Ceci favorise la désinflation et une détente monétaire.
- ⇒ Le redressement des comptes extérieurs, le retour de capitaux privés (dont la réouverture partielle du marché euro-obligataire) et le soutien du FMI **éloignent le risque d'une crise de liquidité externe au moins à court terme, pour tous les grands pays de la zone.**
- ⇒ **La contestation anti-libérale est assez générale.** Dans les pays gouvernés par un centre droit libéral, la politique économique, notamment les réformes structurelles, est paralysée par le conservatisme politique (**Mexique**) ou une contestation sociale forte (**Pérou, Bolivie**). Le redressement de la Colombie (grâce à la mise en œuvre de réformes structurelles) fait figure d'exception, certes dans un contexte social spécifique (conflit civil). Dans le reste du continent, passé à gauche depuis 2002, les gouvernements tentent une délicate synthèse entre aspirations sociales et ancrage dans le libéralisme impliquant un policy mix restrictif sous contrainte forte de solvabilité. Un large consensus en faveur de cette « troisième voie » **ouvre beaucoup d'espoirs pour le Brésil de Lula**, au contraire **de l'Equateur** de Gutierrez, ou **du Venezuela** de Chavez au bord de l'explosion sociale. **Le Chili** de Lagos demeure un îlot de stabilité macro-économique et de progrès social modeste, mais a cessé d'être un modèle pour les sociétés latino-américaines.
- ⇒ **L'Argentine** engage son redressement, empruntant une voie intermédiaire entre orthodoxie monétaire et fiscale et dirigisme étatique. Le rattrapage partiel de croissance et la restauration de la liquidité s'effectuent sur fond de problèmes majeurs non résolus : cadre légal des affaires (en progrès), situation financière des banques, dette extérieure. L'anarchie et la dépression au **Vénézuéla** pourraient conduire à un défaut souverain en 2004 si le prix de pétrole baissait, malgré une reprise plutôt inattendue de la production pétrolière cette année (mais statistiques peu fiables).

⇒ **Au total, l'évolution de la zone est duale**, un retour à l'amélioration du risque à des degrés divers (Argentine, Brésil, Colombie) ou à la poursuite de la dégradation (République Dominicaine, Jamaïque, Pérou et Vénézuéla). L'assouplissement de la contrainte externe notamment *via* le soutien renforcé du FMI au moins au premier groupe de pays, s'accompagne d'une contrainte interne sociale et politique persistante.

2.4/ Middle East et Afrique

⇒ **Le maintien du prix du pétrole à un niveau élevé** a renforcé la position financière extérieure des pays du golfe (Arabie Saoudite, Koweït, EAU, Oman, Qatar, Bahreïn) ainsi que celle de l'Algérie et de l'Iran. Leur liquidité et solvabilité externe est convenable ou bonne. **Tous ces pays devraient pouvoir faire face le cas échéant à une baisse sensible pendant au moins une année du prix du pétrole.**

⇒ La fin du **conflit irakien** par la présence américano-anglaise et le démantèlement du parti Baas ont modifié la donne géo-politique régionale. Les Etats-Unis s'appuient désormais davantage sur le Qatar et le Bahreïn, voire les EAU et Koweït, que sur l'Arabie Saoudite. Les petites monarchies conservatrices du golfe semblent globalement confortées par le soutien US qui les expose moins au risque saoudien. Tous ces pays font face à une base sociale fragilisée, unifiée dans l'anti-américanisme.

⇒ Le devenir politique de l'Irak ne se présente pas aussi favorablement que ne l'espérait l'administration américaine en raison d'une situation socio-politique chaotique, de l'absence de projet US visible pour l'après-guerre, de la désorganisation de l'appareil d'Etat et du coût très important de la reconstruction. **L'Irak devrait donc rester un foyer d'instabilité pendant plusieurs années au moins.** Par ailleurs, la situation politique en **Iran** dérive vers une impasse (aspirations sociales bloquées par la stérilisation politique entre libéraux et conservateurs dont le pouvoir se renforce), les perspectives de dialogue au **Proche Orient** s'entrouvent (nécessité pour l'administration Bush d'apaiser les autres conflits régionaux) et le **Liban** bénéficie d'une manne financière (Paris II), qui éloigne le risque de crise de liquidité à plus de deux ans. Toutefois, les finances publiques ne s'améliorent que lentement et les tensions politiques internes sont toujours vives.

⇒ **Les risques souverain et de non transfert des pays** du Maghreb et de l'Afrique subsaharienne sont à peu près stables. La mise en œuvre des initiatives HIPC et la remontée du prix de certaines matières premières (or, cacao même si réduite récente) n'améliorent pas le risque pays en profondeur. Les déficits publics sont toujours élevés.

⇒ **Les tensions géo-politiques régionales s'accroissent en Afrique de l'Est mais les tensions politiques internes tendent à diminuer en Côte d'Ivoire, Kenya, Madagascar, Mozambique et Nigeria.** Au Ghana, Mozambique et Tanzanie, des élections en 2004 représenteront un test important concernant la conciliation entre le respect des engagements vis-à-vis de FMI et le soutien de la population. Le risque intégriste continue de progresser en **Egypte, Maroc voire aussi en Tunisie**, essentiellement sous la pression du chômage et des inégalités sociales.

⇒ **En Afrique du Sud**, le risque pays à court terme reste modéré car les fondements macroéconomiques restent solides, malgré une liquidité toujours fragile. Les perspectives de moyen terme restent tributaires du risque socio-politique.

⇒ Malgré une progression du PIB autour de 3 % l'an, **le continent africain** ne laisse pas entrevoir de perspectives favorables à moyen terme, hors secteurs pétrole et quelques autres matières premières.

COUNTRY RISK RESEARCH TEAM

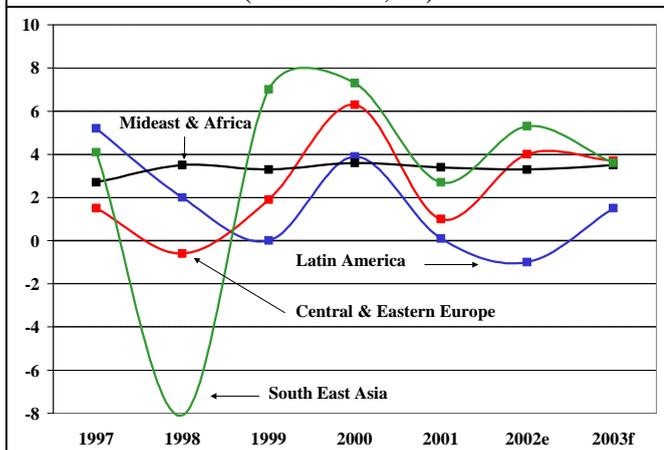
Guy LONGUEVILLE	Head of unit	33.1.43.16.95.40 guy.longueville@bnpparibas.com
Aude DEBARD	Asia	33.1.43.16.95.41
Pascal DEVAUX	Middle East Scoring and warning signals for country risk	33.1.43.16.95.51 pascal.devaux@bnpparibas.com
Tatiana ESANU	Russia, Former Soviet Republics	33.1.42.98.48.45 tatiana.esanu@bnpparibas.com
François FAURE	Eastern Europe, Turkey Capital flows to emerging markets	33.1.42.98.79.82 francois.faure@bnpparibas.com
Raphaël GALLARDO	Latin America	33.1.42.98.56.10 raphael.gallardo@bnpparibas.com
Adama KONATE	Africa	33.1.42.98.02.04 adama.konate@bnpparibas.com
Nhu-Nguyen NGO	Asia	33.1.43.16.95.44 nhu-nguyen.ngo@bnpparibas.com
Emmanuelle VULLIEZ	Africa, Latin America	33.1.42.98.56.27 emmanuelle.vulliez@bnpparibas.com

FAX : 33.1.42.98.19.92

ANNEXES

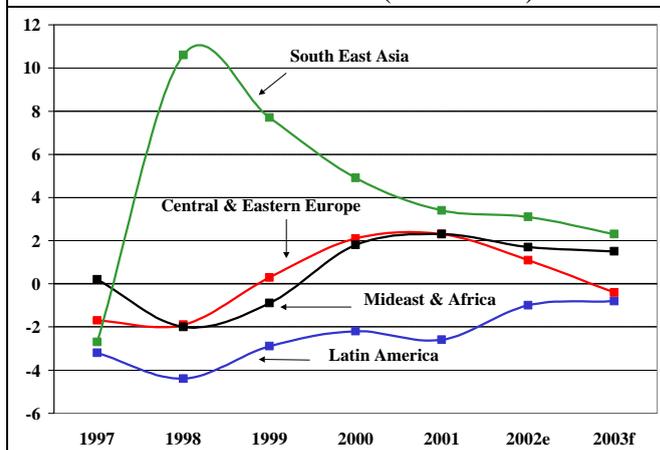
Emerging Markets (Economy and Financing 1)

Emerging Market Economies' Output
(Real GDP, %)



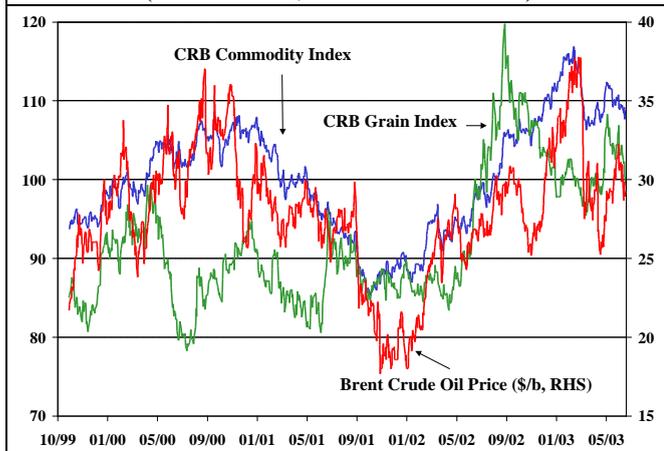
Source: Institute for International Finance

Emerging Market Economies' Current-Account Balance
(% of GDP)



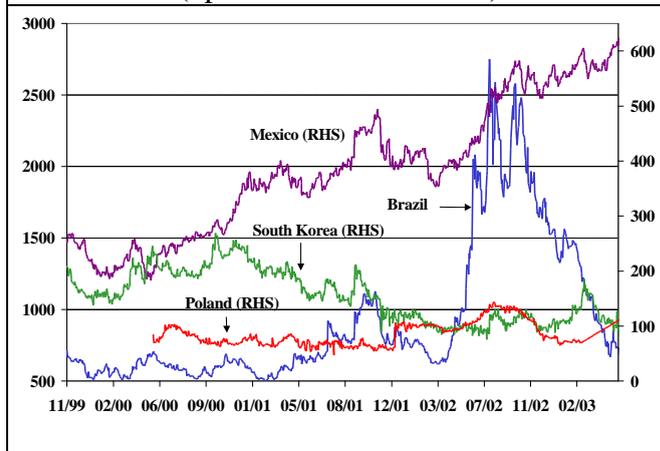
Source: Institute for International Finance

Commodity Prices
(for indexes, June 1998 = 100)



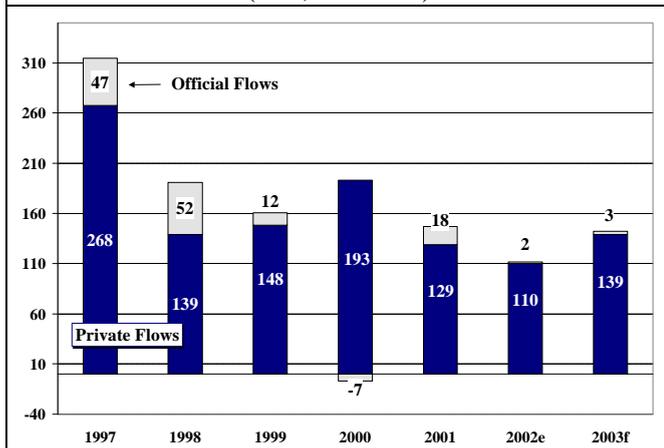
Source: Datastream

Comparative Spreads' Evolution by Countries
(bps over US Treasuries)



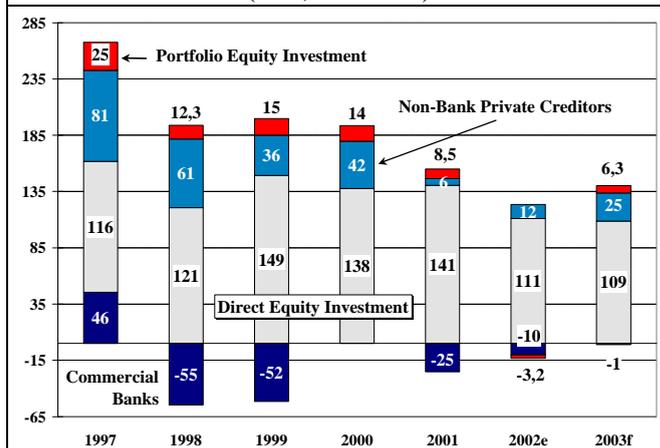
Source: Datastream

Capital Flows to Emerging Market Economies
(Net, USD bn)



Source: Institute for International Finance

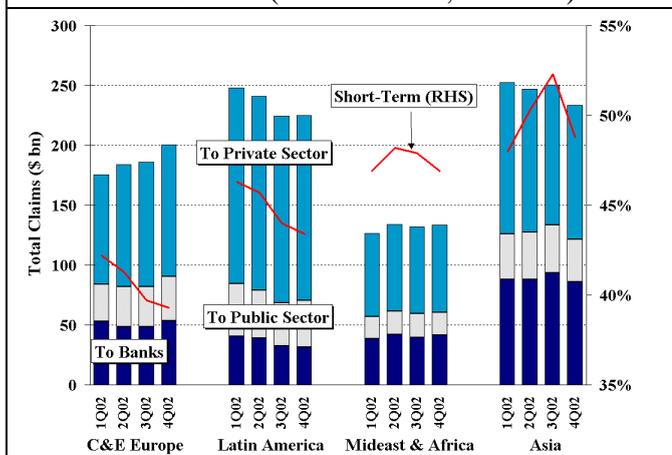
Private Flows
(Net, USD bn)



Source: Institute for International Finance

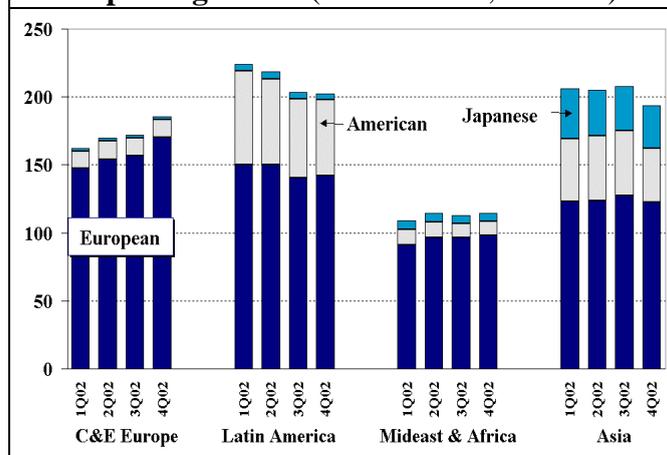
Emerging Markets (Economy and Financing 2)

International Bank Lending By Maturity And Sector (Total Claims, USD bn)



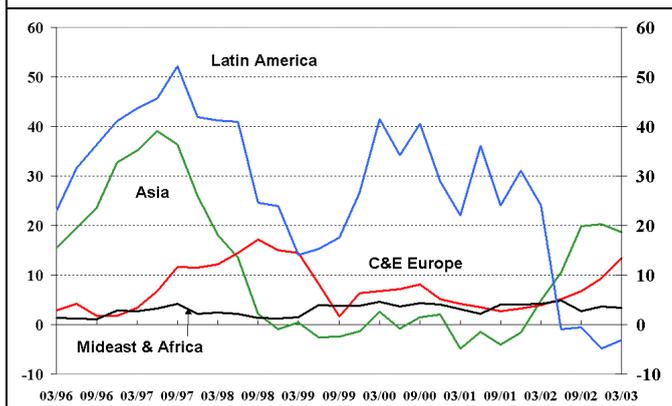
Source: Bank for International Settlements

International Bank Lending By Nationality Of Reporting Banks (Total Claims, USD bn)



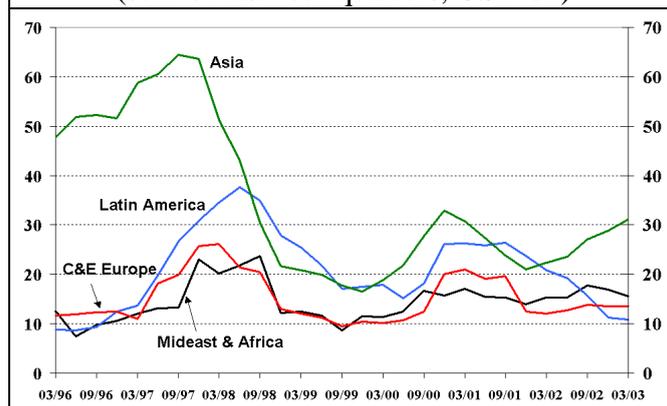
Source: Bank for International Settlements

International debt securities net issues (sum of last four quarters, USD bn)



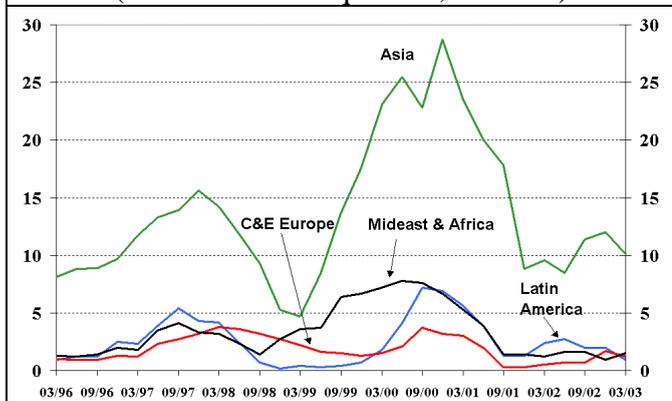
Source: Bank for International Settlements

Announced international syndicated credit facilities (sum of last four quarters, USD bn)



Source: Bank for International Settlements

International equity issues (sum of last four quarters, USD bn)



Source: Bank for International Settlements

Selected Bonds and Spreads (bps over US Treasuries)

	end-March 02	end-June 02	end-Sept 02	end-Dec 02	30/06/2003	Reference
Argentina	5689	6391	7108	7357	5726	ARGENT 11% 10/09/06
Brazil	623	1906	2580	1563	744	BRAZIL 9 3/8% 04/07/08
Mexico	356	435	582	575	604	MEX 9 7/8% 01/15/07
Venezuela	917	1193	1381	1365	1025	VENZ 9 1/8% 06/18/07
China	109	86	88	106	124	CHINA 7 3/4% 07/05/06
Malaysia	143	160	129	128	74	PETROL 7 1/8% 10/18/06
Thailand	98	107	115	133	98	THAI 7 3/4% 04/15/07
Indonesia	344	430	435	432	309	INDON 7 3/4% 08/01/06
Philippines	330	373	488	508	336	PHILIP 8 3/4% 10/07/16
South Korea	90	96	113	114	93	KOREA 8 7/8% 04/15/08
Poland	91	70	120	81	123	POLAND 7 3/4% 07/01/17
Russia	385	463	520	363	192	RUSSIA 10% 06/26/07
South Africa	211	222	279	229	128	SOAF 8 3/8% 10/17/06
Turkey	476	926	911	660	653	TURKEY 10% 09/19/07

Source : Datastream

Statistical appendix

Key Economic Indicators

	Real GDP % change			Current account balance % GDP			Fiscal balance % GDP			CPI inflation % change on year average		
	2001	2002e	2003f	2001	2002e	2003f	2001	2002e	2003f	2001	2002e	2003f
Argentina	-4,5	-10,9	3,5	-1,6	4,8	5,2	-5,6	-2,6	-3,7	-1,1	25,9	19,5
Brazil	1,5	1,5	1,4	-4,6	-1,7	-1,4	-5,2	-10,4	-7,2	7,7	12,5	13,0
Chile	2,8	2,2	2,8	-1,9	-1,7	-1,3	-1,6	-2,1	-2,0	3,6	2,1	3,0
Colombia	1,4	1,8	3,0	-1,9	-1,9	-2,6	-3,8	-4,0	-2,4	7,6	6,3	5,5
Mexico	-0,2	0,7	1,8	-2,9	-2,2	-2,3	-0,7	-1,2	-0,5	4,4	5,7	4,0
Venezuela	2,8	-8,9	-10,0	3,2	8,7	11,9	-4,5	-3,0	-2,0	12,4	31,2	37,6
China	7,3	8,0	7,5	1,5	2,0	1,8	-2,6	-3,0	-3,0	0,7	-0,8	1,0
India	5,4	4,8	5,5	0,3	0,2	0,1	-6,1	-5,8	na	3,6	2,9	2,9
Indonesia	3,5	3,6	3,0	4,7	4,1	2,5	-3,7	-1,7	-1,8	11,5	11,9	7,5
Malaysia	0,3	4,1	4,2	8,3	7,6	7,5	-4,8	-4,3	-5,5	1,4	1,8	1,8
Philippines	3,2	4,6	3,5	0,4	2,3	0,5	-4,3	-6,8	-7,3	6,1	3,1	3,0
South Korea	3,0	6,0	4,0	2,1	1,5	1,0	1,3	3,0	0,5	4,1	2,8	3,0
Thailand	1,9	5,2	4,9	5,4	6,0	4,8	-3,5	-3,1	-1,9	1,7	0,6	2,1
Bulgaria	4,0	4,7	4,0	-6,2	-4,4	-4,5	-0,9	-0,7	-0,7	7,3	5,8	3,5
Czech Republic	3,3	2,0	2,5	-5,7	-6,4	-4,7	-5,2	-7,3	-8,0	4,7	1,8	0,5
Hungary	3,8	3,3	3,5	-3,3	-4,2	-4,5	-4,7	-9,6	-5,5	9,1	5,3	4,9
Poland	1,0	1,3	2,5	-4,1	-3,6	-3,8	-4,3	-5,2	-4,8	5,5	1,9	1,3
Slovakia	3,3	4,4	4,0	-8,2	-8,2	-6,2	-5,4	-7,2	-5,0	7,1	3,3	7,0
Romania	5,3	4,8	4,3	-5,9	-3,5	-4,2	-3,3	-2,9	-2,8	34,5	22,6	15,6
Russia	5,0	4,3	4,8	11,2	9,5	7,3	3,0	1,8	1,0	21,6	15,8	13,5
Algeria	2,1	4,1	4,5	12,9	8,6	10,9	3,9	-0,9	-6,0	4,2	1,4	4,0
Egypt	3,5	3,0	2,6	0,0	0,4	-0,7	-5,5	-5,9	-6,5	2,3	2,7	2,8
Lebanon	1,9	1,8	2,0	-22,9	-26,0	-22,0	-16,8	-15,9	-12,0	-0,4	3,3	1,2
Morocco	6,5	4,5	5,0	4,9	2,9	1,8	-8,8	-4,5	-6,0	0,6	3,0	2,3
Saudi Arabia	2,2	-2,0	1,5	8,1	4,8	3,5	-3,9	-3,4	-2,0	-0,8	-0,5	1,0
South Africa	2,8	3,0	3,2	-0,2	0,2	-0,3	-1,4	-1,6	-2,0	5,7	10,1	7,4
Tunisia	4,9	1,9	4,0	-4,6	-4,2	-4,2	-2,6	-2,6	-2,4	1,9	2,8	3,0
Turkey	-7,4	7,8	4,5	2,3	-1,0	-3,0	-21,0	-18,0	-14,0	54,4	45,0	28,0

Sources: Institute for International Finance, BNP PARIBAS

External Liquidity & Liability Indicators

	Official Reserves Excluding Gold (1)		Total External Debt			Debt-Service Ratio (4)	
	USD bn	Import cover months (2)	USD bn end 2002e	% of GDP end 2002e	% of exports (3) end 2002e	2002e	2003f
Argentina	11.4	9.3	142.0	139.6	444.3	63.7	75.1
Brazil	43.2	6.2	238.6	45.5	325.9	63.0	79.4
Chile	15.9	9.2	41.5	64.0	179.6	22.6	25.2
Colombia	10.5	6.8	39.6	48.8	261.8	55.9	54.3
Mexico	55.8	3.6	161.7	25.4	91.1	14.1	18.2
Venezuela	11.8	8.9	34.3	39.1	116.6	13.6	21.9
China	320.7	11.7	170.6	13.8	45.6	6.6	4.7
India	78.6	13.3	118.8	23.3	151.1	16.4	18.5
Indonesia	33.0	9.3	133.8	75.1	207.4	31.0	29.2
Malaysia	36.1	4.3	48.1	51.5	44.0	9.8	6.2
Philippines	13.2	4.0	60.3	78.3	133.5	19.4	19.3
South Korea	128.8	8.4	135.2	28.4	68.4	9.0	9.4
Thailand	38.0	6.2	63.8	50.8	74.8	15.1	11.0
Bulgaria	5.2	6.8	11.1	70.1	134.0	15.3	12.2
Czech Republic	25.9	6.6	26.3	37.8	55.4	8.6	6.1
Hungary	12.8	3.5	39.8	60.4	90.8	13.0	13.7
Poland	32.4	6.1	80.9	42.9	144.0	12.5	12.1
Slovakia	10.1	6.4	13.2	55.6	75.4	12.5	14.0
Romania	6.4	4.0	14.4	31.9	90.6	19.5	15.2
Russia	61.1	11.2	141.4	40.9	135.3	19.9	16.0
Algeria	23.2	16.6	22.9	41.1	111.3	18.4	18.1
Egypt	14.3	8.7	28.7	32.6	176.2	11.2	16.9
Lebanon	9.7	15.7	7.5	42.7	419.2	92.7	80.5
Morocco	9.5	8.3	15.4	41.5	137.5	25.9	22.2
Saudi Arabia	20.6	5.0	28.8	15.5	39.1	7.9	6.5
South Africa	6.0	2.0	33.8	31.5	90.5	13.3	9.9
Tunisia	2.5	2.7	13.1	62.1	142.3	16.6	16.9
Turkey	28.5	6.3	134.6	73.8	238.5	62.3	49.0

Sources: Institute for International Finance, BNP Paribas

(1) Month: April or May 2003

(2) Imports of goods & services and income

(3) Exports of goods & services and income

(4) Debt service in % of exports of goods & services and income