

**DEGRADATION JUSQU'A PRESENT PLUTOT MODEREE
DU RISQUE PAYS AU REGARD DE L'AMPLEUR DE LA CRISE**

Dans les pays émergents, la reprise se confirme. La dégradation du risque pays a été dans l'ensemble bien moindre que ce que pouvait laisser craindre la profondeur de la récession. Après avoir examiné la situation et les perspectives conjoncturelles des pays émergents (partie I), des leçons provisoires des effets de la crise sur le risque pays sont tirées. L'évolution du risque pays en fonction des perspectives économiques est examinée (partie II).

I – SITUATION ET PERSPECTIVES CONJONCTURELLES DES PAYS EMERGENTS

1.1 - Emmenée par l'Asie, la reprise se confirme

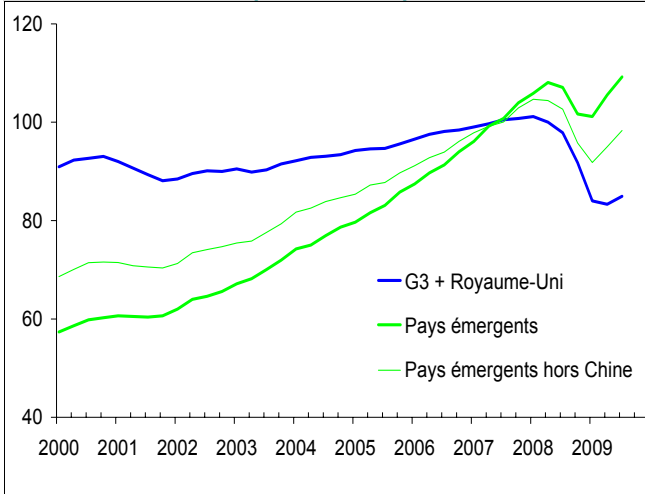
Le point bas de l'activité industrielle mondiale a bien été atteint au printemps 2009. Bien qu'encore partiels, les chiffres du troisième trimestre indiquent une reprise dans les pays avancés et la poursuite du rebond déjà observé au deuxième trimestre dans les pays émergents (tableau ci-dessous et graphique 1). Au sein des zones émergentes, c'est en Asie que le redressement est le plus sensible.

(% variation trimestrielle annualisée)		T4 08	T1 09	T2 09	T3 09
PIB	G3 + RU	-7,1	-8,5	-0,5	-
	Pays émergents	-4,4	-3,4	7,0	-
	<i>Hors Chine</i>	-8,0	-8,4	4,9	-
Production industrielle	G3 + RU	-22,5	-29,9	-3,2	8,2(e)
	Pays émergents	-18,7	-2,1	18,6	14,6(e)
	<i>Hors Chine</i>	-24,2	-15,6	14,6	14,7(e)

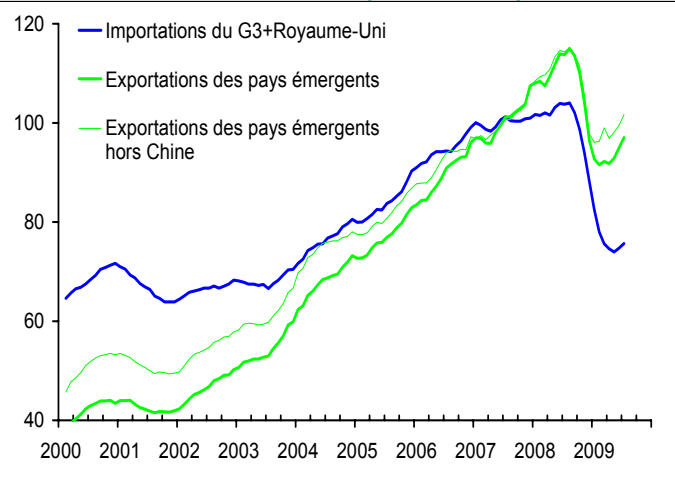
Sources: Instituts Statistiques Nationaux - BNPP CIB - Economic Research - Country Risk

Guy LONGUEVILLE
François FAURE
☎ +33 (0)1.43.16.95.40
guy.longueville@bnpparibas.com

Graphique 1 : Production industrielle (2007=100)¹



Graphique 2 : Echanges extérieurs de marchandises (2007=100)²



1/ pondération PIB PPA 2005

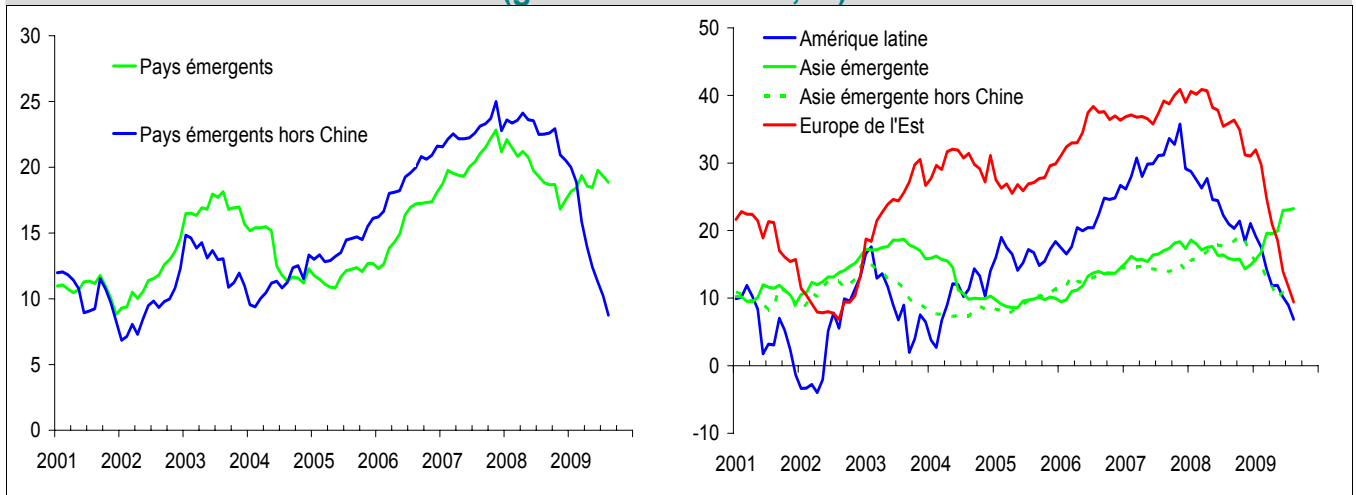
2/ hors énergie et en monnaie locale (conversion en dollars au taux de change de 2005)

Sources: Instituts Statistiques Nationaux – Banques centrale - calculs: BNPP CIB – Economic Research – Country Risk

Cependant, le rebond dans les pays émergents repose encore sur des bases fragiles.

- La reprise industrielle est tirée avant tout par la reconstitution des stocks.
- Compte tenu de l'ampleur de son plan de relance et de son poids dans l'ensemble des pays émergents, **la Chine donne une image un peu trompeuse de la vigueur de la reprise.** Ainsi, hors Chine, la production industrielle des émergents est encore inférieure à son niveau du troisième trimestre 2008. De même, hors Chine, le crédit domestique continue de ralentir (graphique 3).

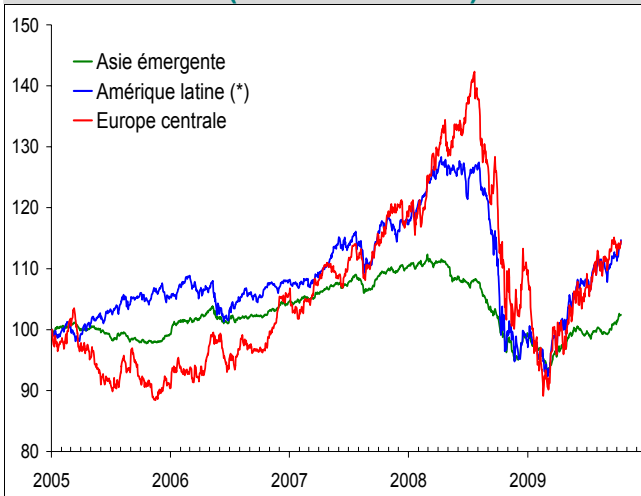
Graphique 3 : Crédit bancaire (glissement annuel, %)



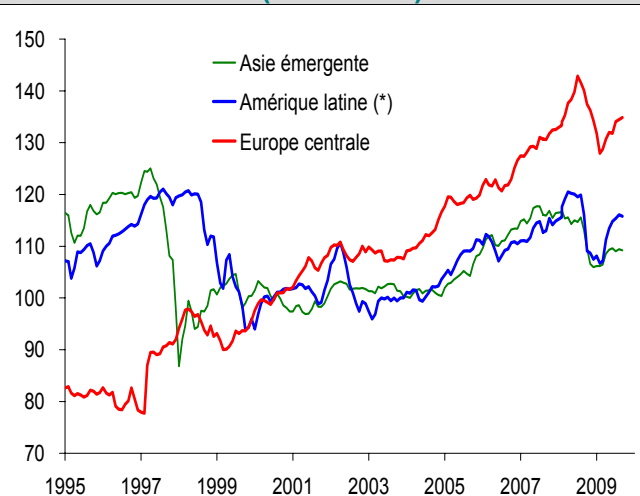
Sources: FMI - Banques centrales - BNPP CIB – Economic Research – Country Risk

Les échanges commerciaux ont repris depuis l'été mais sur un rythme bien moins soutenu que la production industrielle (graphique 2). Le taux de fret maritime mondial, indicateur avancé des échanges extérieurs, a même rechuté durant l'été. Par ailleurs, la réappréciation de la plupart des devises émergentes par rapport au dollar (graphique 4) a effacé une bonne partie des gains de compétitivité change (Amérique latine notamment). Enfin, les monnaies d'Europe centrale, dont la monnaie de référence est généralement l'euro, continuent de s'apprécier en termes réels par rapport aux devises asiatiques (graphique 5).

Graphique 4 : Taux de change contre USD (01/01/2005=100)



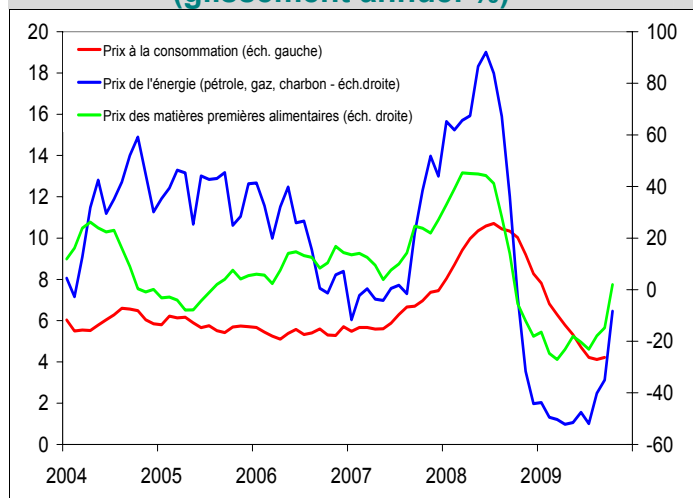
Graphique 5 : Change effectifs réels (2000=100)



(*) hors Argentine et Venezuela Sources : IIF- BNPP CIB – Economic Research – Country Risk

■ Signe de la faiblesse de la demande interne privée, l'inflation des prix à la consommation est restée insensible au redressement du prix de l'énergie et des matières premières alimentaires (graphique 6).

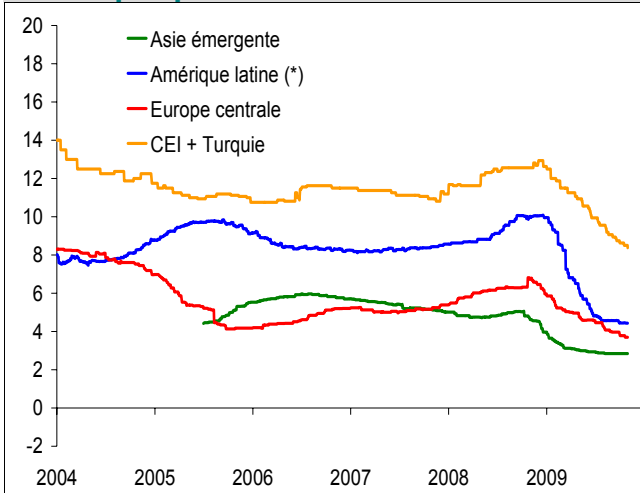
Graphique 6 : Prix à la consommation et prix des matières premières (glissement annuel %)



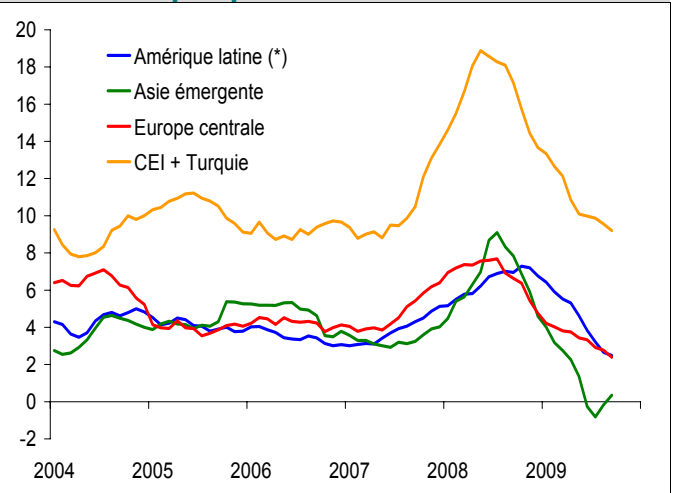
Sources : FMI - BNPP CIB – Economic Research – Country Risk

■ Enfin, l'assouplissement des politiques monétaires, déjà en retard sur la désinflation, touche à sa fin, comme c'est déjà le cas en Asie (graphiques 7 et 8).

Graphique 7 : Taux d'intérêt directeurs



Graphique 8 : Taux d'inflation

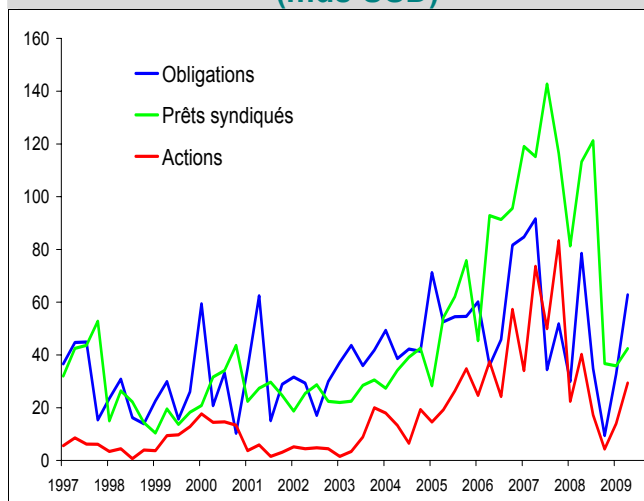


(*) hors Argentine et Vénézuéla Sources :Ecowin - BNPP CIB – Economic Research – Country Risk

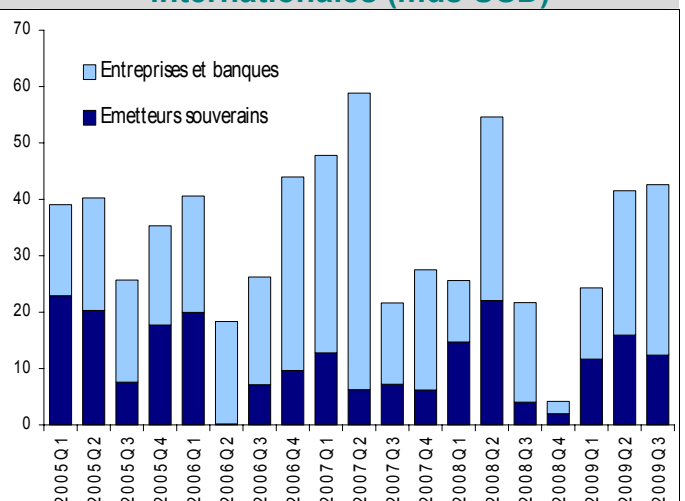
1.2 - Un accès plus facile aux financements internationaux

Les pays émergents ne semblent pas souffrir d'un effet d'éviction de la part des émetteurs souverains des pays développés. La reprise des émissions internationales obligataires, déjà observée au deuxième trimestre, s'est confirmée durant l'été, tant pour les émetteurs souverains que pour les *corporate* (graphiques 9 et 10). D'après la BRI, de seulement USD 9 milliards au dernier trimestre 2008, elles ont atteint USD 63 milliards au deuxième trimestre 2009. D'après les données de l'IIF (sur un échantillon plus restreint que celui de la BRI), elles sont restées tout aussi soutenues au troisième trimestre qu'au second autour de USD 40 milliards.

Graphique 9 : Emissions internationales (mds USD)



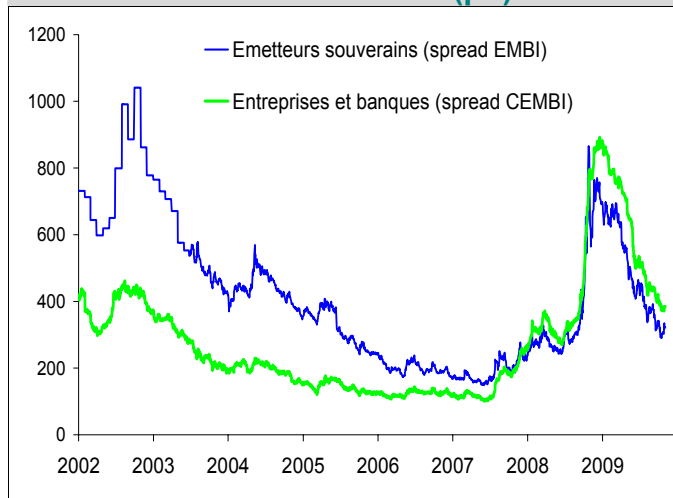
Graphique 10 : missions d'obligations internationales (mds USD)



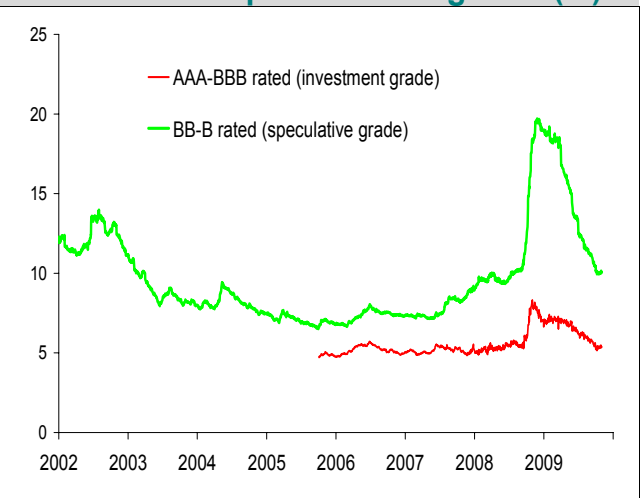
Sources : BRI - IIF

Parallèlement, les primes de risques sur la dette externe ont continué de se détendre (graphique 11) sans pour autant retrouver leur niveau d'avant la crise. A la fin octobre, le spread EMBIG (source JP Morgan-Chase) était revenu à 330 points de base et le *spread* pour les *corporate* (source Crédit Suisse) à 440 points de base (contre respectivement 800 et 1 200 au paroxysme de la crise mi-septembre 2008 lors de l'annonce de la faillite de Lehman Brothers). **Mais, comme dans le même temps, les rendements obligataires US de référence sont passés de 5% (mi-2007) à 3,5%, les émetteurs *corporate* notés « investment grade » bénéficient de conditions de financement aussi favorables qu'avant la crise** (cf. graphique 12).

Graphique 11: Spreads contre benchmarks US (pb)



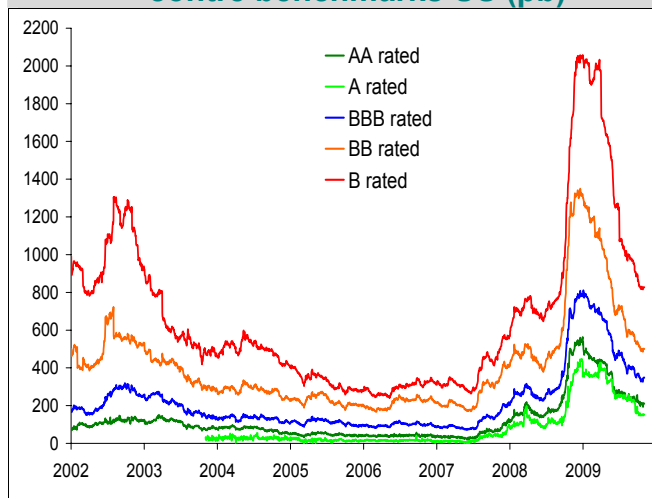
Graphique 12 : Coût de financement en dollars des corporates émergents¹ (%)



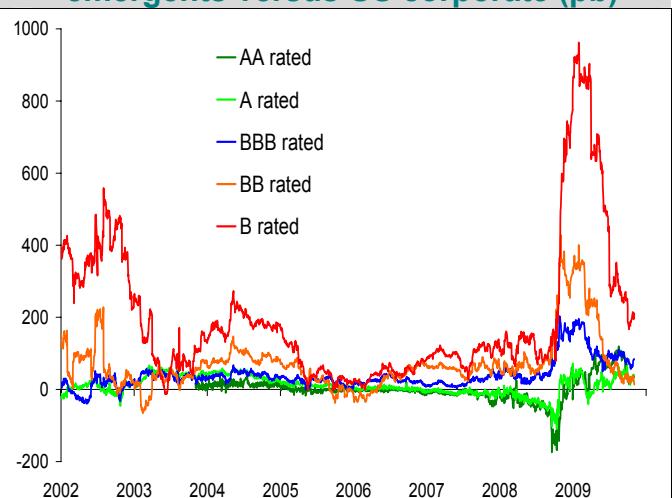
Sources: JP Morgan-Chase (EMBI) – Crédit Suisse (CEMBI)

Les investisseurs font preuve cependant de plus de sélectivité. Ainsi, l'échelle des spread selon le niveau de rating est beaucoup moins écrasée qu'elle ne l'était durant la période 2006-2007, quel que soit le référentiel de comparaison (les *corporate* émergents entre eux (graphique 13) ou les *corporate* émergents vis-a-vis des *corporate* US (graphique 14)).

Graphique 13: Spreads corporate émergents contre benchmarks US (pb)



Graphique 14: Spreads corporate émergents versus US corporate (pb)



Sources: JP Morgan-Chase (EMBI) – Crédit Suisse (CEMBI) 1/ T-bonds US 10 ans + spread

1.3 – Prévisions et principaux aléas

Pour 2010, l'environnement international n'est pas très porteur pour les pays émergents. Les prévisions tant sur la croissance des pays développés que sur celles des matières premières hors pétrole restent très prudentes (respectivement 1,5% et 2,5% seulement).

■ Cependant nous avons révisé en hausse nos prévisions de croissance de 0,6% à 1,2% pour 2009 et de 4,2% à 5,5% pour 2010 malgré un acquis très négatif à la fin du premier trimestre (-2,5% hors Chine). La croissance chinoise ne devrait finalement pas descendre en dessous de 8%, et les pays producteurs de pétrole pourraient bénéficier de prix du pétrole plus élevés que ce qui était anticipé en juin. Pour 2009, les performances relatives se creusent en faveur de l'Asie ; -0,8% hors Chine et Inde contre environ -3% pour l'Amérique latine et l'Europe centrale et -9% pour les principaux pays de la CEI (cf annexe).

Environnement international

		2008	2009	2010
Commerce mondial en volume (% var.)		3,0	-11,9	2,5
Prix des matières premières (hors pétrole) (% var.)		7,5	-20,3	2,4
Flux nets de capitaux privés vers les pays émergents (milliards de dollars)	Résidents + non-résidents (FMI)	129,5	-52,5	28,3
	Non-résidents (IIF)	649,1	348,6	671,8

Source : FMI (WEO Octobre 2009) – IIF (Octobre 2009)

Prévisions de croissance

	2008	2009	2010
Monde	2,7	-1,2	3,4
G3+UK	0,4	-3,5	1,5
Pays émergents	5,5	1,2	5,5
<i>Hors Chine et Inde</i>	3,8	-2,4	3,5
Amérique latine	3,8	-2,7	3,0
Asie émergente	6,9	4,9	7,4
Europe émergente	4,1	-6,4	3,0
Afrique - Moyen Orient	4,3	1,6	3,5

Source: BNP Paribas – CIB – Economic Research

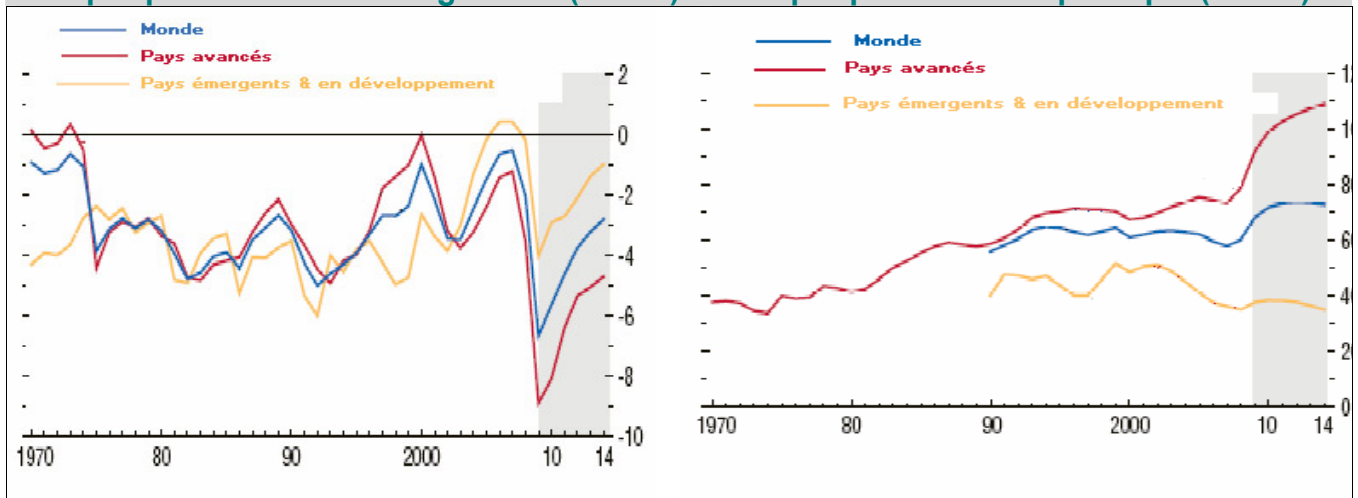
■ Contrairement aux pays avancés, la dégradation générale des finances publiques ne nous semble pas constituer un risque majeur pour les pays émergents, ni en termes de stabilité macroéconomique, ni même en termes de



financement. Premièrement, l'augmentation de la dette publique ne devrait être que transitoire (graphiques 15 et 16). Deuxièmement, comme mentionné ci-avant, les Etats peuvent se financer sur les marchés internationaux à des conditions presque aussi favorables qu'avant la crise. Troisièmement, avec le ralentissement du crédit au secteur privé et la hausse du taux d'épargne des ménages, **la liquidité des secteurs bancaires**, déjà, en moyenne, structurellement élevée dans les pays émergents, **devrait se renforcer malgré l'augmentation du coût du risque de crédit. Les besoins de financements publics devraient pouvoir se substituer aux besoins de financements privés sans générer de tensions sur les taux d'intérêt domestiques.**

Graphique 15 : Soldes budgétaires (% PIB)

Graphique 16 : Dette publique (% PIB)



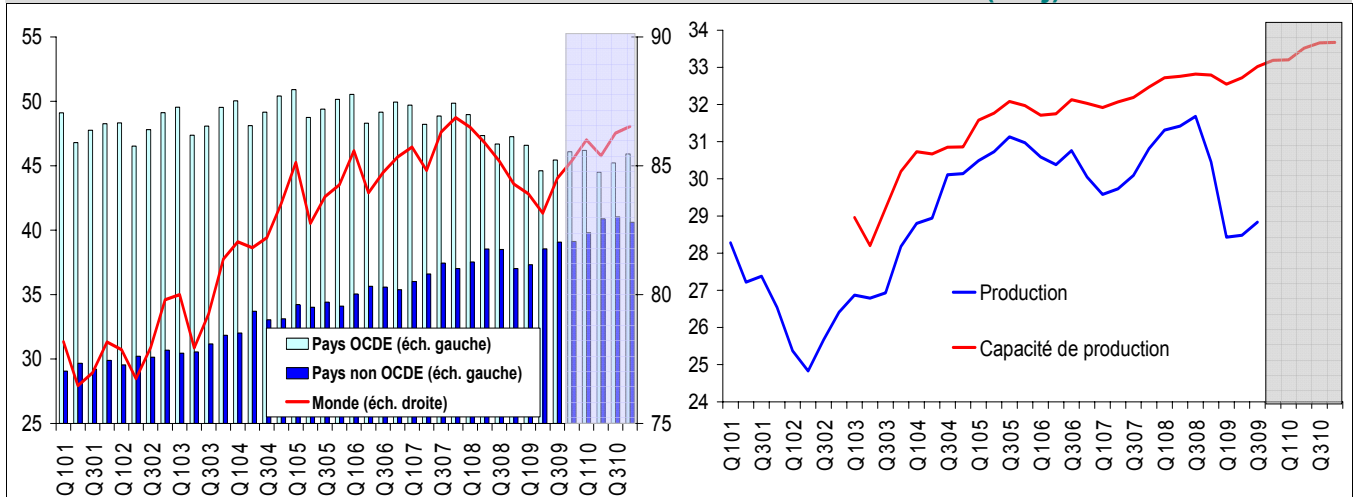
Source: FMI (WEO Octobre 2009)

■ **Les risques nous semblent surtout résider dans les dynamiques spéculatives** qui se sont développées depuis le début de l'année, **notamment sur les prix du pétrole et sur les marchés d'actions.**

Les prix du pétrole ont plus que doublé depuis la mi-février. La demande de pétrole s'est effectivement redressée conjointement à la production industrielle, à partir du deuxième trimestre pour les pays émergents, au troisième trimestre pour les pays avancés. Mais les stocks restent très élevés et, d'après l'AIE et l'OPEP, la demande de pétrole n'augmenterait que de respectivement 0,8% et 1,5% en 2010 (graphique 17). Du côté de l'offre, la marge de production de l'OPEP n'a jamais été aussi importante (graphique 18). Même si le cartel semble se satisfaire d'un niveau de prix entre 70 et 80 dollars le baril, il pourrait être tenté de relever les quotas de production. Les fondamentaux (déséquilibre offre/demande, niveau des stocks, utilisation des capacités de production) militent donc plutôt pour une stabilisation des prix à leur niveau actuel.

Graphique 17 : Demande de pétrole (mbj)

Graphique 18 : Production de l'OPEP (mbj)

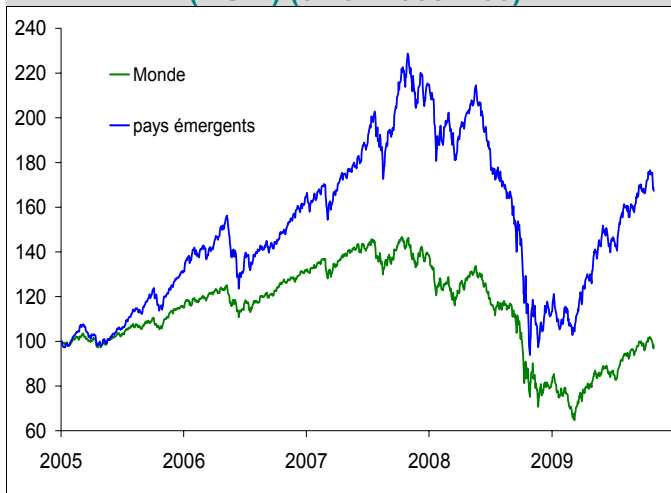


Sources: EIA- IEA

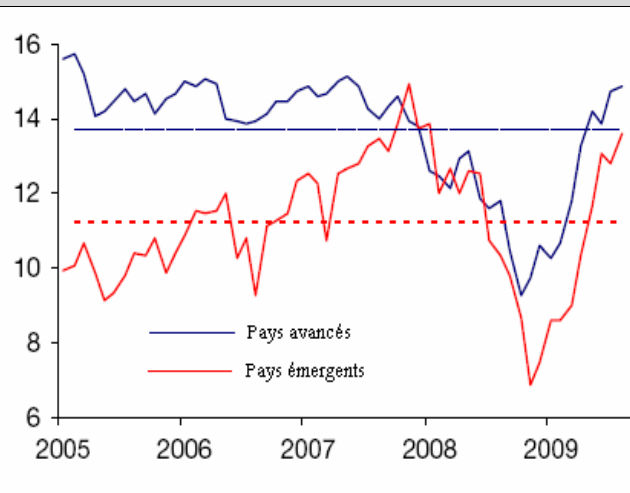
Cependant, les matières premières en général, et le pétrole en particulier, sont utilisés actuellement non seulement comme instruments de spéculation mais aussi comme instruments de couverture face à la baisse du dollar. Ainsi, les positions nettes acheteuses sur le New York Mercantile Exchange (NYMEX) ont été multipliées par 2 depuis le mois de mai. Comme le coût de portage est très faible, ces positions peuvent être maintenues, entretenant les pressions haussières sur les prix. Le risque est évidemment que, en cas de réappréciation du dollar, les stratégies de couverture disparaissent et conduisent à un réalignement des prix sur les fondamentaux.

En ce qui concerne les marchés d'actions, l'analyse des risques est assez similaire. Depuis le début de l'année, l'indice MSCI émergents a rebondi d'environ 70% (graphique 19) propulsant les multiples de valorisation (PER) à un point haut historique (graphique 20). Les fonds d'investissement ont massivement réalloué leurs liquidités vers les marchés d'actions émergents. Les stratégies de *carry trade* sont devenues particulièrement rémunératrices compte tenu du coût de financement en dollar quasi nul.

Graphique 19 : Indice des marchés d'actions (MSCI) (01/01/2005=100)



Graphique 20 : Cours sur bénéfice par action



Sources: Morgan Stanley, IIF

II – LEÇONS PROVISOIRES DE L'EFFET DE LA CRISE SUR LE RISQUE PAYS ET PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION

Dans la première phase de la crise (mi-2007 - mi-2008), l'économie des pays émergents et en développement (PED) a plutôt bien résisté, pour ensuite accuser un violent à-coup conjoncturel (T4 08 - T1 09) dont la plupart sortent depuis T2 09, sans dégradation excessive des déséquilibres macroéconomiques. Aujourd'hui, la reprise technique est en cours, particulièrement en Asie (cf. partie I), avec des incertitudes sur sa consolidation en 2010-2011¹.

2.1 En tendance, la crise a interrompu l'amélioration du risque pays des années antérieures mais n'a pas entraîné de dégradation marquée ...

- Sauf exception (Equateur), il n'y a pas eu matérialisation du risque pays dans ses composantes traditionnelles (risques de non transfert et souverain). Toutefois, sans aides financières d'urgence, le risque souverain et/ou le risque de non transfert se seraient matérialisés dans plusieurs pays d'Europe de l'Est (Hongrie, Kirghizstan, Lettonie, Roumanie, Ukraine).
- La dégradation des risques de marché n'a été que temporaire (T4 08 ; T1 09) et n'a pas généré de tensions persistantes sur les primes de risque, les taux de change ou les cours boursiers.
- La dégradation du risque de crédit a été plutôt conjoncturelle et modérée au regard de l'ampleur de la récession : «l'élasticité» de la montée des créances douteuses à l'ampleur de la récession est jusqu'à présent plus faible que durant la période 1994-2002 (pour les pays qui ont connu des récessions d'ampleur comparable) en raison :
 - du désendettement de la première partie des années 2000 ayant renforcé la solvabilité des entreprises ;

¹ Incertitudes exprimées lors du « Economic Advisory Committee » de l'IIF tenu à Sao Paulo les 5-6 novembre derniers.



- de taux d'intérêt réels plus bas ;
- d'un rationnement du crédit par les banques limité ;
- du caractère transitoire des risques de marché qui ne détériore pas trop les bilans (sauf pour les entreprises/ménages ayant eu recours au financement en devises).

■ Sauf exceptions (Kazakhstan, Ukraine, Lettonie et dans une moindre mesure Hongrie et Roumanie), la dégradation du risque bancaire a été limitée surtout relativement aux pays développés (UE, US, Suisse, etc.)

2.2 ... Mais il y a de larges exceptions à ce schéma d'ensemble

■ **Le risque souverain monnaie locale/devises est en hausse** pour les pays à déficit et dette publics préalablement élevés, à croissance potentielle modeste et faible capacité politique à rétablir les finances publiques dans les prochaines années. C'est déjà le cas de la plupart des pays d'Europe centrale,² des pays Baltes mais aussi, potentiellement, et dans une moindre mesure, du Brésil, du Mexique, de l'Indonésie et de la Turquie. Le risque souverain se dégrade également pour **les pays pauvres d'Afrique subsaharienne** où la liquidité de l'Etat est précaire malgré les abandons de dette accordés dans le cadre des initiatives PPTTE.

■ **L'augmentation du risque de crédit peut se prolonger bien au-delà de la phase récessive pour les pays** à fort *leverage*, endettés en devises et à régime de change flexible vulnérable. Dans ce cas, l'élasticité des créances douteuses au cycle conjoncturel peut être très élevée³.

■ **Le risque de crédit prend un caractère systémique** quand aux caractéristiques ci-dessus s'ajoutent une forte **dollarisation de l'économie locale** (Ukraine, dans une moindre mesure Russie) et **une fragilité du secteur bancaire** : très faible efficacité de la politique monétaire, insuffisante liquidité, *credit crunch*.

■ **Le risque bancaire est élevé et peut prendre un caractère systémique pour les mêmes pays que ceux décrits ci-dessus, à risque de crédit élevé, voire systémique.**

Dans les PED, la matérialisation du risque bancaire a été lié au risque de crédit des entreprises et des ménages, mais guère aux risques pris dans les activités de marché. Toutefois, en interaction des risques de crédit et de marché, quelques pays, dont les banques ont largement financé des crédits spéculatifs, ont connu récemment des difficultés dans leur secteur bancaire : Nigéria, dans une moindre mesure Dubaï.

2.3 Le problème spécifique de l'interaction entre le retournement du cycle accompagné de stress financier et la faiblesse récurrente du « State or Corporate Governance »

■ Les cas relevant de cette problématique sont connus (notamment, Algérie, Arabie Saoudite, Kazakhstan, dans une moindre mesure, Russie). Ils vérifient une ou plusieurs des caractéristiques suivantes :

² Bulgarie exceptée.

³ Exemples de la Pologne et de la République tchèque. En 2009, le PIB ralentit en Pologne et recule en République tchèque. Mais la montée des prêts non performants est plus importante en Pologne qu'en République tchèque car l'endettement des entreprises et des ménages en devises y est plus élevé et la dépréciation du taux de change plus prononcée.



- **Non-respect des engagements internationaux lié à la nature ou au mode d'exercice du pouvoir** (pouvoir autocratique, pouvoir oligarchique instable, corruption originant/structurant l'exercice du pouvoir) et / où **lié à l'exploitation d'une position stratégique** (faible dépendance financière internationale ou fort potentiel de « chantage » géopolitique) ;
 - **Montée du nationalisme impliquant une discrimination inscrite dans la loi ou bien exprimée dans son application vis-à-vis des investisseurs étrangers ;**
 - **Fiabilité médiocre des bilans, opacité de la structure des groupes couplée à la faiblesse de l'Etat de droit concernant le respect des contrats ;**
 - **Gestion financière risquée de grands groupes** même dans des pays où le « State Governance » est convenable (Département de la Trésorerie fonctionnant comme un fonds spéculatif : grands groupes au Brésil, Corée, Inde, Mexique)
- **Dans tous ces cas de figures, même si le pays présente des fondamentaux macroéconomiques acceptables, le risque de crédit peut se matérialiser dans des proportions importantes quand la conjoncture se retourne.**

2.4 Scénario mondial et risque pays à horizon 2010-2012

■ **En sortie de crise, la position et les perspectives économiques des PED relativement à celles des pays du G3 (UE, US, Japon) seront au moins aussi bonnes que lors des années 2004-07, probablement meilleures.**

On peut avancer les raisons suivantes :

- L'écart de croissance potentielle entre les PED et les pays avancés se creuse⁴ ;
- Les finances publiques y sont moins dégradées (sauf pour certains pays d'Europe de l'Est) ;
- La position financière extérieure des PED sort indemne voire renforcée avec des réserves de changes toujours en augmentation. D'où un attrait accru des investisseurs

D'où un attrait accru des investisseurs internationaux pour les pays émergents, déjà sensible cette année.

■ **Risques associés à ces perspectives : gérer une entrée forte, voire excessive, de capitaux de toute nature**

Dans un contexte où la liquidité mondiale est durablement abondante, l'engouement justifié pour les pays émergents induit un risque latent de bulles de prix d'actifs ou de crédit. Ce dernier est nourri, en plus de l'achat d'actifs en monnaie locale par des non-résidents, de la croissance des réserves de changes (volonté de limiter l'appréciation de la monnaie), de la base monétaire, de la liquidité, etc.

■ **Incertitudes sur le scénario global et effets sur PED**

Au sortir de la reprise « technique » et des effets des plans de relance, les perspectives économiques dans les pays développés sont incertaines. 2011 pourrait être moins bon que 2010. Les pays du G7 n'auront plus les moyens d'un deuxième plan de relance si ces derniers s'avéraient nécessaires.

Quelles conséquences sur le risque pays ?

A la différence des pays du G7, nombre de PED disposent encore de marges de manœuvre budgétaire pour relancer de nouveau, le cas échéant, l'activité.

Mais il ne faut pas sous-estimer, en cas de croissance affaiblie par la conjoncture internationale, **la montée du risque sociopolitique** en plus des risques traditionnels de crédit, souverain, etc.

⁴ A horizon 2014, le FMI estime le potentiel de croissance des Etats-Unis à seulement 2% (alors qu'il était compris entre 2,5% et 3% sur la période 2000-2007) et celui de la zone euro ne dépasserait pas 1,5%. La croissance potentielle en Asie est estimée à 10%.



CONCLUSIONS

■ **En sortie de crise, les PED sortent renforcés relativement aux pays du G3 sur le plan des fondamentaux économiques.**

■ **A ce stade de sortie apparente de récession, l'évolution du risque pays est probablement à la croisée des chemins.** Les risques souverains et de non-transfert ne sont guère, en moyenne, dégradés. La hausse du risque de crédit aura été bien moindre que ce que pouvait laisser craindre l'ampleur de la crise, avec toutefois des différences sensibles suivant les pays.

■ **Si le scénario mondial évolue favorablement, il devrait être possible de retrouver en tendance l'amélioration du risque pays qui a prévalu sur la période 2003-07. Mais :**

1/ Les aléas sur le scénario mondial restent trop importants pour qu'un tel mouvement soit préempté dès maintenant.

2/ Les risques élevés de bulle pour les prix d'actifs (y compris *commodities*), le crédit, le taux de change (appréciation excessive), doivent être associés aux remarques faites ci-dessus sur la faiblesse du « State or Corporate Governance » : les tentations d'investissements hasardeux ou spéculatifs sont d'autant plus fortes que l'opacité, l'impunité ou la corruption les favorisent. Le risque de crédit se matérialise « naturellement » quand le prix des actifs chute brutalement.

3/ On ne constate guère d'amélioration cette année du « State or Corporate Governance ». On verrait même plutôt se renforcer la montée du populisme (Afrique du Sud, certains pays de l'Asean et de l'Amérique latine, etc.).

Annexe : Prévisions Macroéconomiques

	Croissance réelle (var. annuelle)			Solde courant (% du PIB)			Solde budgétaire (% du PIB)			Inflation (var. annuelle moyenne)		
	2008	2009f	2010f	2008	2009f	2010f	2008	2009f	2010f	2008	2009f	2010f
Pays émergents	5.5	1.2	5.5	3.9	2.3	2.6	-0.1	-4.5	-4.3	8.4	3.8	4.3
hors Chine et Inde	3.8	-2.4	3.5	2.2	0.7	1.1	1.0	-4.3	-3.2	9.4	6.2	5.4
BRIC	7.5	4.0	7.4	5.6	4.0	3.7	-1.1	-5.0	-5.3	7.6	2.2	3.4
Pays producteurs de pétrole et de gaz	4.2	-3.1	3.9	8.3	1.6	3.1	4.3	-4.3	-2.5	12.8	9.5	7.5
Autres	5.9	2.7	6.0	2.0	2.6	2.3	-1.7	-4.6	-4.9	6.9	1.9	3.3
Amerique latine	3.9	-2.7	3.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.5	-3.0	-2.2	7.9	7.0	6.4
Argentine	6.8	-2.5	1.5	1.4	4.4	4.9	1.3	-1.0	-1.0	8.6	6.0	5.5
Bésil	5.1	-0.5	3.5	-1.8	-1.1	-1.3	-1.5	-3.2	-2.8	5.7	5.0	4.5
Chili	3.2	-1.5	4.0	-2.0	-0.5	-1.1	4.7	-4.0	-0.5	8.7	2.0	3.0
Colombie	2.5	0.0	2.8	-2.8	-3.0	-3.0	-1.5	-3.0	-3.5	7.0	4.5	4.0
Mexique	1.3	-6.8	3.5	-1.4	-1.2	-2.0	-0.1	-3.0	-1.5	5.1	5.2	3.5
Venezuela	4.8	-2.8	0.5	12.3	1.8	5.4	-2.0	-5.0	-3.0	30.4	32.0	35.0
<i>(*) inflation observée et prévue calée sur les estimations officielles</i>												
Asie	6.7	4.9	7.4	6.1	5.2	4.7	-1.6	-4.5	-5.0	6.5	0.5	2.8
Hors Chine et Inde	2.9	-0.8	4.3	3.1	4.4	3.6	-0.3	-3.4	-3.0	5.7	1.5	2.8
Chine	9.0	8.0	9.0	9.8	6.8	6.4	-0.4	-4.1	-4.7	5.9	-0.5	2.0
Hong-Kong	2.4	-3.0	3.5	14.2	11.5	11.0	0.2	-4.0	-4.0	4.3	0.5	2.0
Inde (*)	6.7	5.5	7.5	-2.6	-1.3	-1.5	-6.1	-6.8	-8.5	8.3	1.4	4.7
Indonésie	6.1	4.5	5.5	0.1	1.1	0.4	-0.1	-2.5	-2.0	9.8	5.2	5.7
Malaisie	4.6	-3.0	4.0	17.9	14.1	12.5	-4.8	-7.0	-8.7	5.4	-0.3	1.6
Philippines	3.8	1.5	4.0	2.5	1.3	1.4	-1.3	-3.5	-3.0	9.3	2.7	3.8
Corée du Sud	1.1	-2.0	6.0	14.8	10.2	15.0	2.0	-2.0	3.0	6.5	0.0	1.0
Singapour	2.2	-1.0	4.0	-0.7	3.0	1.2	1.2	-2.5	-2.5	4.7	2.2	2.2
Taiwan	0.1	-4.0	3.0	6.4	6.7	7.0	-1.5	-3.8	-4.0	3.5	-1.0	1.5
Thaïlande	2.6	-3.0	5.0	-0.1	5.6	2.9	-0.3	-4.6	-3.2	5.5	-0.9	3.5
<i>(*) Indice des prix de gros - Croissance du PIB et solde budgétaire en année fiscale (08/09, 09/10, 10/11)</i>												
Europe de l'Est	4.1	-6.4	3.0	-1.0	-0.2	-0.3	0.1	-6.4	-4.8	11.8	8.3	5.3
Membres de l'UE (6)	4.5	-2.8	1.1	-7.1	-3.4	-3.4	-3.3	-5.9	-5.8	5.9	3.3	2.1
CEI (3)	5.0	-8.7	4.2	4.8	2.8	2.9	2.7	-6.7	-3.9	15.7	12.1	6.9
Rép. Tchèque	2.7	-4.0	1.5	-3.1	-2.0	-1.8	-1.5	-7.0	-5.0	6.3	1.0	0.0
Hongrie	0.6	-6.5	-0.5	-6.6	-1.5	-1.5	-3.3	-4.0	-4.0	6.1	4.0	3.0
Pologne	4.9	1.5	2.0	-5.5	-2.0	-2.5	-3.9	-6.0	-7.0	4.2	3.5	2.5
Rep. Slovaque	6.4	-5.0	2.0	-6.5	-5.5	-5.0	-2.3	-6.0	-5.8	4.6	1.5	2.0
Bulgarie	6.0	-6.0	-1.0	-23.0	-13.0	-10.0	1.8	-0.5	-1.0	12.0	2.5	0.0
Roumanie	7.1	-7.5	0.0	-12.4	-5.5	-5.5	-5.5	-7.8	-6.5	7.8	5.7	3.5
Russie	5.6	-8.3	4.5	6.1	3.7	3.6	3.8	-7.0	-4.0	14.1	11.8	6.0
Ukraine	2.1	-15.5	4.0	-7.2	0.0	-1.0	-2.3	-6.5	-4.0	25.2	17.0	14.0
Kazakhstan	3.2	-1.6	1.3	5.1	-5.3	-0.7	-2.3	-3.0	-2.0	17.2	8.1	6.6
Turquie	0.9	-5.5	3.0	-5.7	-1.7	-2.9	-1.8	-6.6	-6.0	10.4	6.1	6.3
Afrique - Moyen Orient	4.3	1.6	3.5	11.2	-1.0	2.7	6.3	-4.1	-2.7	12.9	8.6	7.4
Maghreb - Afrique Sub saharienne	4.0	1.0	3.2	2.5	-6.0	-1.8	0.3	-5.4	-4.3	8.2	6.2	5.4
Algérie	3.0	1.6	3.4	20.6	-2.5	7.3	8.4	-7.0	-7.4	4.5	4.8	3.4
Maroc	5.6	4.3	2.5	-4.6	-5.4	5.3	0.3	-2.3	-2.2	3.9	2.1	2.0
Tunisie	4.6	2.5	3.4	-4.5	-3.4	-2.9	-1.2	-3.7	3.8	5.0	2.1	2.8
Nigeria	5.3	2.8	4.4	6.4	-10.0	-7.0	-2.7	-5.5	-4.5	11.6	10.3	8.5
Afrique du Sud	3.1	-1.5	2.5	-7.6	-5.8	-5.7	-1.3	-5.8	-4.8	9.5	6.1	5.6
Moyen Orient	4.5	2.0	3.7	15.7	1.5	5.0	9.7	-3.3	-1.8	15.5	9.9	8.5
Arabie Saoudite	4.4	-1.2	3.0	32.0	0.8	10.0	33.0	1.4	3.0	9.9	4.5	4.0
Egypte (*)	7.2	4.7	4.5	0.6	-2.0	-3.0	-7.0	-7.0	-9.4	11.7	10.0	7.5
Iran	2.5	4.0	4.0	6.7	3.0	3.6	1.1	-5.0	-2.0	25.4	18.0	15.0
Israël	4.0	0.1	2.4	1.0	3.2	2.4	-2.0	-6.0	-4.5	4.6	3.6	2.0
Liban	8.5	7.0	6.0	-11.6	-11.3	-10.5	-10.0	-9.0	-8.0	10.8	2.5	3.5
UAE	7.4	-2.6	2.7	22.0	3.8	9.0	30.0	3.0	8.0	12.3	-2.0	4.0

(*) Années fiscales 2007/08, 2008/09, 2009/2010 (juin-juillet)

Sources: IMF, IIF, BNP PARIBAS CIB Economic Research -Country Risk

Direction des Etudes Economiques

Philippe d'ARVISENET Chef Economiste	01.43.16.95.58	philippe.darvisenet@bnpparibas.com
ECONOMIES OCDE Philippe d'ARVISENET		
Eric VERGNAUD Responsable Economies OCDE Questions structurelles, Marché financier unique	01.42.98.49.80	eric.vergnaud@bnpparibas.com
Caroline NEWHOUSE-COHEN Conjoncture	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ETATS-UNIS, CANADA Jean-Marc LUCAS	01.43.16.95.53	jean-marc.lucas@bnpparibas.com
JAPON, AUSTRALIE, NOUVELLE-ZELANDE, BENELUX, PENSIONS, PREVISIONS A LONG TERME Raymond VAN DER PUTTEN	01.42.98.53.99	raymond.vanderputten@bnpparibas.com
ZONE EURO, ITALIE, MARCHE DU TRAVAIL ZONE EURO Clemente De LUCIA	01.42.98.27.62	clemente.delucia@bnpparibas.com
FRANCE, FINANCES PUBLIQUES ZONE EURO Frédérique CERISIER	01.43.16.95.52	frederique.cerisier@bnpparibas.com
ALLEMAGNE, AUTRICHE, SUISSE, ELARGISSEMENT UE Catherine STEPHAN	01.55.77.71.89	catherine.stephan@bnpparibas.com
ESPAGNE, PORTUGAL, GRECE, Philippe SABUCO	01.43.16.95.54	philippe.sabuco@bnpparibas.com
ROYAUME-UNI, PAYS NORDIQUES Caroline NEWHOUSE-COHEN	01.43.16.95.50	caroline.newhouse-cohen@bnpparibas.com
ECONOMIE BANCAIRE Laurent QUIGNON Responsable	01.42.98.56.54	laurent.quignon@bnpparibas.com
Céline CHOLET Philippe SABUCO	01.57.43.02.91 01.43.16.95.54	celine.choulet@bnpparibas.com philippe.sabuco@bnpparibas.com
RISQUES PAYS Guy LONGUEVILLE Responsable	01.43.16.95.40	guy.longueville@bnpparibas.com
François FAURE Flux de capitaux vers les pays émergents, Turquie	01 42 98 79 82	francois.faure@bnpparibas.com
ASIE Delphine CAVALIER Christine PELTIER	01.43.16.95.41 01.42.98.56.27	delphine.cavalier@bnpparibas.com christine.peltier@bnpparibas.com
AMERIQUE LATINE Sylvain BELLEFONTAINE Valérie Perracino	01.42.98.26.77 01 42 98 74 26	sylvain.bellefontaine@bnpparibas.com valerie.perracino@bnpparibas.com
AFRIQUE Stéphane ALBY Jean-Loic GUIEZE	01.42.98.02.04 01.42.98.43.86	stephane.alby@bnpparibas.com jeanloic.guieze@bnpparibas.com
EUROPE DE L'EST Europe centrale, Pays baltes, Pays balkaniques Alexandre VINCENT	0143.16.95.44	alexandre.vincent@bnpparibas.com
RUSSIE, ANCIENNES REPUBLIQUES SOVIETIQUES Anna DORBEC	01.42.98.48.45	anna.dorbec@bnpparibas.com
MOYEN-ORIENT – SCORING Pascal DEVAUX	01.43.16.95.51	pascal.devaux@bnpparibas.com

Nos publications

- **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.**
- **EcoWeek étudie des sujets économiques spécifiques et au cœur des débats (chaque vendredi).**
- **EcoFlash 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.**
- **EcoTV, le rendez-vous mensuel des économistes de BNP Paribas. Chaque mois, Philippe d'Arvisenet et ses équipes décodent pour vous l'actualité économique et financière sur le plateau d'EcoTV en français et en anglais. Vous pouvez visualiser ces interviews via notre site internet.**

Pour recevoir directement nos publications, vous pouvez vous abonner sur notre site

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 quelque 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 (2009). Tous droits réservés