

Le risque pays : approche conceptuelle et approche pratique

par

Stéphanie Gautrieaud

ATER – Centre d'Economie du Développement – Université Montesquieu Bordeaux IV

Résumé :

Déjà évoqué dans les années 1970 par des économistes américains tels que Sargen, le concept de risque pays est revenu au devant de la scène économique suite aux crises financières des années 1990. La notion de risque pays n'est pas nouvelle dans la mesure où elle est inhérente aux échanges financiers entre deux entités économiques de pays différents. Le risque pays se manifeste dès lors que le remboursement normal de la créance étrangère est contrarié du fait des conditions économiques, politiques, sociales et financières sévissant dans le pays du débiteur. Cependant, comme aucune théorie du risque pays n'existe réellement, il nous est apparu nécessaire de mettre en relief l'ensemble des dimensions inhérent à ce concept. Pour ce faire, il est opportun de dégager les diverses composantes, classées selon trois angles d'approche complémentaires. Le type de crise fait référence à la nature de l'entité qui subit le risque pays avec la détermination du risque bancaire, du risque financier et industriel et, enfin, du risque commercial. La seconde approche s'intéresse à la nature du risque, c'est-à-dire aux caractéristiques de l'entité débitrice. Il s'agit là du risque souverain, du risque de non-transfert et du risque systémique. Enfin, le troisième angle d'analyse s'attache au type de crise, à l'origine des faits générateurs de crise et ce, grâce à la mise en exergue du risque politique et du risque économique-financier.

Abstract : Country risk : conceptual approach and empirical approach.

Already evoked in the years 1970 by American economists such as Sargen, the concept of country risk returned to the front of the economic scene following the financial crises of the years 1990. The concept of country risk is not new insofar as it is inherent in the swaps between two economic entities of different countries. The country risk appears since the normal refunding of the foreign credit is opposed because of the economic, political, social and financial conditions prevailing in the country of the debtor. However, as no theory of the country risk really exists, it appeared necessary to us to highlight the inherent whole of dimensions to this concept. With this intention, it is convenient to release the various components, classified according to three complementary angles of incidence. The type of crisis refers to the nature of the entity which undergoes the country risk with the determination of the banking risk, the financial and industrial risk and, finally, of the commercial risk. The second approach is interested in nature of the risk, i.e. with the characteristics of the debtor entity. It is of the sovereign risk, the risk of transfer and the systemic risk. Lastly, the third angle of analysis sticks to the type of crisis, the origin of the operative events of crisis and this, thanks to the forward setting of the political risk and the economico-financial risk.

Mots-clés : risque, risque pays, risque commercial, risque financier, risque bancaire, risque souverain, risque de non-transfert, risque systémique, risque politique, risque économique.

JEL classification : B4, F01, G11, G15, G22, O16

Sommaire

1. Introduction.....	1
2. Du point de vue de l'entité créditrice nationale : le type de risque.	3
1. <i>Les banques : le risque bancaire.....</i>	<i>3</i>
2. <i>Les investisseurs : le risque financier et le risque industriel.....</i>	<i>7</i>
3. <i>Les entreprises exportatrices : le risque commercial.....</i>	<i>8</i>
3. Du point de vue de l'entité étrangère débitrice : la nature du risque.....	10
1. <i>Les risques traditionnellement mis en relief : le risque souverain et le risque de non-transfert.....</i>	<i>10</i>
2. <i>Le nouveau risque issu de la crise asiatique : le risque systémique.....</i>	<i>12</i>
4. Du point de vue des faits générateurs de crise : le type de crise.	14
1. <i>Le risque politique.....</i>	<i>14</i>
2. <i>Le risque économique-financier.....</i>	<i>16</i>
5. Les analyses risque pays : des instruments stratégiques pour les agents économiques.	17
1. <i>Pour les investisseurs, banquiers et exportateurs</i>	<i>17</i>
2. <i>Pour les émetteurs de titres.....</i>	<i>18</i>
6. Conclusion.....	20
Références bibliographiques	20
Annexes	22

1. Introduction

Depuis la crise de l'endettement en Amérique Latine, au milieu des années 1980 et, surtout, depuis la crise asiatique, impulsée en juillet 1997 par le décrochage du baht thaïlandais, les études économiques, financières et politiques regorgent de références au risque pays et aux diverses analyses menées dans ce domaine. Cependant, même si la notion est souvent évoquée, elle n'est jamais réellement explicitée d'un point de vue conceptuel. Les différents articles tirés de la presse spécialisée ne mettent pas en exergue la nature du risque pays associée à une nation. Ils se contentent généralement, à partir de conclusions non détaillées, d'en tirer des conséquences quant aux opérations financières portant sur un pays, alors que la notion de risque politique bénéficie, dans ce même type de presse, de développements beaucoup plus explicites sur la nature même de ce risque. Ce phénomène d'absence de définition concise nous semble traduire les difficultés théoriques liées à la notion de risque pays.

Partons des différentes manifestations du risque pays pour nous rendre compte de l'ampleur des déterminants entrant en compte. En 1951, Mossadegh procède à la nationalisation du pétrole iranien ; dans les années 1970, la Penn Central Transportation Company fait faillite en laissant impayées près de 80 milliards de dollars¹ de créances de court terme détenues par des investisseurs ; le 12 août 1982 le ministre des finances du Mexique annonce que le pays sera incapable d'honorer sa dette de près de 80 milliards de dollars à partir du 16 août ; le 29 avril 1996 la Russie conclut avec les pays occidentaux un accord de rééchelonnement pour son endettement extérieur de 40 milliards de dollars sur 25 ans avec 7 ans de grâce ;... Ces exemples, issus de pays différents et couvrant des périodes de temps diverses, sont autant de manifestations du risque pays. Ils attestent de l'amplitude des déterminants entrant en jeu dans la définition de la notion : nationalisation soudaine et/ou inattendue, cessation de paiement ou modification des échéances, taux, volumes de dette extérieure d'un pays (rééchelonnement), mais aussi expropriation, inconvertibilité, troubles sociaux importants, guerre, ... Ces derniers éléments ont une action directe ou indirecte sur les termes originaux des contrats commerciaux, des investissements de portefeuille ou industriels, des mouvements bancaires internationaux, de la dette extérieure contractée sous forme de titres ou de simple prêt monétaire. Ils ont tous pour point commun de déstabiliser économiquement et/ou socialement un pays et donc de bouleverser les paramètres sur lesquels pouvaient se baser les engagements financiers internationaux au moment de la conclusion d'un accord de partenariat.

Si le terme de risque pays est de plus en plus utilisé dans la littérature économique ou journalistique en ce qui concerne les échanges financiers internationaux, il n'est jamais explicité de manière exhaustive. En effet, aucune théorie portant directement sur le risque pays n'existe, ce qui induit une multiplication des définitions tentant de refléter au mieux l'ensemble des paramètres inhérents. Les divergences portent plutôt sur une volonté de plus ou moins globaliser ou généraliser l'approche du risque pays en une otique plutôt tournée vers les préoccupations des exportateurs, des investisseurs et des financiers. La difficulté d'harmonisation dans les définitions tient au fait que le risque pays est multidimensionnel et omniprésent dans l'ensemble des relations financières internationales, quelle qu'en soit la nature. C'est de l'existence de diverses catégories de relations internationales – négoce, investissement, prêt – et de leur interrelation que naît la difficulté d'établir une définition harmonisée du risque pays et de ses composantes.

¹ Toutes les grandeurs stipulées en dollars le sont en dollars américains ; dans un souci de simplicité, nous ne précisons plus le pays d'origine de la monnaie.

Il est apparu intéressant d'entrer dans le détail pour mettre en relief l'ensemble des dimensions rattachées au risque pays. Partons de la définition la moins globale pour aboutir à la plus généraliste, qui reflète parfaitement la complexité du risque pays.

Pancras [1983] définit le risque pays comme *"l'exposition à une perte d'un prêt transnational causée par des événements particuliers internes d'un pays emprunteur qui sont, tout ou partie, sous contrôle gouvernemental, mais absolument pas contrôlables par une société privée ou un individu"*². Le risque pays est donc caractérisé par des préoccupations en termes de flux financiers transnationaux et prend son origine dans des événements issus du pays emprunteur. Cependant, cette approche se limite aux prêts internationaux, ce qui induit une vision réductrice de la notion.

Marois [1990] présente une autre approche du risque pays qui, bien que paraissant contradictoire, de prime abord, avec celle de Pancras, en est complémentaire. Il s'agit pour lui *"[du] risque de matérialisation d'un sinistre, résultant du contexte économique et politique d'un Etat étranger, dans lequel une entreprise effectue une partie de ses activités"*³. Le principal figure dans cette définition, c'est-à-dire les notions de sinistre, d'échanges financiers internationaux et d'influence des contextes économique et politique. Le risque pays ne concerne, ici, que les opérations internationales des entreprises, ce qui restreint le champ d'analyse en excluant les autres acteurs économiques que sont les banques, les investisseurs de portefeuille ou locaux.

Clei [1998] complète les deux définitions présentées ci-dessus en mettant en relief la diversité des éléments entrant en compte dans le risque pays appréhendé comme étant *"l'ensemble des paramètres –macroéconomiques, financiers, politiques et sociaux – qui peuvent contribuer à la formation d'un risque autre que strictement commercial lors d'une opération avec un pays émergent"*⁴. Le risque pays concerne donc toutes les opérations internationales et est le fruit de l'environnement général du pays étranger – macroéconomique, financier, politique et social.

La définition qui nous semble la plus englobante et la plus intéressante est celle donnée par Mikdashi [1998]. Selon lui, le risque pays *"s'applique aux différentes formes d'endettement, qu'il s'agisse de créances non négociables (bancaires ou non bancaires) ou de titres de portefeuille d'investissement ou de négoce [et] provient de l'incapacité ou du refus d'un pays à fournir les devises nécessaires pour satisfaire les engagements financiers de l'Etat, ou des agents économiques privés opérant dans ce pays"*⁵. L'ensemble des opérations internationales concernées est explicité. De plus, le risque pays semblerait pouvoir trouver son origine dans deux phénomènes : une incapacité de paiement mais aussi un refus de remboursement des dettes. Nous allons partir de cette approche globale du risque pays afin de mettre en exergue les diverses dimensions de la notion.

L'objet de ce document est de répondre aux attentes de ceux qui voudraient pouvoir cerner la notion de risque pays dans son ensemble et en comprendre les déterminants et les composantes. Loin de faire l'unanimité, le concept de risque pays est défini d'autant de façons différentes qu'il y a d'analystes risque pays. Afin de bien saisir la notion de risque pays, il est nécessaire de présenter dans le détail ses diverses composantes. Ces dernières peuvent être appréhendées par le biais d'une triple décomposition : en fonction du type du risque, de la nature du risque et du type de crise. Ces trois optiques ne sont que des approches différenciées de la même notion qu'est le risque pays : elles en donnent une appréciation générale plus fine et permettent d'établir l'ensemble complexe des paramètres qui concoure à son évaluation. Un exposé clair de chaque dimension du risque pays permettra d'éviter les confusions trop couramment faites entre le contenant qu'est le risque pays et son contenu que sont les diverses approches.

Notre propos sera segmenté en quatre grands points complémentaires. Il s'agira, dans un premier temps, d'exposer l'approche du risque pays en termes de type de risque, c'est-à-dire selon le type

² Pancras [1983] in Benmansour et Vadcar [1995] p. 20.

³ Marois [1990], p. 5.

⁴ Clei [1998], p. 3

⁵ Mikdashi [1998], p. 97.

d'acteur économique touché par le risque. Dans un second temps, nous présenterons l'approche en termes de nature du risque pays en prenant soin de mettre en relief les évolutions de la prise en compte du risque pays. Dans un troisième temps, nous considérerons les deux grands types de crise qui peuvent conduire à la manifestation du risque pays, à savoir le risque politique et le risque économico-financier. Nous terminerons notre exposé en montrant en quoi les analyses risque pays se justifient d'un point de vue pratique pour les agents économiques concernés à savoir les exportateurs, les investisseurs et les banquiers.

2. Du point de vue de l'entité créditrice nationale : le type de risque

La première optique que nous adopterons pour définir le risque pays consiste en un positionnement du côté de l'entité économique nationale qui subit le risque pays. Trois types d'agents économiques peuvent être distingués : les banques, les investisseurs et les exportateurs. Ici, nous reprendrons l'approche différenciée et la terminologie établies par Marois [1990]. Afin de rendre l'exposé plus concret, nous donnerons des exemples d'acteurs économiques qui fournissent des notations risque pays en présentant brièvement leur spécificité.

1. Les banques : le risque bancaire.

Le risque pays afférant aux banques est appelé le risque bancaire. Il est défini comme étant *"le risque d'incidents de paiement (moratoire, non-reconnaissance de certaines dettes extérieures) résultant d'actes ou de comportements de l'Etat débiteur"*⁶.

La mise en relief du risque bancaire éveillait déjà un intérêt dans les années 1970. Historiquement, les banques sont les premiers agents économiques à avoir fait l'objet d'évaluation. Un article de référence pour le risque bancaire a été écrit par Sargen [1977]. L'économiste se préoccupait déjà de la place des créances étrangères dans les budgets des banques américaines. Il mettait en relief le fait que ces dernières se devaient d'élaborer des procédures de protection contre l'exposition au risque de non-paiement des pays en voie de développement et des nations appartenant au Bloc Socialiste : *"Foreign lending by U.S. banks has attracted considerable attention in recent years. [...] But, now, country risk has become a topic of importance because of heavy commercial-bank lending to less-developed countries (LDC's) and to the Socialist bloc countries. Indeed, this heavy financing has raised concern about the debt-servicing capacity of some borrowers"*⁷.

Les banques peuvent être sujettes au risque pays via les prêts qu'elles consentent aux opérateurs économiques étrangers. L'exemple le plus flagrant est celui de la défaillance de paiement du Mexique en 1982, suivi de près de la restructuration des dettes brésilienne et mexicaine. Un choc brutal retentit le 12 août 1982 : le Mexique annonce au FMI et au Conseil des Gouverneurs de la Réserve Fédérale Américaine qu'une cessation de paiement de la dette extérieure interviendra dans un délai d'une semaine. Le solde encore dû auprès des banques occidentales avoisinait les 80 milliards de dollars. Le Président José Lopez Portillo avait attaché moins d'importance à la réglementation des importations du fait de l'effet dopant des ventes de pétrole du pays. Mais les hausses du baril de brut se sont vite tarées et le pays s'est retrouvé dans une situation économique très difficile. En 1981, le déficit commercial en produits manufacturés est de 17,6 milliards de dollars tandis que le déficit budgétaire atteint 14,5% du PIB. Les retards de paiement de dette s'accumulent : la défaillance souveraine fait son apparition. Le 12 août, le ministre des finances du pays est contraint de demander un moratoire de quatre-vingt-dix jours auprès de ses créanciers. Dans le contexte d'euphorie pétrolière des années 1970, la poursuite d'une gestion laxiste au Mexique malgré les promesses faites au FMI a précipité le pays dans une spirale de crise. Le risque souverain s'est manifesté, accompagné de celui de non-transfert. Les entreprises solvables ne pouvaient aucunement obtenir auprès de la Banque Centrale

⁶ Marois [1990], p. 9.

⁷ Sargen [1977], p. 2.

mexicaine les devises nécessaires au paiement de leurs engagements étrangers. En août 1982, le rythme de sortie des capitaux était de 100 millions de dollars par jour alors que les réserves de change n'étaient que de 200 millions de dollars. Nous sommes là totalement dans l'expression de la manifestation du risque pays tel que défini plus avant. Les fonds prêtés l'avaient été par des banques qui ont de ce fait connu des difficultés très importantes, voire des faillites pour certaines. Les incidents de paiement éventuels sont directement issus du comportement de l'Etat débiteur : sa politique nationale rend trop faible son niveau de devises ou limite, voire empêche, les sorties de capitaux. Cependant, cette défaillance peut aussi concerner un emprunteur privé qui, suite à une mauvaise gestion de son activité professionnelle ou à un environnement peu favorable, ne peut faire face à ses paiements. Le risque bancaire peut donc se matérialiser par un retard de paiement d'intérêt ou/et du principal, suivi ou non d'un non-remboursement, voire d'une répudiation. Ces trois matérialisations du risque pays ne sont pas forcément enchaînées, elles peuvent se produire séparément. Cependant, cette défaillance peut aussi concerner un emprunteur privé qui, suite à une mauvaise gestion de son activité professionnelle ou à un environnement peu favorable, ne peut faire face à ses paiements. Dans les deux cas, les prêts peuvent être couverts par un assureur-crédit. Par exemple, les crédits assurés auprès de la Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur (COFACE) permettent à la banque prêteuse de ne conserver que 5 % du risque en transférant 95 % à l'assureur crédit français. Le risque bancaire peut donc se matérialiser par un retard de paiement d'intérêt ou/et du principal, suivi ou non d'un non-remboursement, voire d'une répudiation. Ces trois formes de risque pays ne sont pas forcément enchaînées, elles peuvent se produire séparément.

Les banques sont sujettes au risque pays dès lors qu'elles sont parties prenantes dans une opération de financement internationale. Les crédits accordés se doivent d'être provisionnés en capitaux propres en fonction du risque inhérent à chaque pays et ce au niveau de chaque banque. Les fonds propres sont définis comme étant globalement l'ensemble des capitaux, réserves et bénéfices d'une banque. Les créances sont définies comme douteuses *"lorsqu'elles sont détenues par un client dont la solvabilité apparaît compromise, ou lorsqu'un événement connu rend probable ou certain, un risque de non recouvrement total ou partiel de l'une ou plusieurs de ces créances"*⁸. Cette définition considère une situation à priori, c'est-à-dire concerne la qualification des créances au moment de la signature du contrat international avant que la défaillance ne devienne effective. Cependant, la catégorisation de l'opération de prêt en créances douteuses peut se réaliser à posteriori du contrat de financement. En effet, les retards de remboursement peuvent entraîner la qualification des crédits de "sans risque" à douteux. Le tout est de s'attacher à la définition d'une période de temps limite à partir de laquelle le décalage de paiement devient problématique pour la banque. En général, le classement de la créance dans ce type de catégories correspond à un non-paiement de plus de 90 jours. Il est à signaler que le transfert dans cette catégorie des crédits internationaux engage de fait l'ensemble des contrats financiers souscrits par l'agent économique auprès de cette banque. Il y a dès lors une sorte d'effet de contagion de la créance douteuse signifiée à l'acteur économique à la totalité de ses engagements. Les systèmes de garantie externe par des tiers des fonds prêtés n'invalident pas la classification. Peu importe la dénomination et la qualité des garants de l'emprunteur, la catégorisation en créances douteuses passe outre.

La Banque des Règlements Internationaux a débuté ses activités à Bâle le 17 mai 1930. Elle a pour rôle d'être la banque des Banques Centrales et a pour principal objectif d'encourager la coopération monétaire et financière internationale. La BRI revêt plusieurs fonctions. Quatre principales missions lui sont attribuées. Elle fait, d'abord, office de forum de discussions pour optimiser les prises de décisions réglementaires internationales. La BRI est aussi un laboratoire de recherche économique et monétaire dans le domaine bancaire. De plus, elle est représentée *"une contrepartie de qualité des banques centrales dans leurs transactions financières"*⁹. Enfin, la BRI agit en tant *"qu'agent ou mandataire en liaison avec des opérations financières internationales"*¹⁰. Dans le cadre de ses activités d'encouragement de la coopération monétaire et financière internationale, la BRI

⁸ Mathieu [1995], p. 47.

⁹ Banque des Règlements Internationaux [2001], p. 1.

¹⁰ Op. Cit., p. 1.

a instauré le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en décembre 1974. Initiative des gouverneurs des banques centrales du G 10¹¹, le Comité de Bâle – comme il est communément appelé – poursuit deux objectifs. Le premier consiste en la mise en place de mesures visant à améliorer la coopération entre les autorités de contrôle des banques. Le second vise à *"renforcer les normes de surveillance, notamment en matière de solvabilité, afin de contribuer à accroître la solidité et la stabilité de l'activité bancaire internationale"*¹². C'est dans le cadre de ce dernier, que le Comité de Bâle a été amené à définir des objectifs de convergence internationale sur la mesure des fonds propres et ce notamment dans *"l'accord de Bâle sur les fonds propres"* - Bâle I - de juillet 1988. C'est précisément ce pan de l'activité de la BRI qui nous intéresse et, plus particulièrement, l'examen des directives récentes - Bâle II - qui ont été mises en place dans le cadre d'une consultation pour un nouveau dispositif à l'horizon 2004/2005.

La Banque des Règlements Internationaux définit, dans le cadre du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, des directives plus ou moins coercitives pour l'ensemble des institutions bancaires des pays industrialisés. Ce comité détermine des pratiques de gestion des prêts dans le but d'optimiser la couverture en cas de retard ou de non-paiement des dettes. Comme bon nombre d'agents économiques entreprenant des relations commerciales ou financières internationales, les banques peuvent se couvrir contre le risque pays. Le Comité de Bâle a défini et affiné plusieurs approches dans un document soumis à consultation – *"Vue d'ensemble du nouvel accord de Bâle sur les fonds propres"* - datant de janvier 2001. Bâle I a conduit à l'édification d'un ratio de fonds propres, ayant pris la dénomination de ratio Cooke, à 8% du volume des actifs. Cet accord prévoyait un ajustement des règles mises en place au fur et à mesure que de nouveaux éléments les rendaient caduques. Ainsi, les innovations financières, la définition trop arbitraire des catégories de risque, les mesures trop statiques au regard de la solvabilité des banques, ... ont conduit à des ajustements définis dans Bâle II. La gestion des systèmes bancaires s'appuie sur les trois piliers suivants : une exigence minimale de fonds propres, une surveillance prudentielle de l'adéquation des fonds propres et une discipline de marché.

Dans le cadre du premier pilier, le Comité de Bâle a été amené à affiner la définition du niveau de fonds propres au regard des risques encourus. Initialement, les banques devaient asseoir leur solvabilité sur la proportion de capitaux propres définie par le ratio de Cooke. Cependant, les crises bancaires successives, ayant touché le Mexique en 1994, l'Asie en 1997 et la Russie en 1998, ont montré la nécessité de s'attacher à un traitement plus qualitatif des prêts bancaires. Le ratio Cooke devra donc être remplacé à l'horizon 2004 par une nouvelle évaluation du risque dont chaque composante sera individuellement prise en compte par différentes méthodologies. Le nouvel indicateur à pris le nom de son instigateur William J. Mc Donough, l'actuel président du Comité de Bâle : le ratio Mc Donough. La logique de calcul demeure la même¹³. Cependant, à la différence du ratio Cooke, le ratio Mc Donough intègre dans son calcul trois types de risque : le risque de crédit, le risque opérationnel et le risque de marché. Le risque de crédit est *"le risque de pertes résultant de la défaillance d'un créancier ou d'une contrepartie"*¹⁴. Le risque opérationnel est *"le risque de pertes directes ou indirectes résultant d'une inéquation ou d'une défaillance attribuables aux procédures, aux facteurs humains et aux systèmes, ou à des causes externes"*¹⁵. Enfin, le risque de marché est *"le risque de pertes sur position de négociation en cas d'évolution défavorable des cours/prix/taux"*¹⁶. Les banques se voient proposées deux types de méthodes d'évaluation des risques de crédit. L'approche standard se fait à partir de ratings externes" délivrés par les agences de notation. Le tableau suivant reprend les exigences de couverture en fonds propres en fonction du rating établi et de l'entité économique débitrice.

¹¹ Etats-Unis, Canada, France, Allemagne, Royaume-Uni, Italie, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, Japon, Suède, Suisse.

¹² Banque des Règlements Internationaux [2001], p. 3.

¹³ Annexe 1 : Méthode de mesure de l'adéquation des fonds propres.

¹⁴ Actualité bancaire [2001], p. 2.

¹⁵ Op. Cit., p. 2.

¹⁶ Op. Cit., p. 2.

Tableau 1 : Pondérations des créances sur les différents types de débiteurs¹⁷

	AAA à AA	A + à A-	BBB+ à BBB-	BB+ à BB-	En dessous de B	Pas de notation
débiteurs souverains	0%	20%	50%	100%	150%	100%
Banques						
option 1 ⁽¹⁾	20%	50%	100%	100%	150%	100%
option 2 ⁽²⁾	20%	50%	50%	100%	150%	150%
Entreprises	20%	100%	100%	100%	150%	100%

Notes : ⁽¹⁾ notation des Etats souverains : la pondération est basée sur la note attribuée à l'Etat dans lequel le siège social de la banque est situé, ⁽²⁾ notation de la banque, *Source : Comité de Bâle, 1999*

Alternativement à cette méthode externe, sont proposées des méthodes internes : une forme de base et une forme avancée. Les méthodes d'évaluation interne sont issues des études risque pays menées au sein des banques en fonction de leur propre portefeuille de créances. L'approche la plus simple, dite de base, s'attache uniquement à la probabilité de défaillance du débiteur. Dans ce cas de figure, la réglementation va déterminer les autres paramètres entrant en compte dans le calcul que sont : la maturité et la granularité¹⁸. La méthode avancée consiste en une détermination par la banque de l'ensemble des critères pré-cité. En ce qui concerne la forme que peuvent prendre les méthodologies internes, la constitution d'un modèle d'évaluation est laissée à la discrétion de chaque banque. Certains optent pour une évaluation par le biais d'un modèle économétrique, d'autres choisissent une approche statistique.

Chaque banque va opter pour la détermination des différents types de risque entre l'évaluation externe et celles internes. Les dettes internationales, qui sont sujettes au risque pays et qui nous intéressent, correspondent à la même dynamique de prise en considération.

Le second pilier de Bâle II concerne la mise en place par les banques d'un processus de surveillance individualisée. Il s'agit en fait du contrôle par chaque banque centrale nationale de la bonne application des directives définies dans le premier pilier. La vérification porte surtout sur le respect d'un ratio minimum de 8% pour la couverture des fonds propres.

Le troisième pilier concerne le respect d'une discipline de marché. Cette dernière passe par la mise en place d'un système de circulation de l'information sur la solidité des banques, les évaluations internes et les ratings des débiteurs.

La Banque des Règlements Internationaux, en tant qu'organisme de tutelle des banques de bon nombre de pays, est un grand acteur du risque pays. Dans le cadre des activités du Comité de Bâle, elle mène depuis près de quinze ans des recherches visant à améliorer la solvabilité des banques et ce notamment quand les prêts considérés sont effectués auprès d'entités économiques étrangères.

Les banquiers sont donc les premiers agents économiques à avoir fait l'objet d'analyse risque pays. Ces dernières sont devenues systématiques et obligatoires pour l'ensemble des institutions financières et ce sur la base de démarches élaborées à l'interne ou d'approches externes normalisées. Cependant, afin d'être exhaustif, il convient de présenter successivement les deux autres types d'agents économiques susceptibles d'être touchés par le risque pays : les investisseurs puis les exportateurs.

¹⁷ Comité de Bâle [1999], p. 2.

¹⁸ La granularité consiste en la prise en compte de la progression des probabilités de défaillance et évite une trop forte volatilité du niveau des fonds propres.

2. Les investisseurs : le risque financier et le risque industriel.

Marois [1990] définit le risque pays portant sur les investisseurs comme étant "*tout acte souverain susceptible, soit de porter atteinte au contrôle exercé par une société sur chacune de ses filiales, soit d'affecter de manière anormale la gestion courante de ses filiales*"¹⁹.

En ce qui concerne le risque pays portant sur les investisseurs, deux cas de figure sont à distinguer correspondant à deux types d'investissements. Les investisseurs industriels – investissements directs étrangers (IDE) - et de portefeuille sont susceptibles d'être touchés par une défaillance issue du pays avec lequel ils sont en relation. La terminologie désigne ces concepts comme étant le risque industriel et le risque financier. Lorsqu'il s'agit directement d'une implantation locale - totale sous forme d'ouverture de succursale ou partielle via une prise de participation -, la gestion correcte d'une société mère sur ses filiales ne s'effectue pas normalement. Le retour sur investissement normal est perturbé. Le cas extrême est celui d'une confiscation, d'une expropriation ou d'une destruction de biens. Nous pouvons citer par exemple le cas des expropriations pour les investisseurs étrangers par l'Union Soviétique pendant la guerre froide, par Allende au Chili en 1972, ... Les destructions de biens s'apparentent généralement à des représailles contre les acteurs économiques étrangers dont le pays d'origine est en conflit avec celui d'implantation. Les entreprises d'origine occidentale n'étaient-elles pas en insécurité après l'implication de certains pays industrialisés dans le conflit entre l'Irak et le Koweït ? Les investisseurs de portefeuille peuvent, eux, contracter des titres négociables ou non. Là, le risque porte sur le fait que les conditions particulières issues de la gestion économique d'un Etat peuvent conduire à des modifications défavorables sur les termes du contrat d'émission original. Les titres publics ou privés étrangers émis peuvent, du fait d'une entrave au bon déroulement des paiements, se muer en autres formes de titres à plus longue maturité et à taux d'intérêt plus faibles.

Le risque financier – portant sur les titres – peut être évalué par les agences de notation parmi lesquelles figurent notamment les deux grandes américaines que sont Standard & Poor's et Moody's et la franco-britannique Fitch IBCA. Là aussi, la notation risque pays passe par l'évaluation de multiples critères d'origine économique, politique et sociale pour chaque émission étatique²⁰. Les principales variables prises en compte dans l'appréciation des titres étatiques sont les suivantes : le risque politique, la charge de l'endettement public, la stabilité des prix, la structure économique des revenus, la flexibilité de la balance des paiements, les perspectives de croissance, la flexibilité fiscale et enfin la dette extérieure et la liquidité.

Le rating final est synthétisé sous la forme d'une notation alphanumérique²¹ qui indique si le titre fait partie des "*investment grades*" ou des "*speculative grades*". La dichotomie entre ces deux types de titres reflète la différenciation entre les titres peu ou pas risqués et peu rémunérateurs et ceux risqués mais spéculatifs.

En ce qui concerne les investisseurs industriels, Nord Sud Export, un cabinet de consulting français créé au milieu des années 1980, présente la particularité de procéder à une notation des implantations locales en fonction du pays de destination²². La méthodologie de Nord Sud Export repose sur soixante critères répartis en douze facteurs, eux-mêmes regroupés en quatre paramètres. Chacun des soixante éléments se voit affecter une note sur 7 pondérée en fonction de son importance dans chaque facteur. Selon une grille pré-établie, les douze facteurs sont par la suite aussi pondérés

¹⁹ Marois [1990]. p. 9.

²⁰ Annexe 2 : Méthodologie d'analyse des risques souverains de Standard & Poor's.

²¹ Annexe 3 : Notation et dénomination des ratings souverains

²² Nord Sud Export procède à un classement différencié entre les exportateurs – auxquels sont assimilés les banquiers – et les investisseurs industriels. Les critères pris en compte sont les mêmes, seules les pondérations divergent en fonction des situations (annexe 4). Pour de plus amples renseignements, voir l'annexe 5 dans laquelle figurent les critères. Nous soulignerons simplement que dans la méthodologie de Nord Sud Export, le potentiel de marché des économies est classé indépendamment de l'évaluation risque pays telle quelle. Le potentiel de marché contribue en effet à biaiser les analyses risque pays pour les pays à grande ampleur géographique ou économique ou au contraire à faible dimension internationale.

pour aboutir à une note sur 70 pour chaque paramètre. Enfin, la note finale sur 700 est obtenue après un calcul différencié entre les exportateurs et les investisseurs. La grille d'évaluation globale du risque pays figure en annexe 3.

Les notes risque pays déterminent 7 catégories de risque – notées de 1 à 7, 1 correspondant au risque pays le plus élevé – à l'intérieur desquelles sont répartis les pays. Le but du cabinet de consulting est de donner des conseils en fonction de la notation du pays en catégorie de risque pays. Si l'opération internationale se concrétise, elle doit s'effectuer pour l'agent économique national dans les meilleures conditions, c'est-à-dire en adoptant une couverture, une assurance appropriée. Nord Sud Export a la particularité de proposer une matrice décisionnelle²³ aux agents économiques sujets au risque pays. Cette grille de lecture du risque pays permet de donner des conseils sur les stratégies de couverture à suivre concernant les opérations d'exportation ou d'investissement. Elle aide à la fixation, pour les exportateurs, des marges commerciales en adéquation avec la politique de couverture de l'opération de vente à l'étranger et, pour les investisseurs, de la prime de risque en fonction du taux de rendement attendu.

Investisseurs de portefeuille et industriels sont donc aussi sujets au risque pays dans le cadre de leurs opérations internationales. Ils disposent pour optimiser leurs contrats d'acteurs économiques, tels que les agences de notation et les cabinets de consulting - parmi lesquels figure le français Nord Sud Export -, qui produisent des évaluations risque pays. Loin d'être coercitives, ces dernières ne font que donner des conseils implicites – par l'appréciation des niveaux de risque – ou explicites – par la mise en place d'une matrice décisionnelle – pour le bon déroulement des contrats internationaux.

3. Les entreprises exportatrices : le risque commercial.

Marois [1990] définit le risque export ou risque commercial comme *"pou[vant] être assimilé, d'une part, à un risque de non-recouvrement des créances commerciales détenues sur un importateur étranger, du fait de mesures prises par l'Etat d'accueil (interdiction de transférer des devises à des non-résidents, par exemple) et, d'autre part, à un coût d'opportunité, en cas de fermeture d'un marché étranger, pour raisons politiques"*²⁴.

Les exportateurs sont sujets au risque pays via ses ventes de biens et/ou de services. Il s'agit du risque commercial. L'entreprise vendeuse de produits peut voir sa créance non payée par l'importateur de manière temporaire ou définitive. Afin de se parer contre un tel aléa, l'exportateur peut avoir recours à des couvertures de risque appropriées auprès des assureurs-crédit ou à des techniques telles que le crédit documentaire ou le forfaiting²⁵. Le bon déroulement du remboursement des sommes dues peut, en effet, être entravé par des conditions internes défavorables – modification du taux de change, conflit dans le pays, guerre avec un pays voisin, ... Le non-recouvrement des créances suite au manque de devises disponibles dans les caisses de l'Etat ou du refus d'en fournir, peut sérieusement mettre en péril la pérennité de l'entreprise qui ne serait pas couverte. Les exportations peuvent aussi être annulées soudainement alors qu'une partie ou l'ensemble des produits est prête pour l'exportation. Ces cas de figure correspondent à une perte de marché qui a pour conséquence un manque à gagner indéniable soit sous forme d'opportunité de marché – perte de part de marché sur un pays étranger –, soit en termes de coût de stock des quantités invendues.

De la même manière qu'il procède à des classements pour les investisseurs industriels, Nord Sud Export établit des ratings concernant le risque commercial. La démarche analytique est la même si ce n'est que la pondération diverge. Les exportateurs seront plus sensibles aux risques souverains, qui

²³ Annexe 6 : Matrice décisionnelle de Nord Sud Export.

²⁴ Marois [1990], p. 10.

²⁵ La technique du forfaiting permet de transférer le risque inhérent à une opération internationale. Il est aussi appelé escompte sans recours à forfait. Il s'agit en fait du rachat au comptant de créances à terme concernant les exportations. Le forfaitier – l'acheteur de la créance – acquiert la créance de l'exportateur pour un montant diminué du disagio – correspondant à la décote de la créance. L'exportateur voit donc son opération à terme transformée en une opération au comptant. Il ne supportera plus de risque de non-paiement et économise une prime d'assurance qu'il aurait dû payer à son assureur crédit.

reflètent le comportement de paiement de l'Etat vis-à-vis de ses créances étrangères, que les investisseurs industriels. A contrario, ils semblent moins sensibles aux critères qui mettent en relief le risque politique et l'environnement des affaires.

Les assureurs crédit sont un autre type d'acteurs économiques qui fournit des analyses risque pays. Leur métier est de proposer aux exportateurs des couvertures contre, entre autres, le risque de défaut de paiement. Chaque pays dispose d'un "grand" assureur crédit national. En France, il s'agit de la Compagnie Française pour le Commerce Extérieur ou COFACE. Les assurances proposées sont définies comme étant "*un contrat au terme duquel l'assuré se fait promettre, moyennant une rémunération (prime), une prestation par l'assureur, en cas de réalisation du risque*"²⁶. C'est à ce titre qu'entrent en jeu les analyses risque pays qui sont un chaînon indispensable dans la formation de la tarification des primes. En effet, mécaniquement, plus un pays apparaît risqué et plus le coût de la police d'assurance est élevé. Créée en 1948, en tant que structure émanant de l'Etat français, la forme juridique de la COFACE a évolué au fil du temps. L'année 1994 est marquée par un tournant dans la vie de la compagnie d'assurance. La majorité de ses actionnaires devient privée, la société passe de fait dans ce même secteur. La particularité de la COFACE est qu'elle conserve ses relations privilégiées avec l'Etat français et ce malgré son nouveau statut. Son statut hybride fait que la compagnie assure pour son propre compte les opérations de court terme sur biens courants et que l'Etat assume, lui, les défaillances portant sur les contrats extraordinaires de moyen terme.

Dans le cadre de l'estimation des primes de risque, la COFACE mène des analyses risque pays. Le Service risque pays de la COFACE a été créé suite à la crise d'endettement du milieu des années 1980. Sa méthodologie, basée sur des critères économiques, politiques, sociaux et financiers, permet un classement risque pays en 7 catégories de risque – 1 correspond aux pays les mieux classés qui sont d'office ceux de l'OCDE et 7 aux plus risqués.

En résumé, la démarche méthodologique de la COFACE pour les opérations de moyen terme s'appuie sur quatre piliers fondamentaux d'analyse. Le premier consiste en une mise en relief des performances économiques du pays par le biais de critères relatifs aux résultats de la politique économique, au potentiel de croissance, ... Le second concerne l'appréciation de la situation financière du pays. Il s'agit là de variables relevant du niveau d'endettement, de liquidité, des soldes des comptes extérieurs, ... Le troisième groupe d'éléments permet d'évaluer l'environnement politique du pays par le biais d'une approche en termes de conflits externes éventuels, de guerres civiles, de désordres économiques et sociaux, ... Enfin, le dernier axe cherche à mesurer le comportement de paiement du pays en s'intéressant notamment à l'historique des impayés enregistrés au sein de la COFACE et des autres assureurs-crédit et à la gestion de l'endettement notamment dans le cadre de rééchelonnement.

Une des grilles de lecture du risque pays est celle qui adopte la position de l'agent économique susceptible d'être touché par une défaillance de paiement d'une entité économique étrangère. Il s'agit d'une approche différenciée en termes de type de risque. Comme nous venons de le montrer trois types d'agents économiques peuvent être touchés par le risque pays : les banquiers, les investisseurs et les exportateurs. Chacun dispose d'un interlocuteur spécialisé capable de l'informer sur le niveau de risque du pays avec lequel il compte entreprendre des relations financières.

Cette démarche d'appréciation du risque pays peut être complétée par une approche plus complémentaire que substituable. Cette lecture alternative s'effectue en fonction de la nature du risque, c'est-à-dire selon les caractéristiques de l'entité étrangère débitrice.

²⁶ Barral [1987], p. 75.

3. Du point de vue de l'entité étrangère débitrice : la nature du risque

La deuxième approche du risque pays réside en une démarche d'appréciation en fonction de la nature du risque, c'est-à-dire selon les caractéristiques de l'entité économique génératrice du risque. Il s'agit en fait d'un découpage historique relatif à la modification du risque pays. Les premières manifestations du risque pays ont été successives à des défaillances des Etats – risque souverain - ou à leur incapacité ou leur refus de convertir de la monnaie locale en devises pour les entreprises solvables. Les secondes, quant à elles, ont plutôt été impulsées par des défauts de paiement des entités privées ayant eu un impact direct et notable sur la solvabilité générale des pays – risque systémique.

1. Les risques traditionnellement mis en relief : le risque souverain et le risque de non-transfert

Traditionnellement et historiquement, les analystes risque pays mettaient en relief deux types de risques pouvant se manifester dans les opérations internationales : le risque souverain et le risque de transfert ou risque de non-transfert. Reprenons la distinction apportée par Calverley [1990] sur ces deux notions. *"Le risque souverain ("sovereign risk" pour les Anglo-saxons) traduit ainsi le risque, pour des organismes financiers internationaux de voir le gouvernement d'un pays auquel ils ont accordé des prêts, refuser, ou être incapable d'honorer, ses obligations de paiement envers eux. Dans ce cas précis, le remboursement des prêts n'est pas lié aux performances d'un projet particulier"*²⁷. Cette définition est restrictive car elle ne concerne que les prêts contractés par les Etats étrangers eux-mêmes et n'englobe pas les autres opérations internationales que sont les investissements et les exportations. Mathis [2001] complète cette première définition. Pour lui, *"le risque souverain est celui du non-paiement de sa dette (principal et intérêts) par un Etat (sous-entendu, y compris ses démembrements – collectivités territoriales, entreprises publiques dont la dette est garantie par l'Etat)"*²⁸. Les dettes du secteur public sont englobées dans cette définition quel que soit l'organisme public qui les a contractées.

Il est à noter que la définition du risque souverain retenue par les agences de notation est plus restrictive : ces dernières ne retiennent dans l'évaluation du risque souverain que les émissions émises par les Etats. Ce sont les émissions en tant que telles qui font l'objet d'une notation et non pas réellement les émetteurs. Les démembrements des Etats font l'objet d'une notation différenciée au cas par cas, émission par émission. Une entreprise publique qui va émettre un titre se verra notée de manière indépendante d'une émission de son Etat d'appartenance.

Calverley [1990] définit le risque de non-transfert ou transfert. *"Le risque de transfert ("transfer risk" en anglais) quant à lui traduit le risque, pour des organismes financiers internationaux, de voir des entités publiques ou privées étrangères être incapables d'honorer leurs obligations de paiements à leur égard. Dans ce cas précis, la bonne volonté des bénéficiaires du prêt n'est pas en cause. L'origine du risque est à rechercher, du côté de leur gouvernement, qui leur interdit de transférer des fonds hors du pays, ou les empêche d'obtenir les devises nécessaires pour le service de leur dette"*²⁹.

Entrons dans le détail afin de cerner les divergences fondamentales entre ces deux notions. Le défaut de paiement d'un pays - et des entités économiques publiques par extension – peut avoir deux sources : l'une liée au volume de la dette et l'autre à la volonté de paiement quelle que soit la valeur de la créance. Dans le premier cas, l'endettement contracté par l'Etat ne peut être honoré du fait de la faiblesse des fonds disponibles dans les caisses du pays au regard de la somme due. Le pays fait preuve de bonne foi et voudrait assurer le remboursement de sa dette mais il est dans une incapacité

²⁷ Calverley [1990] in Sionneau [1996], p. 8.

²⁸ Mathis [2001], p. 235.

²⁹ Calverley [1990], in Sionneau [1996], p.9.

financière passagère – plus ou moins longue – de payer³⁰. Dès lors les termes originaux du contrat d'endettement doivent être renégociés auprès des bailleurs de fonds. Les dettes contractées par les Etats font donc l'objet d'aménagements au sein du Club de Paris – pour la partie publique – ou du Club de Londres³¹ – pour celle privée. Ces mesures aboutissent à un allongement de la maturité de la dette et à une modification des taux d'intérêt. Il est à signaler que les rééchelonnements sont généralement précédés de moratoires, comme pour le Mexique en 1982. Ces derniers correspondent à une cessation temporaire de paiement avant négociation afin de donner une bouffée d'air passagère aux finances du pays.

Le cas d'un refus de fournir des devises est différent. La fourniture de monnaies de paiement étrangères peut être limitée sciemment par l'Etat qui restreint les sorties de capitaux. Les mesures mises en place peuvent être un contrôle des changes, une inconvertibilité de la monnaie, un code des investissements qui interdit ou contraint le rapatriement des profits vers le pays de l'investisseur. Par exemple, alors qu'en Egypte le transfert et le rapatriement de capitaux sont libres, ce qui incite de fait les investisseurs, ils sont soumis à conditions en Iran. Les retours de bénéfices, capitaux et profits vers l'entreprise étrangère doivent être stipulés au bureau des investissements au moins trois mois avant leur effectivité. De plus, 10% des sommes doivent être consignées au titre de caution relative aux engagements éventuels. Enfin, les devises ne sont transférables qu'au bout de six mois au taux de change du jour. Ces entraves sont autant de mesures qui grèvent le risque pays pour un investisseur.

L'autre cas de figure correspond à la volonté d'un Etat de ne pas assurer le paiement de sa créance. Soit un Etat ne reconnaît pas la dette du régime précédent, soit il ne veut pas payer, c'est par exemple le cas des répudiations de dette de la Chine en 1949, de Cuba en 1961 ou encore de la Corée du Nord en 1964. Dans une telle situation, les pays courent le risque de se retrouver au banc de la communauté internationale. Seul un pays potentiellement fort ou qui mène une politique relativement autarcique peut s'autoriser une telle défaillance mais au prix d'un certain isolement international.

La grande différence entre le risque souverain et le risque de non-transfert repose sur la question d'un possible recours juridique. Le cas de figure d'un endettement souverain, autre qu'auprès des grands bailleurs de fonds internationaux, est complexe. Dans une situation de défaillance subie ou voulue, le recours juridique est limité. Pour une entité économique privée, le créancier a une possibilité de recours légal par l'intermédiaire d'une liquidation ou d'une restructuration des actifs. Pour un Etat, la procédure est rarement employée. Cependant certains pays ont volontairement levé leur immunité pour attirer les investisseurs en se plaçant sous la juridiction de tribunaux internationaux. Le plus connu est le Centre International pour le Règlement des Différents relatifs aux Investissements³² (CIRDI) qui fait partie du groupe de la Banque Mondiale. Une autre possibilité est de faire appel directement aux institutions judiciaires dépendantes du pays créancier ou détenteur d'avoirs du pays débiteur. Le fonctionnement de ces deux types d'institution se base sur des moyens coercitifs tels que la saisie de gage ou de biens du pays en question. Comme nous l'a confirmé, en France, l'affaire du voilier Sedov en juillet 2000, même réglementés les recours sont parfois inefficaces. En effet, le groupe suisse Noga avait fait saisir dans la rade de Brest, un voilier appartenant à l'Université russe de Mourmansk le 13 juillet, en remboursement d'une créance restée

³⁰ Deux situations sont à distinguer. Une crise d'illiquidité se produit quand les dettes exigibles à l'instant t sont supérieures aux ressources disponibles à la même date mais pas aux ressources totales du pays toute maturité confondue. Une crise d'insolvabilité est réalisée quand les avoirs en liquidité sont insuffisants pour payer les dettes.

³¹ Le Club de Paris est né en 1956 suite à la demande de rééchelonnement de la dette argentine. Ces négociations sur l'endettement ne concernent que des créances publiques et des dettes garanties. Toute ouverture de réunion ne se fait qu'à la demande express du pays débiteur. Ce dernier doit en échange de la modification des paramètres du contrat s'engager à assainir son économie par des mesures appropriées.

Le Club de Londres, lui, regroupe des créanciers privés depuis les années 1960 et officie de la même manière que le Club de Paris.

³² Le CIRDI a été créé en 1966 afin de procéder à un arbitrage dans les conflits entre les Etats et les investisseurs privés étrangers. Il est une émanation de la Banque Mondiale qui avant cette date était sollicitée en cas de désaccord. Cet organisme comprend un secrétariat et un conseil administratif. Ce dernier est composé du Président de la Banque Mondiale ainsi que d'un membre pour chaque participant à la convention. Au 8 septembre 2000, les Etats contractants et signataires étaient au nombre de 148.

impayée par la Fédération de Russie. Un contrat de troc nourriture contre pétrole de 1991 portant sur 450 millions de francs n'avait toujours pas été honoré. La procédure se basait sur une clause de contrat spécifiant la renonciation à l'immunité de l'Etat russe en cas de litige. Le jugement final a débouté de sa plainte la société suisse, prétextant que l'Université de Mourmansk était une entité économique autonome du pays et que ses biens ne pouvaient donc pas être assimilés à des avoirs de la Fédération de Russie. Le bateau est donc reparti libre le 24 juillet 2000. A cet échec a fait écho celui du déblocage de la saisie des comptes bancaires de l'ambassade de Russie à Paris le 10 août 2000 et ce, malgré l'autorisation formulée par un jugement français le 15 mars faisant suite à celui du tribunal d'arbitrage de Stockholm en février 1997. Cet exemple illustre le fait que quelle que soit la réglementation, l'application de mesures contre une défaillance souveraine est un processus long et complexe, souvent voué à l'échec. Le recours légal est donc possible en théorie, mais la réalité est tout autre. De plus, les actifs saisis appartenant au pays débiteur sont souvent insuffisants pour couvrir la dette. En effet, même si le groupe suisse avait eu gain de cause, ces sommes qui s'élevaient à 180 millions de francs n'auraient que partiellement remboursé la créance.

Ces deux composantes du risque pays, le risque souverain et le risque de non-transfert, peuvent être croisées avec les trois types de risque vus précédemment. Les risques bancaires, financiers et commerciaux peuvent être qualifiés de publics ou privés. Banquiers, investisseurs et exportateurs nouent des relations financières aussi bien avec les Etats – et leurs entreprises publiques – qu'avec les agents privés. Ils sont eux-mêmes issus des deux secteurs de l'économie. Quoiqu'il en soit la composante du risque pays – risque souverain ou de non-transfert – est toujours déterminée par la nature de l'entité économique en relation dans le pays étranger.

Après avoir présenté les notions de base servant à l'appréciation du risque pays, il nous paraît intéressant d'étudier l'évolution de ses manifestations au cours du temps. En effet, dans la définition donnée plus avant, les acteurs économiques privés sont considérés comme solvables. Mais les dernières crises ont connu des mutations : l'origine de la défaillance n'était plus publique mais privée. Le concept de risque pays est loin d'être statique : il évolue au fil des crises et permet l'apparition de nouveaux concepts.

2. Le nouveau risque issu de la crise asiatique : le risque systémique

Le terme de risque systémique n'est pas nouveau. Pour en être convaincu, il suffit de se replonger dans les effets d'entraînement de la crise boursière de 1929 aux Etats-Unis. Patat [1993] définit le risque systémique comme étant *"l'éventualité qu'apparaissent des états dans lesquels les réponses des agents aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques individuels, conduisent à élever l'insécurité générale"*³³. De même, Mathis [2001] considère *"le risque systémique de contrepartie [comme étant] celui de la défaillance de nombreux débiteurs à la suite d'une dégradation de la situation économique du pays"*³⁴. L'idée sous-jacente est que des défaillances privées internes peuvent avoir des conséquences très importantes au niveau national puis international, des effets "boules de neige".

Les balances des paiements nationales ont connu une tendance à la « financierisation » ces dernières années. Les flux de capitaux ont progressé et la désintermédiation financière a eu pour effet de diminuer les flux de crédits bancaires. Les crédits, actions, obligations et placements en monnaies locales détenus par des agents économiques privés se sont intensifiés. Les économies sont donc devenues plus sujettes aux retournements de confiance des investisseurs en cas de dégradation des systèmes bancaires internationaux. C'est au sein de ces mêmes systèmes bancaires et des politiques de change des Etats que les nouvelles crises ont pris leur source. La mondialisation des économies a multiplié les courroies de transmission des crises et a intensifié les retentissements internationaux.

³³ Patat [1993] in Percie du Sert [1999], p. 26.

³⁴ Mathis [2001], p. 236.

Les crises des années 1990 sont consécutives à des défaillances privées, à des baisses de confiance des investisseurs privés déstabilisant les économies nationales. La crise du peso mexicain de décembre 1994 a été la première manifestation de ces nouvelles crises financières. La politique du gouvernement Salinas a été de tourner le pays vers une gestion extravertie : le but était d'apprécier la monnaie pour contenir l'inflation et par-là même attirer les capitaux étrangers. Le marché intérieur a été rapidement libéralisé et les incitations aux exportations se sont multipliées. Les investisseurs sont effectivement attirés par des placements avantageux mais il s'agit massivement d'investissements de portefeuille qui ne contribuent pas directement au processus productif comme l'auraient fait des IDE. Le danger de ces capitaux est qu'ils sont fortement volatiles. Or, le gonflement du déficit courant, environ 8% du PIB mexicain, et une appréciation de la monnaie nationale de plus de 22% entre 1990 et 1994 ont rendu la situation interne préoccupante. Dès novembre 1994, les flux de capitaux se sont inversés et le pays a été contraint de dévaluer sa monnaie. L'effet « tequila » s'est propagé à d'autres pays d'Amérique Latine – Argentine, Brésil, Colombie, Chili, ... - à des degrés divers.

La crise thaïlandaise, qui a eu des conséquences sans précédent sur l'économie régionale de l'Asie du Sud-Est, est issue du décrochage du baht le 2 juillet 1997. La transmission s'est faite à la fois par le commerce international – les pays commerçaient majoritairement entre eux – et par le marché des changes. Ces pays disposaient de monnaies nationales toutes ancrées au dollar. L'importance des relations commerciales avec le Japon les rendait donc sensibles aux fluctuations entre le yen et le dollar. Ces nations ont donc profité de la baisse du rapport entre les deux monnaies jusqu'en 1995 : la compétitivité de leurs produits en était accrue. Mais dès 1997, la tendance s'inverse. Les pays sont contraints à une dévaluation nominale de leur monnaie. Cependant, le retour à la compétitivité prix s'est accompagné d'une progression des emprunts du secteur privé en dollars. Les agents économiques – les entreprises, mais aussi les banques et les Etats eux-mêmes - étaient attirés par la supériorité des taux d'intérêt américains. Les crédits bancaires privés ont progressé, notamment pour l'immobilier dont le prix des actifs a flambé. De ce fait, les investisseurs ont rapidement eu des doutes quant à la solvabilité des banques en monnaie locale. Ils ont donc retiré leurs capitaux à court terme ce qui a eu pour effet mécanique de tarir les réserves de devises. Cette baisse du stock de monnaies étrangères au niveau des Banques Centrales a rendu peu crédibles aux yeux des investisseurs internationaux les promesses de soutien des Etats à leurs banques. Les agents fortement endettés se sont trouvés incapables de rembourser leurs emprunts à court terme. Nombres de chaebols – grands conglomérats asiatiques – ont fait faillite.

Deux autres crises majeures ont touché les économies internationales : celle issue de la dévaluation du rouble russe le 17 août 1998 accompagnée d'un moratoire sur les bons d'Etat à forts taux d'intérêt – les GKO – et celle du Brésil aboutissant le 15 janvier 1999 à laisser flotter le réal. Elles sont liées l'une à l'autre du fait de leur nature et de leur transmission. Elles avaient toutes deux comme mode de stabilisation un ancrage nominal accompagné d'un ajustement insuffisant des finances publiques. De plus, certains retraits de capitaux sur le marché brésilien obéissaient à une volonté de répondre aux appels de marge sur les titres russes.

Ces quatre crises sont loin des crises de solvabilité des années 1980. Les faits déclencheurs sont directement issus de politiques d'ouverture extérieure afin d'accroître la compétitivité des marchés, de libéralisation des changes et de titrisation massive de la dette nationale. Ces crises récentes de par leur manifestation ont donc nécessité l'élaboration d'une nouvelle terminologie et surtout une modification des méthodes d'appréciation des risques commerciaux, financiers et bancaires. Le concept de risque pays a été complété par l'incorporation d'une nouvelle dimension : le risque systémique.

Le risque systémique touche l'ensemble des nouvelles formes d'opérations de marché ou de crédit. Il s'intéresse à la fois au niveau macro-économique, aux décisions politiques des Etats, et au niveau micro-économique - aux agents privés du pays concerné et à tout ce qui peut perturber leur équilibre financier général. Il est plus large que le concept de risque pays traditionnel car il considère l'impact de l'insolvabilité des acteurs économiques privés sur l'environnement global du pays, donc sur sa capacité à honorer ses dettes. Comme le risque pays, le risque systémique comporte deux composantes : l'une liée aux opérations de marché –il s'agit du risque systémique de marché financier

– et l'une issue des opérations de crédit des débiteurs privés – le risque systémique de crédit. Ce nouveau concept prend en compte l'ensemble de variables – taux d'intérêt, taux de change, cours de la bourse, proportion des créances douteuses dans le système bancaires, titrisation de court terme, ... - qui peut conduire à un retournement de situation conjoncturelle entraînant des sorties de capitaux massives et donc à une déstabilisation d'ampleur plus ou moins importante des comptes du pays.

Si les crises internationales ont subi de véritables mutations dans leur forme, elles se sont accompagnées en parallèle d'une modification des matérialisations du risque. Les répercussions négatives sur les économies nationales, de plus en plus imbriquées du fait de la mondialisation, et l'ampleur des sommes considérées ont rendu nécessaire voire indispensable tout recours à des organismes spécialisés capables d'évaluer les nouvelles crises hypothéquant de fait tout paiement normal des créances. Les différents acteurs économiques se doivent donc de disposer d'outils d'aide à la décision fiables émis par des organismes compétents. Ces préoccupations croissantes ont donc généré une multiplication des analyses cherchant non seulement à étudier les manifestations du risque pays mais aussi à prévenir ce dernier. Cet ajustement a souvent pris la forme d'ajout de critères relatifs aux secteurs bancaires et boursiers. La COFACE, par exemple, avait dès l'été 1997 commencé à mettre en place des indicateurs de perception des marchés par les agents économiques. Trois grands indices ont rapidement été finalisés. Il s'agit de l'indice de vulnérabilité à un retournement de confiance - fonction de la dépendance du pays vis-à-vis des capitaux étrangers, du financement de nature volatile et de la capacité de résistance à des attaques spéculatives -, d'un indice d'exposition à un retournement de confiance - qui mesure la probabilité qu'un changement de sentiment de la part des marchés intervienne - et d'un indice de confiance des marchés - qui reflète l'évolution des taux d'intérêt, de l'indice boursier, des réserves de changes et de la cotation éventuelle des créances sur le marché secondaire.

Les liens entre deux entités économiques de deux pays différents sujets au risque pays concernent ainsi les dettes en titres, bancaires ou non et négociables ou non, mais aussi les flux commerciaux et les difficultés liées aux implantations locales. Ces trois types de risque sont ainsi dépendants de la gestion de la dette bancaire, financière ou commerciale de l'entité économique étrangère. Ils sont contractés auprès d'agents privés ou publics dont la défaillance peut prendre deux formes différentes. Il s'agit là des deux grandes composantes du risque pays. Il reste cependant une troisième dimension à explorer : une approche en termes de type de crise. La question sous-jacente concerne la mise en relief de l'origine des événements qui ont impulsé le risque pays : une crise politique ou une crise économique-financière.

4. Du point de vue des faits générateurs de crise : le type de crise

Le dernier angle d'approche du risque pays est centré sur les faits générateurs de crise. Dans la littérature journalistique ou économique, une confusion est souvent faite entre le risque pays, le risque souverain et le risque politique. Ce sont en fait des dimensions du risque pays différentes. Le risque politique, de même que le risque économique-financier, reflète une vision du risque pays en termes de type de crise. La confusion tient au fait qu'historiquement, le risque politique a été la première manifestation notable des crises risque pays de même que le risque souverain. Revenons sur la définition des deux grands groupes de faits générateurs de crise : le risque politique et le risque économique-financier.

1. Le risque politique

L'étude du risque politique est au centre des préoccupations des agents économiques qui entreprennent des relations financières internationales depuis le début des années 1970. Pour Robock et Simmonds [1973] le risque politique apparaît *"quand des discontinuités se font jour dans l'environnement des affaires des pays étrangers, quand elles sont difficiles à anticiper et lorsqu'elles*

*résultent de changements politiques*³⁵. Cette définition comporte une limite notable, celle d'associer le risque politique aux changements politiques. En effet, il n'y a pas forcément de relation de causes à effets entre la discontinuité politique et la déstabilisation de l'économie interne entraînant une modification du niveau de risque. L'Italie qui a souffert d'une importante instabilité politique n'a pas pour autant subi une forte modification de son niveau de risque pays. La stabilité politique n'est pas non plus un gage de faible risque pays. L'ère Suharto a duré près de trente ans. Cette situation de statu quo politique n'a pas empêché le risque pays de l'Indonésie de se dégrader au fil des années.

Brewe [1975] donne une autre définition du risque politique. Cette dernière dérive de *"l'incertitude liée à l'environnement politico-économique des affaires et de ses effets sur les entreprises"*³⁶. La dimension économique s'ajoute à la dimension politique. Il s'agit d'une appréciation du climat général des affaires qui peut modifier les termes originaux des contrats internationaux conclus. Cependant, cette approche se centre sur les entreprises et semble donc nier l'impact des changements que l'environnement interne du pays peut avoir sur les exportations par exemple.

Paul [1993] complète l'approche de Brewe en incluant l'ensemble des opérations internationales pouvant être touchées par le risque politique. Ce dernier est ainsi défini comme revêtant toutes les *"actions ou politiques gouvernementales ou sociétales, ayant ou non pour origine le pays hôte et affectant, soit un groupe, soit une majorité des investissements et d'opérations économiques"*³⁷. Encore une fois, il ne s'agit pas d'une mesure de l'instabilité politique des Etats. Les événements qui modifient l'environnement général des affaires peuvent prendre leur source aussi bien dans les décisions des pays que dans celles des régions elles-mêmes ou des groupes de pays appartenant par exemple à des unions douanières et monétaires. Toutes les opérations financières internationales peuvent être sujettes au risque politique : le négoce, les investissements, les prêts, ...

La définition la plus globale qui nous apparaît comme prenant en compte tous les éléments relatifs au risque politique est donnée par Habib-Deloncle [1991]. Pour lui, le risque politique est *"l'ensemble des événements ou décisions d'ordre politique ou administratif, nationales ou internationales, pouvant entraîner des pertes économiques, commerciales ou financières pour l'entreprise, importatrice, exportatrice ou investissant à l'étranger, titulaire de ces contrats"*³⁸. Il est à noter que, comme dans bon nombre d'études risque pays, seule la dimension négative du risque est retenue. Il n'est aucunement fait cas des décisions qui pourraient induire des gains pour les entreprises. Tout ce qui concerne les abaissements fiscaux, les modifications du code des investissements et du commerce propices aux relations internationales est nié. Cette approche considère plutôt toutes les entraves possibles au bon déroulement des opérations internationales : les contingentements, les barrières douanières, les entraves au rapatriement des capitaux, les confiscations de biens, les nationalisations, ...

C'est notamment en se basant sur cette dernière définition que les agences de notations adoptent une définition restrictive du risque politique. Standard & Poor's appréhende ainsi le risque politique comme étant le refus des Etats de payer leurs dettes. Il est là question de la volonté affirmée de ne pas honorer leurs engagements financiers internationaux et ce indépendamment de leur capacité financière. En parallèle à l'ensemble des mesures politiques d'entrave aux sorties de capitaux, prises par les Etats, il faut prendre en considération l'existence d'autres événements politiques. Ces derniers prennent la forme de tous les faits qui peuvent déstabiliser les économies : les troubles internes et externes tels que les guerres, les révolutions, les émeutes sociales, les grèves, ... Consciente de cette dimension du risque politique, Standard & Poor's intègre dans sa démarche analytique des éléments relatifs à la mise en relief des troubles nationaux et internationaux. Le risque politique est ainsi appréhendé par les paramètres suivants : la forme de gouvernement et l'adaptabilité des institutions, le degré de participation démocratique, le processus de succession, le degré de consensus sur les objectifs

³⁵ Robock et Simmonds [1973] in Clark, Marois et Cernes [2001], p. 60.

³⁶ Brewe [1975] in Marois [1990], p. 8.

³⁷ Paul. [1993] in Benmansour et Vadcar [1995], p. 15.

³⁸ Habib-Deloncle [1991] in Benmansour et Vadcar [1995], p. 16.

de la politique économique, l'intégration dans les échanges économiques et financiers internationaux et le risque relatif à la sécurité intérieure et extérieure.

Souvent assimilé au risque pays, le risque politique n'en est pourtant qu'une dimension. Il concerne l'ensemble des décisions et actions des Etats qui entravent le déroulement des contrats internationaux. Il est historiquement une des composantes du risque pays mis en relief parallèlement au concept de risque souverain dans les années 1970. Cependant, il coexiste avec une autre approche des faits générateurs de crise : celle du risque économique et financier.

2. Le risque économique-financier

Le risque économique-financier est souvent appelé simplement risque économique. L'adjonction du qualificatif "financier" permet de montrer que la dimension financière est devenue plus importante dans les années 1990. Les concepts de risque économique et de risque financier ont été regroupés pour les opposer à celui de risque politique. Ils sont à rapprocher de l'évaluation de la capacité financière des Etats.

Clark, Marois et Cernes [2001] procède encore à une explication différenciée et restrictive de ces deux dimensions du risque pays. *"Le risque pays économique est défini comme la volatilité du PNB ou du PIB réel"*³⁹. Cette approche est trop restrictive et peut contribuer à fausser l'évaluation du risque pays. L'avenir global de la capacité de paiement d'un pays basé sur la seule étude conjoncturelle n'est en aucun cas un bon indicateur. Un exemple simple nous le démontre. Considérons le PNB du Maroc. Il est très sensible aux évolutions climatiques qui influencent directement le secteur agricole, principal pourvoyeur de revenus. En s'intéressant à la situation sur deux ans en 1997 et 1998, le pays est passé d'une récession économique de 2,2% à une croissance de près de 6,8%⁴⁰. L'étude du trend général d'évolution de l'indicateur est donc nécessaire afin de ne pas hypothéquer l'avenir du pays sous prétexte que, pour une année donnée, le niveau de production nationale est trop faible, voire catastrophique, ou au contraire très important. Il convient donc d'inclure dans le risque économique l'appréciation de tous les grands agrégats macro-économiques tels que la croissance du PIB mais aussi l'inflation, les soldes budgétaires et de la balance des paiements, les taux d'investissement et d'épargne, ...

Clark, Marois et Cernes [2001] définissent aussi le risque financier⁴¹. *"Le risque pays financier a trait à la capacité de l'économie nationale à générer suffisamment d'échanges internationaux pour faire face au paiement des intérêts et du principal de la dette extérieure"*⁴². La définition est là aussi trop restreinte en ce sens que seul est considéré le paiement de la dette extérieure de l'Etat et non les engagements extérieurs vis-à-vis des exportateurs, des investisseurs industriels contractés par l'Etat lui-même, les entreprises publiques et les entreprises privées. Une approche plus globale du risque financier inclut tous les paramètres relatifs à la dette, sa composition, son origine, son exigibilité, son historique, ainsi qu'aux secteurs bancaire et boursier.

Signalons que par opposition au risque politique, les agences de notation considèrent que le risque économique-financier relève de l'incapacité financière d'un Etat à payer sa dette. Le non-paiement de l'endettement est à relier directement à l'insuffisance de capitaux disponibles dans l'économie nationale.

Les risques politique et économique-financier sont intimement liés : la frontière entre les deux est floue. Les décisions des Etats interagissent sur les grands agrégats économiques et financiers. De même, les orientations des politiques sont souvent prises afin de restaurer et améliorer les comptes internes. Cependant, le risque politique revêt plus une dimension décisionnelle tandis que le risque

³⁹ Clark, Marois et Cernes [2001], p.52.

⁴⁰ Ministère de la communication du Maroc, www.statistic.gov.ma/PIB_branch.htm

⁴¹ Ici, il faut être vigilant et ne pas confondre ce risque avec le risque attaché aux investisseurs de portefeuille qui porte le même nom.

⁴² Clark, Marois et Cernes [2001], p. 56.

économico-financier consiste en une approche en termes de richesses.

5. Les analyses risque pays : des instruments stratégiques pour les agents économiques

Les études risque pays présentent des avantages pour l'une ou l'autre des parties des contrats conclus entre deux entités économiques de pays différents, voire pour les deux, suivant le type de relation mis en place. Penser que seuls les investisseurs, les banquiers ou les exportateurs retirent un bénéfice stratégique de ces analyses revient à tronquer la vision globale des choses. Bien que fort légitime, du fait de l'intérêt portant sur la qualité de créanciers de ces acteurs économiques, cette idée ne rend que partiellement compte de la réalité. En effet, cela aboutit à gommer l'outil décisionnel que représentent les études pour les emprunteurs en général ainsi que pour ceux qui émettent des titres en particulier.

Le contenu informationnel compris dans les analyses revêt donc un intérêt pour ceux qui peuvent être sujets au risque pays mais aussi pour ceux qui peuvent en être à l'origine. Nous allons donc successivement montrer que les analyses risque pays sont des instruments tactiques pour les acteurs économiques attendant un retour sur capitaux investis, prêtés ou issus de créances commerciales et pour les émetteurs de titres.

1. Pour les investisseurs, banquiers et exportateurs

Les organismes risque pays, par les études qu'ils élaborent en permettant aux investisseurs, banquiers et exportateurs de procéder à un arbitrage risque/rendement ou gain présentent un avantage décisionnel. Ces rapports complètent les études de marché. Nous allons étudier successivement le cas de ces trois agents économiques.

Les investisseurs sont le premier type d'agent bénéficiant de l'avantage stratégique que représentent les études risque pays. L'intérêt vient du fait que les analyses leur permettent d'élaborer leur politique de gestion de portefeuille. Chaque titre est clairement défini par un couple risque/rendement grâce à l'information simple, synthétique et directement disponible dispensée par les agences de notation. En fonction du seuil de risque propre à chaque investisseur, la composition de titres du portefeuille optimal est facilement réalisable en se basant sur les ratings fournis. L'évolution des marchés financiers et les mutations technologiques des années 1980, par la multiplication et la complexité des produits, ont brouillé la lisibilité des données économiques et financières. Les travaux réalisés par les agences de notation ont contribué à clarifier la situation en rendant l'approche des marchés des titres plus abordable. Grâce à une comparaison internationale des titres, les investisseurs peuvent ainsi directement procéder à la composition de leur portefeuille dans un panel correspondant à leur seuil de tolérance de risque. Les analystes risque pays procèdent à des classements en continu jusqu'à extinction de l'endettement sous forme de titres. Les ratings sont donc des indicateurs de l'évolution de la qualité de ces titres. La simple évaluation conjoncturelle lors du lancement des titres sur le marché est dépassée. C'est l'analyse sur le long terme qui est considérée, donc non seulement sur le marché primaire mais aussi sur le marché secondaire. L'intérêt des ratings pour les investisseurs porte simultanément sur le titre lors de son émission et tout au long de sa durée de vie. Pour les investisseurs qui choisissent directement l'implantation industrielle, les analyses risque pays sont tout aussi stratégiques. Elles rendent compte en temps réel, par des notes d'ordre plus qualitatif, des rapports, de l'évolution du code des investissements, des conditions de rapatriement de capitaux, ... Au-delà de la classification en catégories de risque, les études risque pays sont la base de tarification de garantie des investissements comme c'est le cas pour par exemple du programme de l'AMGI (Agence Multilatérale de Garantie des Investissements) dépendant du groupe de la Banque Mondiale.

Pour les banquiers, l'avantage des analyses risque pays repose sur l'appréciation des crédits qu'ils dispensent. En effet, chaque banque supporte directement la défaillance éventuelle inhérente à

une opération de prêt qu'elle a effectuée. Dans le cas de non-paiement d'un crédit, ses fonds propres sont mécaniquement affectés. Ses propres capitaux sont engagés par le défaut de remboursement et donc son activité globale s'en voit atteinte. Les analyses risque pays, menées par ses services internes et complétées le cas échéant par des études émanant d'autres organismes, vont lui permettre d'ajuster sa politique de provisionnement. La provision attachée à une opération de prêt est d'autant plus importante que le crédit en question est concédé à une entité économique d'un pays risqué. Les études risque pays sont la base de l'élaboration d'une politique de gestion des fonds propres des banques en adéquation avec les risques de défaillance de l'agent étranger lié par un contrat de prêt.

Les exportateurs sont la dernière catégorie d'agent retirant un avantage des analyses risque pays. Là aussi, le contenu informationnel intrinsèque à toute notation, et par extension à toute fiche situationnelle sur les pays, éclaire la vision sur la solvabilité du pays. La contrepartie de toute opération d'exportation est un retour de capitaux correspond à la vente de biens ou de services vers un pays étranger. Les analyses risque pays déterminent si le jeu est risqué : les débouchés potentiels que représente le pays en matière d'exportation valent-ils la peine d'être matérialisés par une vente compte tenu du comportement du pays en matière de paiement ? Les assureurs-crédit jouent un double rôle dans l'éclaircissement de la situation pour un exportateur. D'une part, ils dispensent des études risque pays, des conseils qui orientent le vendeur potentiel dans sa stratégie commerciale avec tel ou tel agent étranger. Une fois le risque identifié, l'exportateur choisira de concrétiser ou non son opération commerciale. D'autre part, quand la décision de vente sera effectivement prise, l'exportateur pourra ou non opter pour une assurance en fonction du type de contrat conclu. C'est sur la base des analyses risque pays que se déterminent les primes liées à la protection contre le défaut de paiement de l'agent économique étranger résultant de conséquences diverses et variées : guerre, catastrophe naturelle, dénégation de dette, refus de paiement, ...

Globalement, les analyses risque pays, quelle que soit leur finalité, sont des outils stratégiques d'aide à la décision et de réduction de l'incertitude. Elles orientent investisseurs, banquiers et exportateurs vers un choix fonction de leur arbitrage rendement-gain/risque. Elles ne sont pas directives dans le sens où elles n'imposent rien. Ces études sont seulement des instruments dispensant des conseils, conseils que chacun est à même d'interpréter et d'appliquer selon sa politique interne. Ainsi, les pays les plus risqués demeurent attractifs pour les agents commerciaux ou financiers qui assortissent les risques encourus de couvertures adéquates ou acceptent des aléas importants. L'avantage général des analyses risque pays réside dans l'information qu'elles dispensent, information ciblée par acteurs économiques pour tenir compte des spécificités de chacun.

2. Pour les émetteurs de titres

Pour les emprunteurs, le cas de figure le plus favorable est celui dans lequel l'entité qui prête les fonds dispose d'une bonne image de l'autre partie. Dans une telle situation, le demandeur de capitaux peut s'attendre à juste titre à obtenir un coût du crédit plus faible du fait d'une provision de défaillance éventuelle moindre, d'une matérialisation du risque improbable. De plus, l'accès au financement est plus aisé. Ce raisonnement est encore plus vrai pour les émetteurs de titres étrangers. Nous baserons notre propos sur les conséquences favorables pour les emprunteurs de l'élaboration de ratings par les agences de notation. Attachons-nous à montrer l'effet positif des notations sur les titres eux-mêmes, puis sur la stratégie de financement de l'entité économique qui a recours aux émissions d'actions ou d'obligations.

Comme nous l'avons vu, les agences de notation sont chargées d'établir un rating sur les titres émis. Pour adhérer au mieux à notre étude, nous ne considérerons que les émetteurs étrangers. Un "bon rating" favorise l'entité émettrice : le coût des titres émis sur le marché se fait à un prix inférieur à celui des "mauvais ratings". En effet, plus les placements financiers sont sûrs et plus le taux d'intérêt y étant rattaché est modéré car le risque y est relativement faible. Cette condition favorise l'édification, pour un prix désiré d'émission, d'une prime à un taux inférieur sur le marché à celui qui aurait dû être en l'absence de notation. Le schéma est similaire pour la fixation du prix unitaire du titre pour un taux d'intérêt pré-déterminé. Ce processus est encore plus stratégique pour les premières

émissions d'une entité économique : les titres lancés sur le marché seront d'autant plus attractifs que le comportement de paiement du débiteur aura été sans faille sur les titres précédents. De plus, un émetteur bien noté bénéficie d'un accès au marché des titres facilité compte tenu de sa qualité qui doit être retranscrite par une faible volatilité du titre. La stabilité de la prime évolue dans une moindre amplitude qu'elle le ferait en l'absence de notation. Les conditions globales intrinsèques à chaque titre sont donc plus favorables : coût d'émission plus faible, échéances plus longues, moindre volatilité, ... La notation permet donc dans le meilleur des cas d'assurer une certaine confiance quant à un titre émis sur le marché. Elle garantit un attrait pour les investisseurs internationaux et donc un afflux de capitaux. L'image donnée est d'autant plus importante en période d'instabilité des marchés sur des périodes courtes : les bons ratings sont perçus comme relativement sûrs et donc indéclassables.

L'attrait que représentent les bons ratings sur les investisseurs contribue à une modification des modes de financement des entités économiques. En effet, la désintermédiation financière, résultant de la rencontre directe entre emprunteurs et investisseurs, permet de diminuer le rôle des prêts bancaires. Cette procédure favorise la diminution de la dépendance des emprunteurs vis-à-vis du système bancaire et des institutions financières classiques. De plus, l'éventail des prêteurs est plus large : pour les bonnes notations, les marchés internationaux des capitaux sont ouverts. Cela réduit de fait la dépendance financière par rapport aux sources de fonds domestiques qui sont souvent limitées. L'interrelation permanente des marchés financiers internationaux garantit aux emprunteurs un panel plus important d'investisseurs potentiels. La flexibilité en matière de gestion de la dette devient plus importante. Lorsqu'une entité économique a procédé à une première émission de titres de long terme bien notée, alors sa marge de manœuvre pour un nouvel endettement futur est plus vaste. Mais, une nouvelle émission de long terme pourra être supplantée par plusieurs émissions de court terme si les conditions optimales de lancement de titres sur le marché ne sont pas à nouveau réalisées. L'emprunteur procédera à un arbitrage et attendra de meilleurs auspices pour ses titres de long terme. La gestion de la dette des emprunteurs semble donc être facilitée par l'affectation de bons ratings.

Ce raisonnement en terme d'avantage d'une bonne notation n'exclut pas la présence de titres dits spéculatifs sur le marché. Il n'engage pas forcément la proposition inverse, c'est-à-dire qu'un titre risqué ne trouve pas preneur sur le marché et donc dans le cas extrême son émission est vouée à l'échec. Le marché voit se confronter des agents risquophobes, qui ont une forte aversion au risque, mais aussi risquophiles. Ces derniers sont attirés par des émetteurs de titres mal notés mais aux taux d'intérêt plus hauts : le rapport haut risque/haut rendement semble leur convenir. Les avantages pour les emprunteurs sont certes moindres en termes de coût d'émission mais ces titres ne garantissent pas moins une source de financement alternative aux prêts des institutions financières.

Les emprunteurs sous forme de titre retirent donc un avantage non négligeable des analyses risque pays établis par les agences de notation. Ces dernières favorisent, dans le meilleur des cas, un abaissement des coûts d'émission, une réduction du coût de financement et un attrait pour les investisseurs étrangers. Elles contribuent aussi à une nouvelle forme de la gestion de l'endettement des emprunteurs.

Globalement, l'analyse risque pays est un instrument stratégique de gestion des opérations financières et de commerce conclues entre deux entités économiques de pays différents. L'avantage est directement issu de l'information base des notations. Le contenu informationnel présente un attrait aussi bien pour les émetteurs de titres qui se financent à moindre coût dans le meilleur des cas que pour les investisseurs, banquiers et exportateurs. Ces derniers évaluent par l'intermédiaire des classements et ratings les risques afférents à chaque opération internationale. Les analyses risque pays sont un complément nécessaire, voire indispensable, à toute étude de marché. Elles sont l'étape finale de la détermination d'une politique de gestion de portefeuille, de prêts et d'exportation.

6. Conclusion

Le risque pays est une notion synthétique et multidimensionnelle. De ce fait, il est souvent fait un amalgame entre le risque pays dans sa globalité et une ou plusieurs de ses composantes. Nous avons dégagé trois angles d'approche du risque pays. Le premier consiste en une appréciation en fonction de l'agent économique qui subit le risque pays : une banque, un investisseur ou un exportateur. Le second consiste en une démarche basée sur les caractéristiques de l'entité étrangère en défaut. Sont ainsi mis en relief les risques souverains, de non-transfert et systémique. Enfin, la dernière dimension du risque pays s'attache au clivage entre deux types de faits générateurs de crises : ceux relatifs aux problèmes politiques au sens large – le risque politique – et ceux se basant sur les insuffisances des grands agrégats économiques et financiers – le risque économique-financier.

Afin d'être exhaustif dans l'appréciation du risque pays, il est nécessaire de croiser ses trois dimensions : la nature, le type de risque et le type de crise. L'analyse est de fait affinée et permet ainsi de prendre en compte l'ensemble des dimensions inhérentes à la notion globale de risque pays.

Les analyses risque pays menées par des acteurs risque pays différents ne sont pas forcément comparables. Nous avons montré que chaque agent économique touché par le risque pouvait avoir recours à une institution spécialisée dans son segment d'activité. Par exemple, les agences de notation s'attachent à la mise en relief du risque souverain, la COFACE au risque commercial, Nord Sud Export aux risques des exportateurs et des investisseurs industriels, les banques au risque bancaire.

Il faut garder à l'esprit que, dans les relations économiques internationales, la vigilance doit être de mise. Le risque – mesurable – n'évacue pas les aléas liés à l'incertitude. Même si les études risque pays donnent une évaluation du risque pays, elles ne sont que des analyses globales qui doivent être accompagnées d'études de terrain plus micro-économiques tournées, pour leur part, vers des projets plus précis.

Références bibliographiques

Actualité bancaire 2001, *Réforme du ratio de solvabilité. Les grandes lignes du nouveau ratio Mc Donough*, Actualité bancaire, n° 448, 8 février 2001, pp. 1-2.

Andemnatten A. 1995, *Evaluation du risque de défaillance des émetteurs obligataires. Une approche par l'aide multicritère à la décision*, Lausanne, Presses Polytechniques et Universitaires.

Banque des Règlements Internationaux 2001, *Profil*, juin, www.bri.org

Barral G. 1987, *L'assurance crédit à l'exportation*, Nathan COFACE, Paris.

Benmansour H. et Vadcar C. 1995, *Le risque politique dans le nouveau contexte international*, Dialogues Editions, Paris.

Chiappori P-A. 1996, *Risque et assurance*, Dominos, Flammarion, Paris.

Clark E., Marois B. et Cernes J. 2001, *Le management des risques internationaux*, Collection Gestion, Série : Politique générale, Finance et Marketing, Economica, Paris.

Clei J. 1998, *Les éclaireurs du risque international*, Dossier spécial, *Le Monde*, mardi 13 janvier 1998, p. 3.

Comité de Bâle 1999, *Résumé du document sur un nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres proposé par le Comité de Bâle en remplacement de l'Accord de 1988*, Banque des Règlements Internationaux.

D'Arvisenet P. et Petit J-P. 1999, *Economie internationale. La place des banques*, Collection – Institut Technique de Banque, Dunod, Paris.

Fitch IBCA 1999, *Sovereign ratings, Rating methodology*, Londres.

Longueville G. 1997, *Les trois dimensions du risque pays* Banque Stratégie, n° 141, septembre, pp. 2-6.
—, 1998, *Les nouvelles formes de risque pays*, Risque pays 1998, Le Moci, n°1320, 15 janvier, pp. 290-296.

Marois B. 1990, *Le risque pays, Que sais-je ?*, PUF, Paris.

Marois B. et Behar M. 1981, *Comment gérer le risque politique lié à vos opérations internationales*, Collection l'Exportateur, CFCE.

Mathieu 1995, *L'exploitation bancaire et le risque de crédit. Mieux le cerner pour le maîtriser*, La Revue Banque Edition, Paris.

Mathis J. 2001, *Marchés internationaux des capitaux et gestion d'actifs*, Collection Connaissance de la gestion, 3^{ème} édition, Economica, Paris.

Mikdashy K. 1998, *Les banques à l'ère de la mondialisation*, Economica, Paris.

Moody's 1997, *La notation Moody's : mode d'emploi* Moody's Investor Service, novembre 1997.

Nord Sud Export 2001, *Country rating 2001-2002*, Nord Sud Export, n° 429, 15 octobre 2001.

Percie du Sert A-M. 1999, *Risque et contrôle du risque*, Collection Rapports et Synthèses, Economica, Paris.

Rémond P. 1998, *Les nouvelles facettes du risque pays*, Risque pays 1998, Le Moci, n°1320, 15 janvier 1998, pp. 305-306.

Sargen N. 1977, *Country risk*, Business Financial Letter, Research Department, Federal Reserve Bank of San Francisco, 18 mars 1977, pp. 1-3.

Sionneau B. 1996, *Risque politique, risque-pays et risque projet*, Working paper, Cahiers du LIPS, Paris.

Standard & Poor's 1997, *La notation du risque souverain*, Notations, n°17, septembre 1997.

Annexes

Annexe 1 :

Méthode de mesure de l'adéquation des fonds propres

$$\frac{\text{Total des fonds propres (sans changement)}}{\text{risque de crédit + risque de marché + risque opérationnel}} = \text{ratio de fonds propres (>8\%)}$$

Menu d'options pour la mesure du risque de crédit

Approche standardisée (modifiée)

Approche fondée sur les notations internes, méthode simple

Approche fondée sur les notations internes, méthode complexe

Menu d'options pour la mesure des risques de marché

(sans changement)

Approche standardisée

Approche des modèles internes

Menu d'options pour la mesure du risque opérationnel

Approche de l'indicateur unique

Approche standardisée

Approche de la mesure interne

Annexe 2 :

Méthodologie d'analyse des risques souverains de Standard & Poor's

Risque politique	Charge de l'endettement public	Stabilité des prix
<ul style="list-style-type: none"> • forme de gouvernement et adaptabilité des institutions • degré de participation démocratique • processus de succession • degré de consensus sur les objectifs de la politique économique • intégration dans les échanges économiques et financiers internationaux • risque sur la sécurité intérieure et extérieure 	<ul style="list-style-type: none"> • actifs financiers publics • niveau de la dette publique et charge de remboursement • structure et composition en devises • engagement en matière de retraites 	<ul style="list-style-type: none"> • indicateurs d'inflation • taux d'intérêt et croissance du crédit • politique de change • degré d'autonomie de la banque centrale
Structure économique des revenus	Flexibilité de la balance des paiements	Perspectives de croissance
<ul style="list-style-type: none"> • niveau de vie, des revenus, accès à la santé • économie de marché ou non • accès aux ressources et diversification 	<ul style="list-style-type: none"> • impact de la politique monétaire et fiscale sur les comptes extérieurs de la nation • structure de la balance courante • composition des flux de capitaux 	<ul style="list-style-type: none"> • niveau et composition de l'épargne et des investissements • taux et structure de la croissance économique
Flexibilité fiscale	Dette extérieure et liquidité	
<ul style="list-style-type: none"> • principaux soldes budgétaires • marge de manœuvre de la politique fiscale • pressions sur les dépenses publiques 	<ul style="list-style-type: none"> • niveau et composition en devises de la dette extérieure • importance des banques et autres entités publiques dans les engagements publics • échéancier et charge du service de la dette • historique du service de la dette et autres actifs publics extérieurs 	

Source : Standard & Poor's, Notations, n°17, septembre 1997, p.7

Annexe 3 :

Notation et dénomination des ratings souverains⁴³

Rating	Standard & Poor's	Rating	Moody's	Rating	Fitch IBCA
INVESTMENT GRADE					
AAA	La plus haute note attribuée par l'agence de notation. L'aptitude à payer les intérêts et à rembourser le capital est extrêmement forte.	Aaa	Qualité jugée maximale ; comporte le risque d'investissement le plus faible ; paiement des intérêts protégé par une marge exceptionnelle et remboursement assuré du principal ; modification de la capacité de remboursement peu probable, même en cas de multiples changements de l'environnement financier.	AAA	La plus faible probabilité de risque de crédit ; est attribué seulement dans le cas d'une capacité exceptionnellement forte de paiement des engagements financiers avant l'échéance ; cette capacité a une forte improbabilité d'être affectée de manière négative par des événements prévisibles.
AA	L'aptitude à faire face au paiement des intérêts et du capital reste très forte et ne diffère que dans une faible mesure de celle des émissions les mieux notées.	Aa	Qualité élevée ; marge de protection légèrement plus faible que celles de la catégorie Aaa ; fluctuation des éléments de protection de plus grande amplitude ; présence d'éléments générant un risque à long terme plus important que la catégorie Aaa.	AA	Très faible probabilité de risque de crédit ; est attribué dans le cas d'une très forte capacité de paiement des engagements financiers avant l'échéance ; cette capacité n'est pas significativement vulnérable aux événements prévisibles.
A	Forte capacité de paiement des intérêts et du capital, mais une certaine sensibilité aux effets défavorables des changements de circonstances ou de conditions économiques.	A	Qualité favorable ; qualification moyenne à supérieure ; éléments suffisants pour assurer les paiements, mais présence éventuelle de facteurs indiquant une possibilité de dégradation dans le futur.	A	Faible probabilité de risque de crédit ; forte capacité au remboursement ; cependant, plus grande vulnérabilité aux changements de circonstances ou de conditions économiques que pour les ratings supérieurs.
BBB	Capacité encore suffisante de paiement des intérêts et du capital, mais des conditions économiques défavorables ou une modification des circonstances sont davantage susceptibles d'affecter l'aptitude au service normal de la dette.	Baa	Qualité moyenne (marge de protection ni très élevée, ni suffisante) ; éléments en général suffisants, mais certains de ceux-ci sont absents ou peu fiables dans leurs caractéristiques de long terme ; ne possède donc pas des caractéristiques remarquables et contient en fait des éléments spéculatifs.	BBB	Normalement faible probabilité de risque de crédit ; la capacité de paiement est considérée comme convenable, mais des modifications de circonstances ou de conditions économiques peuvent affecter la capacité de remboursement.

⁴³ Ces appréciations sont directement issues de la traduction de l'anglais des définitions données par les agences de notation.

SPECULATIVE GRADE					
BB	Vulnérabilité au défaut de paiement la plus faible pour la classe spéculative ; reste fortement exposé à des changements négatifs des conditions économiques et financières qui pourraient mener à une incapacité de respect des délais de paiement.	Ba	Contient des éléments spéculatifs ; futur mal assuré ; modeste protection des paiements ; caractéristiques financières incertaines.	BB	Possibilité de développement de risque de crédit, résultant particulièrement de dégradations des conditions économiques ; cependant des choix économiques et financiers judicieux peuvent permettre des engagements financiers.
B	Vulnérabilité plus élevée que BB, mais respect jusqu'à ce jour des engagements ; des conditions économiques et financières adverses réduiront certainement les capacités de les respecter.	B	Ne détient pas les caractéristiques généralement exigées par un placement ; faible assurance quant au respect des engagements à long terme.	B	Risque de crédit significatif, mais une marge de manœuvre de sécurité demeure ; engagements financiers normalement tenus ; cependant capacité de paiement continue contingentée à un environnement économique et des affaires favorable et soutenable.
CCC	Vulnérabilité actuellement identifiée ; respect des engagements dépendants de conditions économiques et financières favorables ; en cas de changements de ces conditions, capacité très certainement insuffisante à respecter les engagements.	Caa	Faible statut ; présence d'éléments reflétant un danger quant au respect des engagements.	CCC	Le défaut de paiement est une réelle possibilité ; capacité à honorer les engagements financiers seulement dans le cas d'une conjoncture économique et des affaires favorable et soutenable.
CC	Généralement appliqué aux emprunts de rang postérieur aux emprunts notés CCC.	Ca	Haut degré de spéculation ; forte probabilité de défaut ou imperfection significative.	CC	Forte probabilité d'apparition d'un défaut de paiement.
C	Idem, mais pour un emprunt noté CC ; indique parfois aussi un défaut de paiement imminent.	C	Degré le plus faible ; faible probabilité d'atteindre un niveau de qualité placement.	C	Défaut de paiement imminent.
D	Déjà en défaut de paiement des intérêts et du principal, sauf si, un délai de grâce étant prévu, on peut penser que le règlement sera effectué avant l'expiration du délai.	D		DDD, DD, D	Les titres sont hautement spéculatifs et leur valeur ne peut dépasser la valeur de recouvrement dans tout cas de liquidation ou de réorganisation de l'entité obligataire.
NR	pas de notation sollicitée	NR	pas de notation sollicitée	NR	pas de notation sollicitée

Source⁴⁴ : Andenmatten, Standard & Poor's, Moody's, Fitch IBCA

⁴⁴ Adapté de Andenmatten [1995], pp. 20-23 et actualisé à partir de Standard & Poor's [1997], p. 2 ; Moody's [1997], p. 53 et Fitch IBCA [1999], p.15

Annexe 4 :**Pondérations affectées dans la méthodologie Nord Sud Export 2001-2002⁴⁵**

Les 4 paramètres de risque pays		Exportateurs (horizon inférieur à 18 mois)	Investisseurs (implantation locale)
P I	Risques souverains	30%	10%
P II	Risques de marché	40%	30%
P III	Risques politiques	10%	30%
P IV	Environnement des affaires	20%	30%

⁴⁵ Nord Sud Export [2001], p. 11.

Annexe 5 :**Méthodologie de Nord Sud Export 2001-2002⁴⁶****PREMIERE MESURE : LE POTENTIEL DE MARCHE (de A à E)**Facteur 1 : Poids économique et niveau de développement (15 critères, 3/10)

- Taille du PNB 2000 (0,6)
- Population totale 2000 (0,4)
- Superficie totale (0,1)
- Taille du produit industriel 1999 (0,2)
- Part des biens d'équipement dans la valeur ajoutée industrielle 1999 (0,1)
- PNB par tête 2000 (0,4)
- Espérance de vie à la naissance – les dernières données disponibles (0,2)
- Taux de mortalité infantile dans la première année – les dernières données disponibles (0,1)
- Taux d'analphabétisation de la population masculine adulte – les dernières données disponibles (0,1)
- Taux de scolarisation dans le secondaire – les dernières données disponibles (0,2)
- Pourcentage d'universitaires dans la classe d'âge correspondante – les dernières données disponibles (0,2)
- Part des diplômes scientifiques dans le total des diplômes décernés – les dernières données disponibles (0,1)
- Dépenses de R&D / PNB (0,1)
- Nombre de véhicules pour 1000 habitants 1999 (0,1)
- Nombre de téléphones pour 1000 habitants 1999 (0,1)

Facteur 2 : Taille réelle du marché (9 critères, 3/10)

- PNB par habitant 2000 en parité de pouvoir d'achat (0,5)
- Population totale au-dessus du seuil de 1000 \$ par an (0,2)
- Population urbaine totale 1999 (0,2)
- Taille de la population effectivement salariée 1999 (0,2)
- Nombre de ménages disposant d'un revenu annuel supérieur à 15000\$ internationaux (0,6)
- Nombre de ménages disposant d'un revenu annuel supérieur à 30000\$ internationaux (0,6)
- Taux présumé de demande réprimée de biens de consommation durable (0,2)
- Importations totales 2000 en milliards de US \$ (0,3)
- Part des pays de l'Union Européenne dans les importations du pays depuis 1995 (0,2)

Facteur 3 : Dynamique du marché (8 critères, 2/10)

- Croissance du PNB dans les 10 dernières années 1991-2000 (0,4)
- Augmentation absolue de la population urbaine depuis 1990 (0,2)
- Augmentation absolue des ménages disposant de plus de 15000 \$ internationaux depuis 1990 (0,3)
- Augmentation absolue des importations entre 1992 et 2000 (0,3)
- Ratio de dépendance démographique (<15 ans et > 65 ans) / population totale (0,2)
- Taux d'investissement (FBCF) / PIB en % (0,3)
- Productivité du capital (« capital output ratio » : FBCF / PIB sur croissance du PIB) (0,2)
- Importance des goulets d'étranglement déséquilibrant la croissance (0,1)

⁴⁶ Nord Sud Export [2001], pp. 13-17.

Facteur 4 : Ouverture et privatisation de l'économie (8 critères, 2/10)

- Taux d'extraversion : Importations + Exportations / PIB (0,2)
- Taux d'ouverture : exportations de biens et services / PIB (0,4)
- Part des investissements privés dans la FBCF 1999-2000 (0,4)
- Part des investissements étrangers directs dans la FBCF 1999 (0,2)
- Croissance des investissements étrangers directs de 1991 à 2000 (0,2)
- Capitalisation boursière par habitant comparée au PNB par tête 2000 (0,2)
- Pension interventionniste de l'Etat (0,2)
- Potentiel d'ouverture et de privatisation supplémentaire (0,2)

DEUXIEME MESURE : LE RISQUE-PAYS (de 7 à 1, sur 700)**PARAMETRE I : RISQUES FINANCIERS SOUVERAINS (15 critères, /70)****Facteur 1 : Poids de la dette publique et de son service (6 critères, 4/10)**

- Dette extérieure publique 2000 à plus d'1 an / PIB 2000 (0,7)
- Dette extérieure totale 2000 (court terme inclus) / recettes d'exportations 2000 (1)
- Dette publique intérieure / PIB et évolution de ce ratio depuis 1995 (0,8)
- Service de la dette extérieure 1999 / exportations de biens et services (0,8)
- Part de la dette extérieure due aux banques (0,4)
- Degré d'autosuffisance alimentaire et énergétique du pays (0,3)

Facteur 2 : Risque de défaut souverain (6 critères, 4/10)

- Croissance comparée des exportations de biens et de services et de la dette extérieure depuis 1992 (0,7)
- Structure de l'échéancier de remboursement de la dette extérieure 2001-2005 (0,6)
- Position stratégique du pays vis-à-vis de l'aide internationale et du FMI (0,8)
- Ratings du risque souverain par les agences Standard & Poor's et Moody's et décotes Brady (0,6)
- Volonté vérifiée de l'Etat d'honorer ses engagements financiers dans le passé(0,8)
- Taux de sinistres des assureurs de l'Union de Berne sur acheteurs publics, situation Club de Paris (0,5)

Facteur 3 : Réputation financière (3 critères, 2/10)

- Niveau de convertibilité de la monnaie et/ou appartenance à une zone monétaire (0,7)
- Réserves de devises (après soustraction de moitié des investissements de portefeuille) / importations 2000 (0,8)
- Probabilité d'un contrôle accru des changes dans les dix-huit prochains mois (0,5)

PARAMETRE II : RISQUES FINANCIERS DE MARCHE (15 critères, /70)**Facteur 4 : Maîtrise des équilibres fondamentaux (5 critères, 4/10)**

- Equilibre extérieur 2000-2001: solde des transactions courantes / PIB (0,8)
- Equilibre des finances publiques 2000-2001 : besoin de financement de l'Etat / PIB (1)
- Equilibre d'épargne 2000 : FBCF – épargne domestique / PIB (0,7)
- Equilibre des prix : hausse des prix à la consommation de mi 1997 à mi 2001 (0,8)
- Equilibre des taux d'intérêt : taux d'intérêt domestiques –Inflation 2001/ LIBOR (0,7)

Facteur 5 : Risque de change / dévaluation brusque et forte (hors zone franc) (4 critères, 3/10)

- Surévaluation : taux de change effectif réel (TER) depuis 1992 et 1995 (0,8)
- Evolution comparée du TER et du ratio : BFE –IDE / PIB 1997 (0,8)
- Avec : BFE, besoin de financement extérieur = solde des paiements courants + remboursement du principal ; et IDE flux d'investissements directs étrangers pendant la période concernée
- Réserves de devises juin 2001/ M1 et M2 (0,7)
- Volatilité du taux de change dans les dix dernières années par rapport au cours pivot de référence (0,7)

Facteur 6 : Risque systémique et volatilité économique (6 critères, 3/10)

- Surévaluation / volatilité boursière et conséquences en fonction du ratio : capitalisation boursière / PIB 2000 (0,5)
- Créances douteuses du système bancaire et conséquences en fonction du ratio : crédit intérieur / PIB (0,6)
- Taux de provisionnement de la place bancaire locale (0,4)
- Croissance annuelle de la dette extérieure privée depuis 1996 (0,5)
- Réserves de devises / dette extérieure privée à court terme (0,6)
- Existence de sinistres sur acheteurs privés chez les assureurs crédit (0,4)

PARAMETRE III : RISQUES POLITIQUES (15 critères, /70)**Facteur 7 : Homogénéité de la société (4 critères, 3/10)**

- Equilibre / déséquilibre ethnique et racial (01)
- Répartition des revenus (Coefficient de GINI) et dualisme socio-économique (0,7)
- Importance des classes moyennes (0,6)
- Conflits sociaux larvés / ouverts (0,7)

Facteur 8 : Stabilité du gouvernement et du régime (7 critères, 5/10)

- Nature du régime (personnel / collégial / institutionnalisé) (0,8)
- Clarté / opacité du processus de succession (0,7)
- Cohésion / efficacité du gouvernement (0,7)
- Soutien du gouvernement parmi les élites (0,4)
- Expression pacifique / armée de l'opposition hors système (0,6)
- Rôle stabilisateur / déstabilisateur de l'armée (0,6)
- Risque de renversement violent ou de convulsion déstabilisatrice du régime (1,2)

Facteur 9 : Conflits extérieurs (4 critères, 2/10)

- Existence ou risque grave d'un conflit armé déclaré (0,6)
- Fréquence et intensité constatées des conflits militaires (0,5)
- Soutien politique et/ou militaire d'une grande puissance (0,4)
- Qualité des relations avec la France (0,5)

PARAMETRE IV : ENVIRONNEMENT DES AFFAIRES (15 critères, /70)**Facteur 10 : Conditions des investissements étrangers (6 critères, 4/10)**

- Parité de traitement entre investisseurs étrangers et nationaux – situation 2000 (1)
- Restrictions particulières aux mouvements de capitaux (0,5)

Acceptation de l'arbitrage international et /ou conventions de protection des investissements (0,8)
Poids de la fiscalité locale sur les bénéficiaires – les dernières données disponibles (0,7)
Coûts de financements locaux – les dernières données disponibles (0,6)
Modernité / archaïsme des circuits de distribution locaux – les dernières données disponibles (0,4)

Facteur 11 : Conditions de travail (4 critères, 3/10)

Rapport qualité/prix de la main d'œuvre après charges sociales – les dernières données disponibles (0,8)
Rapport qualité prix des transports et de l'énergie (0,6)
Qualité des relations de travail avec les cadres locaux – les dernières données disponibles (0,6)
Risque politique sur le personnel expatrié (1)

Facteur 12 : « Bonne gouvernance » (5 critères, 3/10)

Couverture statistique adéquate / inadéquate du pays selon FMI (0,4)
Intensité des blocages bureaucratiques et niveau de corruption – données TI et NSE (0,7)
Stabilité du droit commercial local (0,8)
Respect de la loi et de la chose jugée (0,7)
Niveau de criminalité dans le pays (vols et agressions) – les dernières données disponibles (0,4)

Annexe 6 :

Matrice décisionnelle de Nord Sud Export 2001-2002⁴⁷

CLASSE DE RISQUE		EXPORTATEURS (marges commerciales)		INVESTISSEURS INDUSTRIELS (calcul du rendement)		
Classe	RISQUE	Si vous êtes maître de vos marges, augmentez-les de :	Ajustez votre politique de couverture	« Prime de risque » conseillée pour risque implantation	Soit : pour un taux de rendement de 15%	
1	Dangereux	160	75%	Pays à éviter si possible	Investissement à prohiber > 100%	> 30%
2	Très élevé	270	50%		100%	30%
3	Elevé	320	40%	A assurer obligatoirement auprès COFACE ou assureur privé	70%	25,5%
4	Assez élevé	380	25%		50%	22,5%
5	Modéré	430	10%	A « cofacer » si préférence	27%	19%
6	Faible	540	5%	Soyez confiants	13%	17%
7	Très faible		0%		0%	15%

Source : Nord Sud Export

⁴⁷ Nord Sud Export [2001], p. 10.