

Nicolas Meunier
Tania Sollogoub

Économie du risque pays



La Découverte

9 bis, rue Abel-Hovelacque
75013 Paris

ISBN 2-7071-4203-4

Le logo qui figure au dos de la couverture de ce livre mérite une explication. Son objet est d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir de l'écrit, tout particulièrement dans le domaine des sciences humaines et sociales, le développement massif du photocopillage.

Le code de la propriété intellectuelle du 1^{er} juillet 1992 interdit en effet expressément la photocopie à usage collectif sans autorisation des ayants droit. Or, cette pratique s'est généralisée dans les établissements d'enseignement supérieur, provoquant une baisse brutale des achats de livres, au point que la possibilité même pour les auteurs de créer des œuvres nouvelles et de les faire éditer correctement est aujourd'hui menacée.

Nous rappelons donc qu'en application des articles L. 122-10 à L. 122-12 du Code de la propriété intellectuelle, toute reproduction à usage collectif par photocopie, intégralement ou partiellement, du présent ouvrage est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris). Toute autre forme de reproduction, intégrale ou partielle, est également interdite sans autorisation de l'éditeur.

Si vous désirez être tenu régulièrement informé de nos parutions, il vous suffit d'envoyer vos nom et adresse aux Éditions La Découverte, 9 bis, rue Abel-Hovelacque, 75013 Paris. Vous recevrez gratuitement notre bulletin trimestriel **À la Découverte**. Vous pouvez également retrouver l'ensemble de notre catalogue et nous contacter sur notre site www.editionsladecouverte.fr.

© Éditions La Découverte, Paris, 2005.

Dépôt légal : juillet 2005

Introduction

Franchir une frontière n'est jamais sans incertitude pour un investisseur. Mais l'environnement des « pays émergents » crée des risques particuliers : il n'est pas indifférent de travailler dans un pays développé ou dans un pays du tiers-monde.

Peut-on définir ce qu'ont eu en commun des crises comme la nationalisation du canal de Suez en 1956, le défaut de paiement de l'État mexicain en 1982 ou celui de la Russie en 1998 ? De cette question est née l'analyse du risque pays : comment anticiper les fragilités macroéconomiques, financières ou sociopolitiques d'un pays, susceptibles d'avoir des répercussions sur une opération financière ou commerciale ?

La réflexion autour du risque pays est devenue un maillon indispensable du processus de décision et de contrôle des risques dans les entreprises et les banques : toute personne travaillant sur des dossiers relatifs à un pays émergent, économiste ou non, y sera confrontée un jour ou l'autre.

Mais l'analyse du risque pays, souvent appelée simplement le risque pays, n'est pas une discipline clairement identifiée comme telle branche de telle théorie économique : ses conclusions doivent être immédiatement utilisables par le banquier et l'investisseur. Le risque pays est un outil d'aide à la décision. Il se situe à la confluence du monde des affaires et de l'économie, en s'efforçant d'extraire de celle-ci ce qui peut aider celui-là.

À quoi sert le risque pays ?

L'analyste pays doit répondre à deux types de questions :

— le projet, envisagé ou en cours, est-il payé à hauteur de son risque ? On peut imaginer des opérations dans n'importe quel pays — y compris les plus risqués — à la seule condition que la prise de risque soit justement rémunérée. Le risque pays a cette fonction : comparer le risque et le rendement ;

— à quels types de risques l'investisseur va-t-il être confronté ? Pour répondre, il faut se projeter dans l'avenir et construire des scénarios qui sont autant de futurs possibles pour un pays. À chaque scénario est attachée une typologie des risques. Celle-ci va permettre à l'investisseur ou au banquier d'avoir une idée plus précise de son éventail de pertes et de gains maximums. À partir de là, il pourra choisir de lancer, ou non, une opération, de conserver, ou non, une couverture pour se protéger du risque.

Une théorie du diagnostic ?

Pour le risque pays, la diversité du monde émergent est un point de départ : c'est à elle que se confrontent les investisseurs ; c'est d'elle que naissent les risques. L'analyste pays a donc un positionnement de praticien vis-à-vis des théories macroéconomiques : il les utilise, mais il ne s'inscrit jamais dans une lecture théorique unique, particulièrement en ce qui concerne l'analyse des crises. Cela serait une démarche restrictive alors qu'il cherche au contraire à élargir sa typologie de risques envisageables : le risque pays ne s'interdit pas l'économie-fiction. Il peut faire en sorte que se côtoient sans complexe orthodoxie et hétérodoxie, à la seule condition de compléter sa palette d'indicateurs. Il n'a pas d'objectif de modélisation macroéconomique. À la limite, si le risque pays est une théorie, c'est surtout une théorie du diagnostic.

Quant au « dire d'expert », qui repose sur une connaissance non justifiable, c'est un rôle qui convient mal à l'analyste pays. Tel spécialiste « connaît », a « habité », « travaille sur », etc. Les justificatifs de l'expertise sont aussi nombreux que flous et dépendent des capacités de conviction de l'expert en question.

La prise de décision se trouve alors confrontée à une asymétrie d'information, l'expert ayant le dernier mot... invérifiable,

incontestable et indiscutable — sauf contre-expertise ! Le risque pays doit au contraire respecter un impératif de méthode et de transparence.

Trois difficultés pour une définition

Qu'est-ce que le risque pays ? Le concept, de plus en plus utilisé, n'est finalement pas défini de manière précise et universelle. On parle de l'« incertitude liée à l'environnement politico-économique des affaires et ses effets sur les entreprises » [Brewer, 1975]* ou de la « matérialisation d'un sinistre, résultant du contexte économique et politique d'un État étranger, dans lequel une entreprise effectue une partie de ses activités » [Marois, 1990].

La première difficulté tient à l'ambiguïté du terme « risque » lui-même. Selon les cas, la notion englobe à la fois la « probabilité qu'un événement nuisible se produise et le dommage qui pourrait potentiellement en résulter » [OCDE, 2002].

Le mot risque est en outre traditionnellement chargé d'une connotation négative. Étudier les risques, en préalable à une prise de décision, permet de se préparer à des situations pires que celles que l'on connaît. D'un point de vue mathématique, « risque » ne s'oppose pas à « chance » ou « sécurité », mais plutôt à « certitude ». Une espérance de perte n'est que l'opposé comptable d'une espérance de gain. Même si l'on peut, mathématiquement, évoquer le « risque que la situation soit meilleure », il est indéniable que, pour le praticien en environnement financier, le risque demeure associé à une perte possible, plus qu'à un gain espéré. On demandera à l'analyste de s'attacher au pire plutôt que d'évaluer le meilleur possible, notamment parce que la perte n'est jamais, dans une société commerciale, l'exact symétrique d'un gain. D'où la tendance de l'analyste de risque à ne parler que des problèmes possibles.

Le concept de risque renvoie plus généralement à l'état inconnu qui pourrait se réaliser et à l'idée d'incertitude [Albouy, 2002 ; Godard *et al.*, 2002 ; Peretti-Watel, 2000].

La seconde difficulté à définir le risque pays réside dans le caractère évolutif du concept : en trente ans, méthodes,

* Les références entre crochets renvoient à la bibliographie en fin d'ouvrage.

contenus et outils du risque pays ont été totalement bouleversés par la mondialisation.

Enfin, le dernier obstacle à franchir tient au caractère subjectif de la notion. Il existe trois visions différentes du risque pays : selon que l'on se place du point de vue de l'investisseur et du type de risque, du point de vue de l'entité étrangère débitrice et de la nature des risques, ou enfin du point de vue des faits générateurs du risque, à savoir du type de crise possible [Gautriaud, 2001].

Les créanciers et les investisseurs

On peut analyser les types de risques d'une opération par rapport à celui qui les prend, c'est-à-dire l'investisseur ou le prêteur. Dans ce cas, on nommera ces risques au regard de leur impact sur le bilan des établissements : risques de retard ou de défaut de paiement par exemple.

Pour un prêteur, l'analyse se concentre sur le risque d'un défaut (total ou partiel) ou d'un retard de paiement. Pour un investisseur, l'étude diffère s'il s'agit d'un investissement industriel ou d'un achat de titre. Dans le premier cas, il court un « risque industriel », à savoir le mauvais déroulement d'un processus de fabrication ou de vente, le risque maximum étant celui d'une expropriation ou d'une destruction des biens. Pour un achat de titres, on évoquera plus volontiers la notion de « risque financier », c'est-à-dire le risque d'une modification des conditions de rémunération données le jour de l'achat. « Un risque de crédit est défini comme la probabilité que l'emprunteur ne rembourse pas sa dette, un risque de marché est caractérisé par la volatilité du prix de la créance » [Laurent, 2001].

Pour un opérateur commercial, enfin, le risque tient à tous les éléments qui peuvent perturber la livraison, l'échange et le paiement des marchandises. On parle alors de « risque export ».

Les emprunteurs et les facteurs de risques

On peut aussi voir les choses du point de vue de l'emprunteur. Le défaut souverain se définit comme le défaut de paiement d'un État ou d'une entité sous garantie étatique, sur sa dette en devises étrangères, mais peut éventuellement être

Un livre en deux parties

Il y a deux façons de faire du risque pays.

La première repose sur des indicateurs considérés par l'ensemble des analystes comme des signaux avancés de crises, crises qui sont identifiées par avance : crise souveraine, crise de change, etc. Dans cette approche, l'analyste pays utilise une « boîte à outils » d'indicateurs clés et part de là pour faire son diagnostic.

La seconde méthode est plus empirique : l'analyse pays n'est plus encadrée par des normes, même si elle les utilise parfois. Il s'agit plutôt de mettre en rapport des variables, les unes par rapport aux autres, afin de déceler d'éventuelles tensions macroéconomiques. L'analyste pays ne cherche pas à prévoir une crise donnée mais des retournements de tendance, qui pourraient avoir un impact sur le projet étudié. Dans ce cas, le risque pays est surtout une méthode du diagnostic.

Cet ouvrage est construit en deux parties, autour de ces deux logiques.

étendu au défaut sur sa dette en monnaie locale. Trop souvent, le risque pays a été assimilé à tort au seul risque souverain. Il a même longtemps été avancé, par les prêteurs comme par les économistes, qu'un pays ne ferait défaut qu'après avoir épuisé toutes ses ressources internes. En conséquence, la note de risque de l'émetteur souverain était la note maximale dans un pays, aucune contrepartie locale (banque, entreprise, collectivité locale) ne pouvant être mieux notée que le souverain (notion de « plafond souverain » ou *sovereign ceiling*). Mais la fin du siècle a mis à mal cette pratique, par exemple lorsque Gazprom a continué à honorer ses dettes alors que la Fédération de Russie avait suspendu ses paiements.

Enfin, pour comprendre comment apparaissent les fragilités qui pourront créer des difficultés à un investisseur, on évoquera alors les facteurs de risque eux-mêmes : ambiance politique, vulnérabilités économiques, financières ou sociales.

Au final, comment définir le risque pays ? Ce n'est pas un risque précis, mais plutôt une constellation de risques, née de la vulnérabilité d'opérations spécifiques à un environnement macroéconomique, politique ou financier donné.

Des indicateurs aux normes

Les normes du risque pays moderne sont apparues avec la multiplication des crises souveraines, ainsi que les tentatives pour les comprendre et les éviter. En permanence, les cadres théoriques sont ainsi confrontés aux faits et renouvellent la « boîte à outils » de l'analyse du risque pays.

Cette volonté d'anticiper les crises se traduit par une recherche d'indicateurs clés, révélateurs de fragilités, annonciateurs de difficultés. Le caractère normatif de cette approche autorise une comparaison entre pays et permet de les classer par rapport à tel ou tel risque défini. La mesure du risque, en particulier grâce à des *ratings* pays, est une application de ces normes.

I / Les acteurs et les flux

Trente ans de mondialisation ont complètement modifié les processus de décision dans les entreprises. Il n'est pas nouveau que les investisseurs et les banquiers s'intéressent à leurs risques. Il n'est pas nouveau non plus qu'ils connaissent des difficultés dans leurs opérations à l'étranger. Pourtant, le terme de risque pays ne se généralise que tardivement, à partir des années 1970. Pourquoi les investisseurs ont-ils eu besoin d'autonomiser cette fonction ? Quelle est sa place dans l'entreprise et la banque ? Qui pratique le risque pays ?

Les acteurs financiers, de plus en plus conscients du risque

Les flux de capitaux dirigés vers les pays émergents ont augmenté, ils sont d'un genre nouveau, les risques et les crises aussi. Jusque dans les années 1970, les liens avec les pays émergents étaient encore peu importants au regard de l'ensemble des engagements des entreprises.

Mais ces liens ont gagné en taille relative : nourris de pétrodollars, les banquiers et investisseurs ont investi, commercé ou prêté à des pays et des entreprises de plus en plus nombreux, différents, lointains, exotiques. Ces flux sortent définitivement de la logique des financements coloniaux : les opérations dans les pays en développement sont analysées comme des engagements internationaux, définis par le passage de vraies frontières. En miroir apparaît la notion de « pays en développement », appelée à une forte notoriété et à de multiples modes sémantiques.

Lancés dans le monde émergent, les aventuriers de la finance avaient pourtant peu d'outils pour étudier leurs risques. Les grandes crises de la fin du XIX^e siècle avaient été oubliées, prouvant une fois encore que la mémoire de la finance internationale est courte : « Les crises sont un éternel recommencement, les historiens le savent et les spéculateurs veulent l'ignorer, sans doute parce qu'ils sont intéressés à le perdre régulièrement de vue » [Boyer *et al.*, 2004]. L'attention des analystes se focalisait sur le risque politique : la décolonisation avait été douloureuse pour les investisseurs en se traduisant par des nationalisations et autres préemptions d'actifs locaux.

Une modification des processus de décision dans les entreprises

Dans ce contexte, la crise de la dette des années 1980, qui démarre avec le défaut de paiement de l'État mexicain en 1982, prend une résonance particulière. Venant rappeler qu'en matière de finance internationale, l'impossible n'est jamais improbable, elle bouleverse la façon d'étudier les pays émergents : tout le monde surveillait la stabilité politique des pays et oubliait de travailler l'économie. On s'intéressait à la conquête des marchés, pas assez à leurs dangers. À partir de cette date, l'ère des pionniers est finie : la fonction de contrôle des engagements et des risques ne cessera de prendre de l'importance dans les directions internationales des banques et des entreprises.

S'impose alors l'idée de proposer des outils décisionnels plus précis, permettant aux décideurs de trier les risques, les pays et les opérations en cours. Ainsi se mettent en place des services de risque pays, surtout dans les grandes banques internationales et aussi dans quelques entreprises, pour la plupart à la recherche de projections à long terme (entreprises de bâtiment, de recherche pétrolière, etc.). Plusieurs revues et agences de notation commencent à publier des classements de pays en fonction du risque de crise.

Le risque pays dans la banque

Il est difficile pour une banque de connaître précisément, à chaque instant, le montant de ses engagements, et donc plus encore de ses risques. Cela suppose à la fois beaucoup de responsabilités pour les quelques individus habilités à prendre des décisions d'engagement financier, et peu de temps pour le faire.

Une partition du monde

Pays émergents, sous-développés, en développement ? Pays du Sud, pays pauvres ? Pays du Nord, industrialisés ? Pour refléter la différence entre pays riches et pays pauvres, existe une multitude de termes qui se chevauchent, plus ou moins précisément définis, et qui sont employés de manière presque équivalente, même s'ils recouvrent des réalités différentes.

L'appellation « tiers-monde » a été inventée par Alfred Sauvy en 1952 pour appeler à aider les pays qui n'étaient, pendant la guerre froide, ni d'un bloc ni de l'autre. Cette formule a survécu à l'effondrement d'un des mondes. Le grand démographe nommait ainsi l'« ensemble de ceux que l'on appelle, en style Nations unies, les pays sous-développés ». Le politiquement correct a, depuis lors, transformé cette dernière formule en « pays en voie de développement » (PVD) ou simplement « pays en développement » (PED).

Mais toute partition exige une frontière, et s'il est évident que le Luxembourg (avec un PIB par habitant de presque 35 000 dollars) n'est pas dans le même groupe que la Tanzanie (à peine 500 dollars), où placer Singapour et ses 25 000 dollars ? Il n'existe pas de partition du monde incontestable et le seul critère de richesse ne suffit pas.

Pour le FMI, il y a 24 pays industrialisés (répartis entre l'Ouest de l'Europe, le Nord de l'Amérique, le Japon, l'Australie et la Nouvelle-Zélande). Les autres sont par défaut des PED ou des PVD, qu'ils appartiennent ou non à l'Union européenne, qu'ils aient ou non des niveaux de vie supérieurs à ceux de certains des pays industrialisés, souvent dits « pays riches ». Le groupe des 24 est relativement homogène, mais celui des « pays pauvres » ne l'est pas du tout. Cette hétérogénéité a poussé les

économistes à créer des sous-catégories à partir de caractéristiques communes, dont la principale est certainement le mode de financement.

Ainsi, les « pays les moins avancés », ou PMA, sont définis selon des critères de niveaux de vie qui leur donnent accès à certains financements publics, les financements privés leur étant inaccessibles. À l'autre extrême, accompagnant la vague de déréglementation des années 1980, une expression a fait florès : les « pays émergents ». À l'occasion des privatisations et des opérations de restructuration de la dette sont apparus de nouveaux marchés financiers, vite appelés « émergents » : les pays qui les avaient organisés, en général les plus riches des pays pauvres, ont hérité de l'épithète. Il ne s'agit pas d'une catégorie officielle, mais d'une appellation pratique pour évoquer les PVD chez qui les structures financières ont atteint un certain niveau de développement, à l'inverse des PMA.

Enfin, il faut citer ici des appellations plutôt journalistiques, qui ont eu du succès en jouant sur la poésie autant que sur la convergence des processus économiques : sur le modèle des « dragons » d'Asie (Corée du Sud, Taiwan, Singapour, Hong Kong), on a parlé des « tigres » (Indonésie, Malaisie, Thaïlande) et même des « jaguars » (Amérique latine). Si personne n'a évoqué les « ours » pour l'Europe de l'Est, c'est certainement parce que *bear* en langage financier international désigne un marché en baisse.

Pour remédier à cette difficulté, les banques fonctionnent selon le principe des limites. Il serait impensable que toute décision de prêt soit du ressort d'un mandataire, que toute décision d'investissement doive attendre l'aval d'un décideur. Ou que, pour chaque opération de marché qui doit être exécutée dans la seconde, l'opérateur de marché demande l'autorisation à son responsable. Les limites sont un moyen qu'a inventé la banque pour assouplir l'indispensable contrainte pyramidale. Par « limite », il faut entendre un montant préétabli en dessous duquel des agents peuvent agir sans autorisation. Les limites précisent le type d'opération (en particulier la durée de l'engagement) et le type de client. Chaque opérateur de marché, chaque investisseur sait jusqu'à quel montant il peut traiter avec quel client et pour quel type d'opération. Lorsqu'une opération sort des limites, par exemple lorsque le montant demandé est trop important, ou lorsqu'il existe des engagements antérieurs et qu'une nouvelle opération fait que le total dépasse la limite, le chargé de compte demande à sa hiérarchie l'autorisation d'agir.

Les limites et leurs limites

Certes, les limites ne constituent pas une solution infaillible. De manière paradoxale, mais cela se retrouve pour toutes les procédures de contrôle du risque, le fait qu'il y ait de plus en plus de réglementations prudentielles n'empêche pas les crises d'arriver : la multiplication des limites de plus en plus précises et complexes ne supprime pas toute possibilité de débordement.

La complexité grandissante des produits financiers engendre une véritable opacité des engagements. Les produits dérivés sont un lieu d'expression créatrice permanente, et plus personne aujourd'hui ne peut prétendre maîtriser véritablement tous les outils financiers existants sur le marché [Régniez, 1987]. Cela se justifie par la perpétuelle évolution des besoins de protection contre les risques économiques des projets, qui sont à l'origine de la finance. Même avec une totale coopération des acteurs, il est presque impossible de construire des séries de limites qui soient exhaustives et pérennes.

Or, c'est un véritable duel au sein des structures de marché que se livrent opérateurs d'une part et contrôleurs de l'autre : attendu que la rémunération des premiers est liée au revenu réalisé, mais qu'elle n'est pas mise en danger par les pertes éventuelles, la tendance est de rechercher le rendement maximal. De

Comment se passe un comité d'engagement ?

Il pourrait être utile au lecteur qui n'est pas familier avec les organisations financières d'assister à un comité d'engagement. Ces comités passent en revue sur des bases régulières les projets proposés pour décider ceux qui seront financés. Le projet a souvent été présenté en amont aux analystes risque pays, pour discuter de sa viabilité et même, parfois, pour le définir en partie (hypothèses de risques, rémunération minimale). Le Comité discute, et le président, qui doit être mandataire, donc habilité à engager la banque, décide *in fine*.

Sont présents :

M — mandataire social de la Banque (directeur ou directeur adjoint), qui dirige la réunion.

F — représentant le service qui propose un projet à financer (investisseur en dette ou en capital pour un projet financier, responsable de l'opérateur financier requérant des révisions de limites sur des instruments financiers).

S et C — qui travaillent dans les services de contrôle des engagements, S au suivi des risques (pour remettre le financement demandé au regard d'autres engagements) et C à l'analyse de contreparties (pour préciser dans quelle mesure le partenaire du projet est fiable, celui qui va recevoir le financement ou la limite).

R — l'analyste risque pays.

Voici les structures types des discours de chacun :

M — « Passons maintenant au projet suivant, qui concerne la demande du service F pour un engagement de x millions d'euros sur une autoroute à construire dans le pays P. La parole est au risque pays.

R — Le pays P ne nous inquiète pas à long terme, mais il faut replacer au regard de ce projet autoroutier son évolution probable, notamment les questions du change, à moyen terme, et celles des revenus de la population, à plus long terme. Le scénario central est le suivant : la croissance peut s'appuyer sur [...]. Au final, pas d'inquiétude sur la solidité des fondamentaux et un faible risque industriel. En revanche, pour en revenir à notre autoroute, une inquiétude de long terme : comment être certain que les revenus de la population, donc des automobilistes, augmenteront selon les hypothèses du projet ? Il faudra surveiller régulièrement tous les indicateurs, depuis l'évolution du coefficient de Gini jusqu'aux négociations salariales annuelles avec les syndicats, pour éviter toute mauvaise surprise. Quant au change, qui déterminera les montants rapatriés aussi bien que l'endettement de la structure, il n'est pas à l'abri d'une baisse brutale, surtout si le prix des matières premières venait à augmenter, ce qui creuserait encore les déficits extérieurs. Les autorités monétaires ont prouvé par le passé qu'elles savaient

l'autre côté, les surveillants tentent de contrôler les risques pris pour éviter les pertes à plus long terme. Les premiers inventent des produits qui semblent respecter les limites, mais déplacent en fait le risque dans d'autres directions. Les seconds tentent alors de construire de nouvelles limites. Dans une telle course, le contrôle arrive toujours après.

bien gérer leur relation aux marchés, mais la nouvelle équipe qui est arrivée après les élections est moins connue. Au total, le pays P est noté équivalent BB par notre service.

M — Les agences sont un peu plus favorables que vous : BB + pour Standard et même Baa3 pour Moody's.

R — Oui, il est de tradition que ce genre de pays soit vu favorablement par les agences. Stabilité politique exemplaire, malgré des changements de majorité fréquents, dette publique faible : les agences y sont très sensibles. Mais il ne faut pas négliger la dette en devises des banques, que le gouvernement ne pourra pas toujours secourir. C'est en prenant conscience de cela que les marchés se sont retournés violemment l'an dernier en Syldavie. Avec cette note, nous ne remettons pas en cause le développement du pays, nous soulignons combien les données financières (change et taux d'intérêt) peuvent être volatiles d'ici deux ans.

M — Merci. Le projet ?

F — Voilà en quoi consiste notre projet [...]. La rémunération attendue est de n % au-dessus du LIBOR, à condition que nous prenions plus d'un quart du financement. Nous demandons donc une autorisation de x millions d'euros sur ce projet.

S — Vous avez déjà 170 millions sur ce pays, dont le risque, si j'en crois R, est quand même important, notamment dû à une population qui n'aurait pas les moyens d'un tel péage.

R — Attention, le risque existe, mais il est balisé.

F — Notre projet prévoit en plus une couverture de change sur les revenus en monnaie locale, qui nous coûterait p points de pourcentage.

C — Cette contrepartie a de bons actionnaires et est plutôt solide. Ses résultats pour l'an dernier, les derniers connus, font état d'un revenu de [...]. Aucune inquiétude sur cette contrepartie.

M — À condition que la contrepartie soit effectivement celle du projet ; or, j'ai cru comprendre qu'il s'agissait d'une filiale locale.

C — En effet, c'est une filiale à 49 %, le reste étant l'entreprise nationale du pays P.

F — C'est exact, mais c'est un axe de développement primordial pour l'entreprise qui vise une implantation à plus long terme dans la région. Elle ne laissera pas tomber le projet.

S — Cela fait au total un engagement supérieur à celui que nous avons dans le pays Q !

R — Pour Q, le risque est essentiellement de court terme. Là, nous nous engageons sur quinze ans.

M — D'accord. Nous pouvons accepter le projet, à la condition de supprimer complètement le risque de change, ou de le faire couvrir par nos équipes spécialisées, et à condition de s'assurer que les autres banques qui nous accompagnent sont aussi impliquées que nous : je ne voudrais pas être le principal bailleur de ce projet. Sous ces conditions, on prend. »

Cette question est omniprésente dans les problématiques de mondialisation financière : normes comptables, obligations réglementaires, jusqu'à la balance des paiements, révisée au début des années 1990 en grande partie pour pouvoir tenir compte des échanges de produits dérivés.

Toujours est-il que les limites créent certains garde-fous. En dehors des grandes crises, la non-existence ou le non-respect des limites est une des causes les plus fréquentes de pertes importantes. On pense ici à l'affaire de la Barings, qui a causé la faillite d'une banque bicentenaire lorsqu'un opérateur sur les marchés asiatiques a profité de la distance géographique avec sa hiérarchie pour contourner les limites. Il faut également citer l'affaire de Metallgesellschaft qui perdit 1,3 milliard d'euros en 1993 : sa filiale, par l'intermédiaire de montages financiers complexes, avait fini par gérer des contrats portant sur l'équivalent de quatre-vingt-cinq jours de production du Koweït [Lautier, 1998].

Si les limites sont bien construites, les dirigeants sont sollicités seulement pour les réviser, lorsqu'il y a beaucoup de demandes de dépassement. C'est également le cas dans une opération quand elle concerne un pays pour lequel il n'existe tout simplement pas de limites (par défaut, il n'y a « pas de limites », c'est-à-dire que les opérateurs n'ont pas le droit de traiter dans un pays).

C'est alors que l'avis des économistes est requis.

Qui prête, qui emprunte ?

Ce sont plusieurs points de PIB supplémentaires, sous la forme de flux de capitaux, que reçoivent chaque année les économies en développement. Ces flux sont des reflets, en même temps que des causes, des déséquilibres d'une économie : il n'y aurait pas de capitaux entrants si tout l'investissement local était simplement financé par l'épargne nationale. Mais les échanges de capitaux vont aussi, inévitablement, perturber les acteurs locaux.

Connaître les flux et les grandes périodes de financement dans l'histoire récente permet de resituer un pays dans son environnement financier et économique.

Les flux en direction des PVD ne représentent qu'une faible part des échanges internationaux de capitaux. Sur l'ensemble des années 1990, si l'on totalise tous les types de flux financiers, 10 % seulement sont allés à destination des PED : environ 2 200 milliards de dollars, soit presque autant que vers l'Allemagne (somme des flux entrants pour la période 1992-2001, selon les chiffres du FMI).

Au Sud également, l'inégalité est la règle. La Chine à elle seule concentre un peu moins de 20 % de ce total. En rajoutant quatre

destinations (le Brésil, le Mexique, la Corée du Sud et l'Argentine), on atteint déjà la moitié des flux reçus par les émergents. Les dix premiers pays totalisent à peine moins des trois quarts des capitaux, les vingt premiers plus de 90 %. Cette répartition reflète globalement le poids respectif des pays dans l'économie mondiale (la Chine représente en effet environ un cinquième du PIB des pays en voie de développement). La première caractéristique du monde émergent, c'est donc sa diversité. On le verra, cela a une influence forte sur les méthodes d'analyse du risque pays.

Les prêteurs publics font-ils de la politique ?

Les bailleurs de fonds peuvent être de nature publique ou privée. Cette origine a des implications de deux sortes sur l'analyse d'un pays : les motivations d'un financement public ne sont pas celles d'un investissement privé ; les comportements de tous les créanciers ne sont pas les mêmes en cas de difficulté.

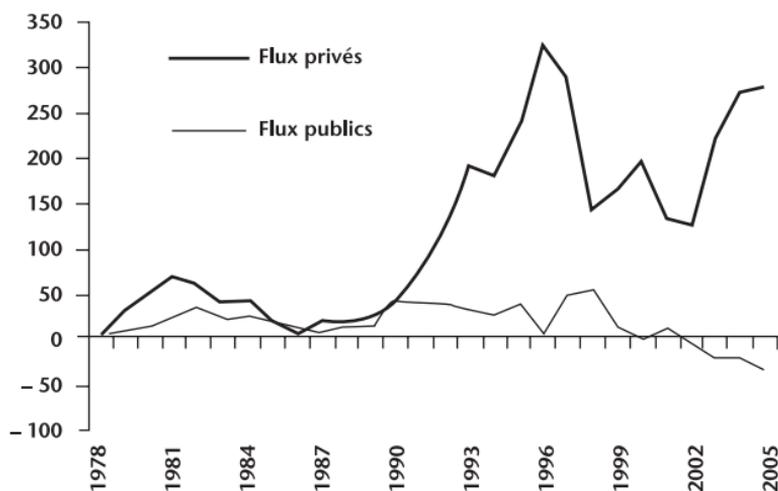
Les États se prêtent directement entre eux (financement bilatéral) ou se groupent au sein d'institutions supranationales (financement multilatéral). Les flux publics entre PVD sont l'exception (hormis les pays du Golfe, exportateurs de capitaux), et les flux en provenance des pays pauvres vers le Nord correspondent presque exclusivement aux remboursements des opérations antérieures. Les flux sont donc bien ceux d'États riches prêtant aux États des PVD.

Pour certains pays, les plus pauvres qui n'ont pas accès aux marchés financiers, ces types de financements publics constituent la principale source de capitaux extérieurs. Mais tous les pays y font appel, et il convient de rappeler que le FMI a financé surtout les pays d'Europe de l'Ouest et les États-Unis jusque dans les années 1970 ; ce n'est que depuis lors qu'il intervient uniquement dans les PED.

Consciemment ou non, il est inévitable que les prêteurs se servent de leurs ressources pour accompagner leurs choix géopolitiques. Par exemple, les pays les plus aidés par les États-Unis à la fin des années 1990 étaient Israël, l'Égypte et l'Ukraine, pour des raisons politiques : conflit israélo-arabe, importance du canal de Suez et réorganisation de l'espace ex-soviétique. L'URSS, du temps de sa splendeur, finançait les pays du tiers-monde sélectionnés pour leur position idéologique et stratégique (Cuba, Angola). Les pays d'Europe occidentale ont toujours, pour leur

Flux privés, flux publics

(total des flux à destination des PVD, milliards de dollars)



Source : IIF (Institute of International Finance).

part, un tropisme vers leurs anciennes colonies. Pour un analyste pays, entrées et sorties de capitaux n'apportent donc pas seulement des informations comptables.

Le FMI propose une vision du monde. — Le financement multilatéral n'est pas complètement exempt, lui non plus, de considérations géopolitiques, voire idéologiques (comme le rappelle, en *insider*, l'ancien économiste en chef de la Banque mondiale, Stiglitz [2002, 2003]). Par exemple, la Pologne a bénéficié, au début de sa transition, de la plus conciliante renégociation de dette de tous les temps : pour le seul Club de Paris, presque 30 milliards de dollars ont été concernés, soit presque 10 % du total des dettes traitées par le Club de Paris au cours des plus de 300 rééchelonnements organisés ces vingt dernières années. Est-ce un hasard si ce pays avait été à la fois le premier à organiser des élections pluralistes au sein des pays de l'Est, et celui qui osa une « thérapie de choc » pour réussir sa transition, s'appuyant sur toute une série de modèles très libéraux ? La Malaisie, après la crise de 1997, a instauré un contrôle des changes : cela a entraîné une brouille avec les autorités financières internationales, donc la méfiance des prêteurs privés

La procédure classique de restructuration

Un pays qui ne peut payer sa dette entre dans un long parcours de restructuration, dont le déroulement souligne l'importance des bailleurs publics. En effet, même lorsqu'ils ne sont concernés que pour une petite partie des sommes contestées, les prêteurs officiels, multilatéraux et bilatéraux, donnent une direction cruciale pour les négociations avec les prêteurs privés.

Le FMI est d'abord mis à contribution. Ses experts étudient le pays et proposent une politique économique adaptée qui doit permettre de remédier aux problèmes de « solvabilité » à moyen terme. Un prêt est en général consenti pour faire face aux difficultés de « liquidité ». Le rôle du FMI est incontournable. Sa position multilatérale est censée le dégager de préoccupations géopolitiques (même si les États-Unis et les autres pays développés en sont les principaux contributeurs). Mais surtout, il est devenu celui qui donne la mesure : bien que tout ne soit pas écrit explicitement, les autres négociateurs (publics bilatéraux et privés) n'acceptent d'entrer en scène qu'après que les discussions avec le FMI sont conclues.

Une fois l'accord signé avec le FMI, le Club de Paris est alors contacté. Créée en 1956 à l'occasion de la restructuration de la dette argentine, cette instance regroupe, de manière informelle, les principaux pays créanciers (dix-huit pays de l'OCDE plus, depuis 1998, la Russie). Elle a restructuré, depuis 1983 (et le début de la dette moderne), plus de 350 milliards de dollars de dette. Son secrétariat, localisé au ministère des Finances français, prépare les négociations entre le débiteur défaillant et les bailleurs. L'objectif est de régler le sort de la dette bilatérale publique, dette due par le pays aux autres États. Une

proposition de restructuration (délais de paiements, rééchelonnement) est étudiée avec le pays demandeur. Le Club de Paris permet ainsi au pays débiteur de trouver de nouvelles liquidités. Mais il demande une comparabilité de traitement qui va orienter très fortement les négociations avec les bailleurs privés. En d'autres termes, il est exigé par le Club de Paris que l'effort consenti par les créanciers privés ne soit pas inférieur à celui des créanciers publics, concrètement que banques et gouvernements abandonnent une même proportion de créances [Béranger-Lachand et Eugène, 2000 ; voir également le site officiel www.clubdeparis.org].

Dans la foulée du Club de Paris se réunit le Club de Londres qui regroupe les représentants (*steering committee*) des banques internationales détentrices de créances du pays. Imaginée en décalque du Club de Paris, cette instance, également informelle, regroupe un nombre bien plus important d'institutions (400 banques étudient la dette brésilienne, et 600 examinent la dette soviétique). L'accord met en général bien plus longtemps à être trouvé, parfois trois ou quatre ans, au lieu de quelques semaines pour le Club de Paris : chaque créancier, détenteur d'un segment de dette particulier, essaie d'orienter les négociations vers un accord qui lui sera le plus bénéfique. Conscient de ce biais, il est par ailleurs facile au débiteur de semer la zizanie chez ses interlocuteurs : la négociation la plus longue est donc entre les créanciers eux-mêmes. L'évolution des négociations est suivie de près par le dernier acteur, les marchés financiers, qui sont en général sollicités par les pays défaillants dès que les accords avec les créanciers publics sont finalisés : il n'est pas rare que la valeur de la dette sur les marchés fluctue avec des rumeurs liées à ces négociations au sein du Club de Londres.

réticents par nature à toute limitation à l'investissement, et il a fallu que cette stratégie se montre bénéfique pour que la position du FMI soit infléchie [Seltz, 2001]. La présence des bailleurs publics rend dangereuse cette orientation politique, non pas tant parce qu'elle existe, mais parce que les créanciers privés ont tendance à en oublier les ressorts : ne retenir que le soutien des bailleurs officiels en négligeant sa cause mène au mieux à l'aléa moral, et au pire à l'aveuglement.

Il serait partial, cependant, de ne voir le prêteur public que comme directement intéressé. Dans les pays en crise, les fonds d'origine publique parent au plus urgent et préparent l'arrivée des flux privés.

Les bailleurs privés, principaux financeurs

La grande majorité des flux internationaux est d'origine privée : ce sont ces investisseurs (banques, marchés ou entreprises) qui donnent le ton. Les flux issus des bailleurs privés sont regroupés en différentes catégories selon leur nature :

- prise de participation au capital d'une entreprise locale (par achat d'actions ou par investissement direct) ;
- financement (par prêt bancaire ou par achat de titres de dette).

Les balances des paiements, dans leur partie « compte financier », reprennent traditionnellement cette catégorisation. Le risque pays en a extrait des batteries de ratios destinés à la surveillance des comptes extérieurs (chapitre v).

Sur le dernier quart de siècle, l'achat de capital a représenté presque 60 % du total des flux privés à destination des émergents, les prêts bancaires un sixième, et les autres flux, dont surtout les titres obligataires, un quart. Ces proportions sont bien sûr variables dans le temps et dans l'espace.

Un financement crucial mais difficile à cerner. — Un investissement direct à l'étranger (IDE) est une prise de participation d'un investisseur étranger dans le capital d'une entreprise nationale ou une création d'entreprise *ex nihilo*. C'est le principal moyen de financement des économies émergentes, avec presque la moitié des capitaux reçus sur le dernier quart de siècle, et c'est un moyen en augmentation. Certes, les flux entre pays du Nord restent majoritaires, mais ceux qui sont dirigés vers des pays émergents représentent le quart du total (contre moins de 20 %

Part des différents types de flux à destination des émergents
(% du total de chaque ligne)

	IDE	Actions	Prêts bancaires	Obligations	Total, milliards de dollars
1981-1985	10	3	67	19	229
1986-1990	48	10	8	30	111
1991-1995	30	17	26	27	790
1996-2000	57	8	6	28	1 099
2001-2005	63	10	7	20	925
Total 1981-2005	48	11	16	25	3 154
dont Amérique latine	55	6	14	25	1 044
dont Asie	50	17	16	17	1 408
dont pays de l'Est	30	5	22	44	609

Source : IFI.

au début des années 1980). Et, même si quelques grandes opérations, souvent très médiatisées, peuvent parfois masquer les tendances de fond, les IDE sont de plus en plus importants pour l'économie internationale, et pour celle des émergents en particulier.

Il s'agit d'un moyen de financement des entreprises, et non pas de l'État (même une privatisation, si elle vient financer le budget de l'État, correspond au fond à une recapitalisation avant la cession). Il en existe deux grandes variantes, l'ouverture du capital d'une entreprise existante (rachats, fusions, privatisations) ou la création d'une entreprise ou d'une unité de production — on parle alors de *green field*. L'IDE est, pour le pays récipiendaire, un moyen alternatif à la dette pour financer son compte d'opérations financières.

Les cas où le solde de l'investissement direct dans un pays est négatif sur une année (c'est-à-dire qu'il y a un rapatriement des actifs supérieur aux nouvelles entrées) sont exceptionnels. Sur les trente dernières années, pour les soixante principaux pays non industrialisés, donc sur 1 800 observations, cela est arrivé une quarantaine de fois selon les données du FMI [Laurent *et al.*, 2001]. Très caractéristique du poids politique des IDE, neuf occurrences sont en Afrique du Sud avant 1990, période de boycott. Depuis 1995, le seul pays émergent qui ait vu diminuer ses IDE est l'Indonésie, en 1998 et 1999.

Loans et bonds, emprunts et titres, banques et marchés

Bonds (émission de titres obligataires) ou *loans* (emprunts bancaires), les enjeux financiers sont à peu près les mêmes : montants, durée et rendements se ressemblent. Les émissions souveraines à l'international portent généralement sur 250 à 300 millions de dollars, parfois jusqu'à 1 milliard de dollars, pour une durée moyenne de six ou sept ans (elles étaient à plus long terme au début de la décennie). Les crédits sont parfois un peu plus importants, plus souvent 500 millions de dollars, pouvant dépasser le milliard (on parle alors de *jumbo-loans*), eux aussi pour une durée typique de cinq à sept ans. Le *rating* moyen des emprunteurs est le même, c'est-à-dire que ce n'est pas le niveau de risque perçu par les agences qui détermine l'accès à l'un ou à l'autre des canaux de financement. Les prêts bancaires à destination des émergents sont plutôt le domaine des emprunteurs privés, une multitude de grandes entreprises. Le marché euroobligataire est à l'inverse très concentré entre

quelques émetteurs, principalement publics [Cartapanis, 2004 ; Laurent et Ricœur-Nicolai, 2000].

Dans les deux cas, l'analyste risque pays intervient en accompagnement de sa banque. S'il s'agit de prendre une part au montant global, il conviendra de mettre le risque perçu en face des intérêts espérés afin de soutenir ou au contraire de récuser l'opération. Quand la banque intervient plus en amont dans le processus, la mission de l'analyste risque pays se transforme, dans la mesure où, outre les revenus liés à l'opération, il doit également anticiper comment les autres investisseurs analyseront le projet : plus les autres banques penseront comme la banque *Lead* (banque qui organise l'opération d'emprunt), plus les acheteurs seront nombreux au prix proposé, et plus la banque *Lead* y gagnera. Les analystes de cette banque vont, pour ce faire, se démener afin de prouver la justesse de leur vision, tentant d'emporter l'adhésion des autres analystes : les banques ont ainsi un véritable rôle dans l'apparition des normes qui se créent sur un pays.

Un transfert de propriété. — Contrairement à la dette ou à l'achat d'actions, qui ont pour objectif d'obtenir des rendements sur les titres, l'IDE doit se comprendre comme entraînant le transfert vers l'acquéreur d'une partie du pouvoir décisionnel de l'entreprise. Pour des raisons statistiques, on définit souvent comme IDE les investissements d'agents non résidents portant sur une part minimale des actions d'une firme (seuil généralement fixé à 10 %). En deçà, ce sont des investissements de portefeuille. Cette définition, qui s'appuie sur la part du capital détenue et, soulève une évidente difficulté statistique : un simple changement de propriétaire d'une faible partie du capital, s'il fait passer un seuil, peut créer un flux d'IDE. Par ailleurs, les investissements des années suivantes, ainsi que les prêts reçus par la firme locale en provenance de sa maison mère

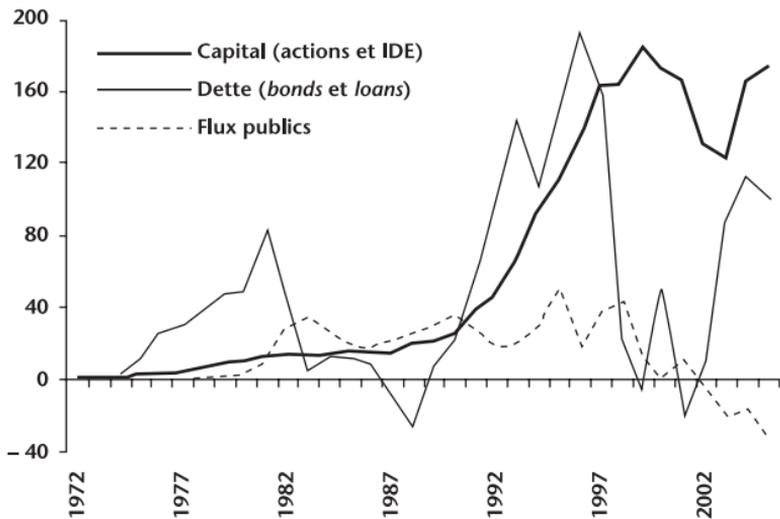
sont considérés comme IDE (cette dernière catégorie représente environ un cinquième des flux). Le FMI, autorité internationale en matière de balance des paiements, est explicite sur ce point. Une participation faible peut impliquer un pouvoir de gestion, auquel cas la participation devrait être intégrée aux IDE, tandis qu'une part de capital bien supérieure peut n'avoir qu'un objectif financier et ne pas être un IDE.

L'origine des crises des années 1990 : l'explosion des flux de capitaux

La période moderne commence dans les années 1970 : les PVD vont alors connaître une longue phase de financement facile. Les banques sont, à l'époque, le principal vecteur de cette phase d'internationalisation financière : les financements de marché sont encore quasi inexistantes (la désintermédiation n'a pas eu lieu) et les investissements directs sont faibles sur la période.

Flux nets à destination des PVD

(milliards de dollars)



Sources : Banque mondiale et IIF.

Mais l'euphorie prend fin, et une deuxième phase commence avec le défaut du paiement du Mexique en 1982. Il s'ensuit une décennie de tarissement de flux privés. En termes nets, les flux

bancaires sont même négatifs sur la période, ce qui signifie que les remboursements ont dépassé les nouveaux prêts.

Seuls les prêteurs publics sont présents : ils vont devenir donneurs d'ordres et modèles en termes de développement, donc de risque pays. C'est l'époque où s'élabore le corpus socio-économique de l'ajustement systémique, imaginé à l'origine par l'OCDE pour rééquilibrer les finances des pays riches après la crise pétrolière, mais systématisé à l'ensemble de la planète dans les années 1980. Les pays endettés, jusqu'aux plus pauvres, ont été priés par le FMI et la Banque mondiale d'augmenter leur surplus de ressources financières afin de payer la dette, et donc de tout faire pour augmenter les recettes et diminuer les dépenses.

La troisième phase commence au début des années 1990 avec le retour des capitaux. Pour l'Amérique latine par exemple, alors que 150 milliards de dollars avaient quitté le continent entre 1982 et 1989, les transferts redeviennent positifs en 1991. Les canaux de ce renouveau du financement sont multiples. D'abord, le temps qui passe a quelque peu effacé les craintes. D'autant que les banques ont remis en état leurs bilans, et que, au Nord, certains secteurs de l'économie (immobilier, agriculture) montrent qu'ils peuvent être tout aussi risqués que dans un pays émergent.

En parallèle, la remise en question du rôle de l'État va rassurer les investisseurs privés, transformer les systèmes financiers nationaux et internationaux (dérégulation, déréglementation, désétatisation), et justifier un retour des capitaux, ne serait-ce que par l'intermédiaire des privatisations. Le concept d'ajustement structurel évolue, et ce qui était un guide de conditionnalité des financements par le FMI débouchant sur des programmes précis se transforme en cadre théorique : c'est le consensus de Washington. Il reprend, au fond, la vision contraignante des ajustements structurels (limiter au maximum les dépenses publiques et tout faire pour développer l'exportation), mais en insistant sur la libéralisation et la stabilisation monétaires.

Les premières normes du risque pays. — Consciemment ou non, le consensus de Washington a marqué pendant une décennie la façon de penser des analystes pays. Pour la première fois se dessinait une armature théorique précise d'analyse des pays émergents. Les marchés financiers, structurellement à la recherche d'outils d'arbitrage, en ont tiré des points de référence

auxquels tous les acteurs, peu à peu, se sont soumis. Une batterie de ratios a ainsi pris corps, dont la crédibilité réside d'abord dans leur reconnaissance universelle.

Pour les pays en développement, les prises de participation au capital (par achats d'actions ou par investissements directs) s'appuient sur la vague de privatisation : les IDE sont multipliés par dix entre 1990 et 1999. Dans la foulée des projets multinationaux, les prêts bancaires reprennent, en accompagnant cette imbrication industrielle croissante. Mais les flux non bancaires se développent également : l'achat, par des investisseurs institutionnels, à travers des structures de marché *ad hoc*, d'obligations internationales. Cela a été amplement facilité par le plan Brady, imaginé en 1989 à l'initiative du secrétaire américain au Trésor, qui a permis aux pays endettés de transformer leur dette bancaire en titres obligataires (c'est la « titrisation »), en général « collatéralisés » : pour certaines dettes, une partie est garantie par la présence, liée à la dette émergente, d'une dette de bonne qualité, souvent des titres du Trésor américain ; la garantie peut porter sur le paiement du principal ou sur les intérêts selon les montages proposés. Ces *brady-bonds*, ou *bradys* ont permis à des pays très endettés de revenir sur les marchés et habitué les opérateurs à traiter des émissions de dettes « euroobligataires » (obligations libellées en devise autre que celle du pays émetteur). Le recours à ces outils de financement, qui finissent par surpasser les prêts bancaires en montant, est caractéristique de cette troisième période.

Une sélection accrue. — Les crises asiatique, puis russe vont mettre un coup d'arrêt brutal à cette période. Une quatrième phase commence en 1997-1998 avec à nouveau l'effondrement des prêts, puis la contraction des instruments de marché. Les flux publics sont, pour la première fois de manière durable, négatifs. Les pays émergents deviendraient-ils financeurs des pays riches ?

La situation est plus complexe. D'abord, le financement ne s'est pas réduit véritablement, mais il s'opère une sélection accrue des pays récipiendaires : la concentration, déjà de règle, a encore augmenté. La sélection des pays est inévitable lorsque le financement passe par la prise de participation au capital, surtout pour les IDE, qui sont moins arbitrables que des dettes (engagement à long terme, élément d'une stratégie industrielle globale, coûts de sortie onéreux). Mais, plus généralement, avec

la série de crises de la fin du siècle dernier, la géographie économique émergente a changé et, partant, le risque pays va se remodeler : apparition d'une nouvelle donne politique internationale héritée du 11 septembre 2001, concentration sur quelques zones (l'Europe de l'Est, mais aussi Hong Kong ou, à un degré moindre, le Mexique) et montée en force des grandes puissances émergentes (sur les marchés, on parle alors de BRIC pour désigner l'ensemble Brésil, Russie, Inde, Chine).

Au-delà de cette nouvelle géographie qui se dessine, le retrait des bailleurs publics doit alerter sur l'évolution du risque pays. Certes, les multilatéraux sont sortis du jeu, sans doute échaudés par les différentes crises : comment en vouloir au FMI, après les critiques extrêmement violentes qu'il a subies, de vouloir redéfinir sa politique de prêt ? Il se concentre depuis la crise argentine sur des pays en crise profonde, tout en reprenant un travail de fond sur son rôle et, de manière plus générale, sur la « nouvelle architecture financière internationale ».

Cette idée de réorganisation du système financier mondial, lancée après la crise asiatique lorsqu'il est évident que l'architecture existante a des difficultés à tenir solidement lors des crises, doit aboutir rapidement : il semble en réalité que cela nécessite une réflexion réellement en profondeur. Les autorités financières internationales revoient quelque peu leurs discours (le consensus de Washington, par exemple, est maintenant « relu », parfois par ceux qui l'avaient érigé en dogme). Les initiatives se multiplient, qui intéressent au plus haut point l'analyste risque pays en ce qu'elles façonnent — ou pourraient façonner — la perception des agents. Il y a par exemple le plan Krueger, du nom de l'économiste en chef du FMI, qui veut permettre la mise en faillite des États — comme celle des entreprises — afin de faciliter les négociations lors des difficultés de paiement, mais qui est abandonné par manque de soutien. Il y a la volonté d'assortir les émissions obligataires de clauses qui permettraient de débloquer certaines situations, par exemple en spécifiant que certaines décisions peuvent être prises par un nombre restreint de porteurs de titres, au lieu de devoir attendre l'avis de l'ensemble des créanciers, idée qui rencontre un succès mitigé.

Au-delà de ces tentatives qui remodeleraient immanquablement le paysage du risque pays, la volonté de transparence se poursuit : les autorités financières font de leur mieux pour inciter les pays à produire des statistiques toujours plus complètes, plus fiables. Si l'on peut douter de l'objectif évoqué,

il est indéniable que ce travail est crucial pour les investisseurs privés aussi bien que pour les analystes de risque pays : parce qu'ils auront plus de données à leur disposition, mais aussi et surtout parce que cela conduit à retravailler sur les statistiques elles-mêmes (la modification permanente de la balance des paiements en est le meilleur exemple) et à améliorer la compréhension des phénomènes en jeu.

II / Comment sont apparues les normes du risque pays ?

Les crises de la dette de l'Amérique latine des années 1980 sont les événements fondateurs du risque pays moderne. Elles viennent rappeler qu'un État, ou une entité sous garantie publique, peut faire défaut sur une dette en devises.

L'analyse du surendettement

À cette occasion apparaissent de nouvelles normes du risque pays, fondées sur un constat empirique : les États en difficulté de paiement ont généralement une dette extérieure totale ou une dette publique plus élevée que celle de la moyenne des pays émergents. L'analyse du risque pays se recentre sur la question du défaut souverain, caractérisé par l'endettement externe. Cette approche va marquer les esprits tout au long des années 1980, et influencer la construction des *ratings* souverains. Elle a conduit l'analyste pays à s'intéresser prioritairement à deux questions : à partir de quel moment peut-on dire qu'un pays est surendetté ? Et d'où provient ce surendettement ?

Le profil de dette d'un pays s'étudie en trois phases : solvabilité, soutenabilité, liquidité. Il faut pouvoir estimer d'une part le stock de dette par rapport à la richesse du pays (la solvabilité), et d'autre part l'évolution de ce stock par rapport à celle de la richesse globale (la soutenabilité). Dans ce cas, la vision est dynamique et non plus statique.

La notion de soutenabilité ne doit pas être confondue avec celle de liquidité. Cette dernière renvoie à la trésorerie : dans quelle mesure, et quel que soit son niveau d'endettement, un pays risque-t-il de ne pas pouvoir honorer ses échéances de

remboursement ? Il faut alors comparer la charge de remboursement avec les liquidités disponibles : l'analyse est plutôt concentrée sur le court terme ; celle de la soutenabilité renvoie aux dynamiques de long terme.

À chacune des trois étapes (solvabilité, soutenabilité, liquidité), l'analyste s'intéresse au profil global du pays, mais il cherche aussi à affiner son étude autour de trois critères : les créances, les emprunteurs et les créanciers. Ainsi seront cernées les zones de fragilité les plus fortes selon les outils de la dette, leurs échéances, leur volatilité.

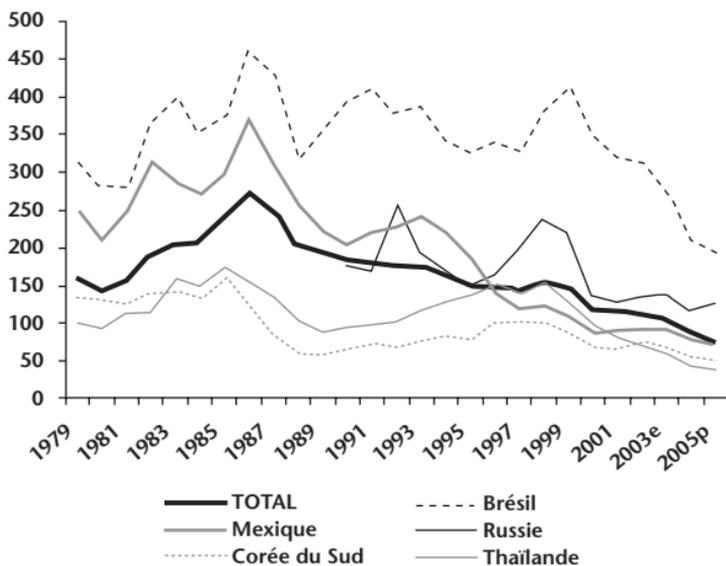
Liquidité et solvabilité : les ratios classiques

Y a-t-il un niveau de stock de dette qui permette à l'analyste de diagnostiquer un surendettement latent ? Pour cela, il faut d'abord choisir des indicateurs clés, afin de déterminer, si c'est possible, des niveaux « absolus » de dette à ne pas dépasser. La plupart des organismes qui utilisent des notations pays (banques, agences de *rating*, institutions internationales) définissent ainsi leurs propres seuils d'alerte qui ne sont généralement pas rendus publics.

Dans ce genre d'exercice, le praticien regarde un pays comme un analyste financier une entreprise. Il cherche à estimer le stock de dette extérieure totale d'un pays par rapport à ses actifs — qui seront évalués par le produit intérieur brut — ou par rapport à ses « revenus » — en considérant que les exportations en sont une bonne représentation. Ce second ratio a l'intérêt de se situer à la confluence de la solvabilité et de la liquidité en comparant le stock de dette à la capacité du pays à gagner des devises. Il propose donc une forme d'approche de la soutenabilité. À ce titre, il est souvent proposé comme indicateur de surendettement dans les analyses de risque pays, sur la base d'un seuil d'alerte de 150 % — soit la moyenne pour les pays émergents en 1990.

Pour la liquidité, l'indicateur le plus fréquemment utilisé est le ratio du service de la dette qui compare la charge de remboursement d'un pays (amortissement et intérêts sur sa dette extérieure totale) à ses revenus (exportations). Ce ratio a traversé les crises et les âges, et reste le critère choisi par la Banque mondiale (ainsi que le service de la dette rapporté au PIB) pour classer les pays en fonction de leur endettement.

**Dettes extérieures totales rapportées
aux exportations pour quelques PVD**
(%)



Source : IIF.

Mais le niveau ultime de liquidité reste la « trésorerie » du pays, représentée par les réserves de change en devises. Il est généralement estimé qu'il faut qu'elles soient supérieures à l'équivalent de trois mois d'importations. À vrai dire, l'histoire a prouvé qu'un tel niveau est très insuffisant pour se défendre en cas d'attaque spéculative, mais l'intérêt de ce seuil d'alerte est qu'il est partagé par tous les analystes, utilisé par les organisations internationales, et donc pris comme objectif par les pays. C'est une norme. À l'inverse d'ailleurs, un pays dont les réserves sont à moins de trois mois d'importations est réellement en situation de risque de liquidité immédiat : il restera dans le bas des classements, quels que soient ses résultats macroéconomiques. Ce fut longtemps le cas de l'Ukraine.

Pour compléter l'appréciation des réserves de change, il est également utile de les comparer aux intérêts à payer sur la dette extérieure totale, ainsi qu'à la dette à court terme ou à la croissance de la masse monétaire. L'état d'alerte maximal d'un

marché correspond à la situation où un pays surendetté commence à laisser dériver aussi ses ratios de liquidité. C'est le cas de la plupart des pays qui ont connu une crise de surendettement classique.

En revanche, un pays à forte dette qui reste soucieux de bien gérer sa liquidité peut continuer à trouver des financements. La Hongrie en 1995, au bord d'une crise de surendettement, a pourtant su rassurer ses créanciers en lissant ses échéances de remboursement et en maintenant un niveau élevé de réserves. Cela lui a laissé le temps de sortir du surendettement et de ramener son ratio de dette extérieure totale par rapport aux exportations de 250 % en 1994 à 91 % en 1997.

Mais il est très rare de voir des pays sortir du surendettement autrement que par une crise. Pour cela, il faut que les gouvernements s'inscrivent dans une vision à très long terme, ce que les exigences des cycles politico-électoraux permettent rarement.

Les seuils d'alerte : une logique limitée et contestable

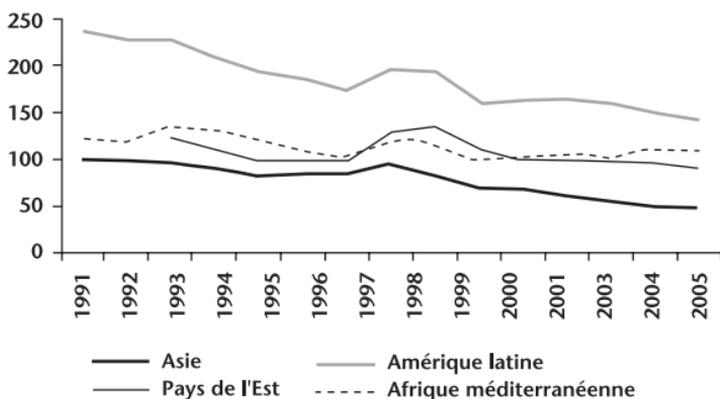
Les seuils d'alerte sont fréquemment utilisés dans les analyses de risque pays mais ils sont très contestables, et contestés par les théoriciens. En premier lieu, parce que la diversité des émergents en fait une classe d'étude pour laquelle le concept de moyenne est à manipuler avec précaution. En second lieu, parce que les études empiriques des défauts souverains des trente dernières années montrent que « la définition de niveaux inconditionnels de dette et de ratios de production est de peu de valeur pour estimer la probabilité de défaut » [Manasse et Roubini, 2005].

Il n'y a jamais d'explication monocausale des crises, même si, dans tous les cas, les auteurs détectent un signe de surendettement : une dette extérieure totale qui excède 50 % du PIB, ou une dette publique supérieure à 215 % des recettes de l'État. Mais pour que la probabilité de défaut soit supérieure à 50 %, il faut aussi d'autres éléments, parmi lesquels, par exemple, une inflation supérieure à 10,5 % (Brésil, 2003 ; Jamaïque, 1985 ; Égypte, 1984 ; Bolivie, 1985 ; Afrique du Sud, 1985 ; Uruguay, 1987 ; Venezuela, 1990 ; Turquie, 2000 ; Indonésie, 2002), ou une surévaluation de la monnaie (qui conduit au défaut souverain au Salvador en 1982, en Uruguay en 1983 ou au Venezuela en 1984).

Enfin, on peut se demander si la pertinence de ces ratios ne s'est pas réduite tout au long des quinze dernières années, ce qui

renverrait à des changements macroéconomiques plus profonds dans le fonctionnement et le financement des pays. Comparé aux exportations, l'endettement des pays émergents est en baisse depuis 1990. La moyenne globale est passée de presque 200 % à la fin des années 1980 à moins de 100 % en 2004. Si l'on se réfère au seuil d'alerte de 150 %, aucune des quatre grandes zones émergentes n'excède plus ce seuil, alors que l'Amérique latine était à 230 % en 1990. La comparaison avec le ratio dette/PIB est instructive. En revanche, l'endettement des pays émergents est resté stable à environ 35 % depuis quinze ans : il n'y a pas de dégradation globale de la soutenabilité, mais il n'y a pas non plus de réduction de l'endettement.

Endettement rapporté aux exportations par grandes zones géographiques (%)



Source : Economist Intelligence Unit.

Les pays sont plus ouverts, leurs exportations ont augmenté et ils assument mieux leur charge de remboursement. Cette observation est corroborée par l'amélioration du ratio du service de la dette, ainsi que par une remontée sur longue période des ratios de réserves de change. Celles-ci, exprimées en mois d'importations, passent d'une moyenne globale de deux mois dans les années 1980 à trois mois dans les années 1990, jusqu'à plus de six mois à la fin du siècle. Certes, l'explosion des réserves asiatiques contribue à cette amélioration, mais la tendance est générale.

La situation s'améliore en flux mais pas en stock : c'est un mieux pour le profil de solvabilité qu'il serait cependant dangereux d'assimiler à un diagnostic global. Mais c'est une des explications de la remontée tendancielle des pays émergents dans les *ratings* d'agences après la crise russe.

Les seuils d'alerte ont donc l'intérêt d'être un support pour des approches comparatives, car ils permettent de noter les pays les uns par rapport aux autres. Ils formalisent le risque — encore plus s'ils deviennent des normes de référence sur les marchés. Mais il serait dangereux de s'en satisfaire comme l'indicateur absolu d'un risque de crise. Faut-il vraiment exclure tout risque de crise en Chine, dotée de réserves de change colossales (à plus de neuf mois d'importations depuis 1997) et d'une faible dette extérieure totale en pourcentage des exportations (passée de 90 % en 1997 à moins de 30 % en 2005) ? La Banque mondiale note ainsi que « ces indicateurs doivent être utilisés dans le contexte plus large d'une analyse spécifique de la soutenabilité de la dette de chaque pays » [World Bank, 2004].

La soutenabilité d'une dette

Un pays pourra-t-il payer sa dette ? Dans ce cas, la question n'est plus celle du stock de dette, mais celle de la soutenabilité : elle s'examine selon le même principe pour la dette publique et la dette extérieure totale, centrée sur l'idée que le taux de croissance d'une économie ne doit pas être durablement inférieur au taux d'intérêt de sa dette (encadré).

D'où vient le surendettement ?

L'évolution des marchés financiers mondiaux est plus ou moins propice au surendettement : comme sur un marché financier domestique, la surliquidité a tendance à rendre le crédit plus « facile » et, à l'inverse, la sélection des emprunteurs devient plus rude en phase de contraction des liquidités mondiales. C'est ainsi que le crédit est procyclique : il accentue les tendances de la croissance d'un pays. C'est un phénomène particulièrement sensible pour les pays émergents.

Mais les défauts de paiement des années 1980 ont surtout conduit les analystes à s'intéresser aux déséquilibres internes qui peuvent expliquer qu'un pays a besoin de s'endetter au-delà de ce qu'il peut rembourser. Comment produit-il de la dette ? Ce

La dynamique de la dette publique et sa soutenabilité

Soit D_t la dette publique totale à l'instant t , r le taux d'intérêt afférent : la dette augmente avec la charge d'intérêt et le solde budgétaire primaire (hors intérêts de la dette) S_t (donc S_t est < 0 s'il s'agit d'un déficit).

$$D_t = D_{t-1} (1 + r) - S_t$$

Soit Y_t le PIB du pays :

La première équation, divisée par Y_t , permet, si l'on introduit g le taux de croissance, tel que $Y_t = Y_{t-1} (1 + g)$, d'obtenir

$$d_t = d_{t-1} (1 + r)/(1 + g) - s_t$$

(avec des minuscules pour noter les ratios des grandeurs rapportées au PIB, d_t pour D_t/Y_t et s_t pour S_t/Y_t).

La soutenabilité suppose de surveiller la variation du taux d'endettement, d_t , et non celle de la dette en montant, D_t .

$$\text{On a } d_t - d_{t-1} = d_t - 1 (1 + r)/(1 + g) - s_t - d_{t-1} = 1/Y_t [D_t - 1 (r - g) - S_t]$$

Donc $d_t = d_{t-1}$ si et seulement si $S_t = D_t - 1 (r - g)$

Le niveau d'endettement est stabilisé si et seulement si le solde primaire (hors intérêts) rapporté à la dette est égal à l'écart entre taux d'intérêt et taux de croissance (les signes s'inversent avec un déficit : $(r - g)$ devient $(g - r)$, soit l'écart entre le taux de croissance et le taux d'intérêt).

Quand la croissance est égale au taux d'intérêt, il faut un budget à l'équilibre pour stabiliser l'endettement (quand la croissance est inférieure au taux d'intérêt, il faut un excédent budgétaire).

Le calcul de la soutenabilité de la dette extérieure reprend exactement les mêmes équations, en partant du principe — simplificateur — que c'est l'accumulation des déficits extérieurs qui fait la dette en devises : S_t peut ici représenter le solde courant.

qui revient à comprendre comment il devient débiteur ou créancier du monde extérieur. On passe alors de l'analyse du stock de dette à celle de la balance des paiements, puisque celle-ci décrit justement les liens entre un pays et le monde extérieur : on considère qu'une crise de la dette vient d'un déséquilibre insoutenable des fondamentaux et que celui-ci se lit dans le déficit courant. C'est l'une des conventions les plus importantes du risque pays des années 1980.

Deux visions de la balance courante. — Il existe deux lectures possibles de la balance des paiements, et donc deux explications au besoin de s'endetter d'un pays : la méthode d'analyse du risque pays sera très différente selon que l'on opte pour l'une ou l'autre vision. Soit l'on considère que le déséquilibre des fondamentaux vient de la sphère réelle de ce pays, et que la sphère monétaire ne fait que répercuter les mouvements réels. Soit l'on

donne la priorité à la sphère monétaire en prenant comme point de départ l'analyse de l'offre et de la demande de monnaie : dans ce cas, les flux monétaires déterminent les flux réels.

Dans la première hypothèse, l'analyste concentre son étude sur la « partie haute » de la balance, qui retrace tous les flux issus de la sphère réelle — en particulier la balance commerciale et la balance des services. Il va traquer les déséquilibres — de type offre/demande, épargne/investissement, épargne privée/épargne publique — qui peuvent expliquer le déficit courant et mettre le pays en situation de créancier ou de débiteur international.

La balance des paiements

<i>Crédit</i>	<i>Débit</i>
Solde commercial (ou Solde des biens)	
<i>Exportations</i>	<i>Importations</i>
Solde de services	
<i>Exportations</i>	<i>Importations</i>
Solde des transferts	
<i>Crédits</i>	<i>Débts</i>
Solde des revenus	
<i>Crédits</i>	<i>Débts</i>
Solde compte courant	
<i>Engagements</i>	<i>Avoirs</i>
Solde des investissements directs	
Solde des investissements de portefeuille	
<i>dont actions</i>	
<i>dont obligations</i>	
Solde des autres investissements	
Solde des opérations financières	
Erreurs et omissions	
(Solde de la balance globale)	
Variation des avoirs de réserves	

Source : d'après Laurent et al. [2001].

Ainsi par exemple, le risque de défaut de paiement peut renvoyer à une insuffisance d'épargne (comme en Amérique

latine) ou à une récurrence des déficits jumeaux (le déficit budgétaire, c'est-à-dire un déficit d'épargne publique, nourrit alors le déficit extérieur, ce qui est fréquent dans les pays de l'Est en transition). Le problème de la compétitivité prix est également central, qui détermine l'équilibre commercial. Sont donc examinés le rapport des prix internes et externes, ainsi que l'élasticité de la demande à ces prix, avec, au centre, la question des taux de change.

Dans la seconde approche, le sens de l'analyse est exactement inverse : les flux réels s'adaptent à l'offre de monnaie. L'analyste commence donc par analyser la partie basse de la balance des paiements (les comptes financiers) qui vont contraindre et expliquer les flux réels. Cette approche par les variables monétaires est au cœur de la conditionnalité et des plans d'ajustement du FMI, fondés sur le « modèle de Polak ». Celui-ci explique les déséquilibres d'une balance courante à partir d'un excès d'offre de monnaie interne, qui se traduit par des importations (exportations et crédit intérieur sont considérés comme des variables exogènes). La lecture de la balance courante se fait alors de bas en haut, avec l'idée qu'un déficit courant ne fait que « refléter les comportements monétaires des agents » [Parent, 1996]. Dans ce cas, les indicateurs préférés du praticien pays sont d'ordre monétaire. Ce modèle est encore utilisé par le FMI aujourd'hui pour déterminer « l'accroissement du crédit intérieur compatible avec un niveau de réserves extérieures et un taux de croissance du revenu national » [Raffinot et Venet, 2003].

Ces deux approches ont cependant le même objectif : comment expliquer l'apparition d'un déficit courant, considéré comme la source du besoin de s'endetter. À ce titre, elles s'inscrivent toutes les deux dans une logique d'analyse de crise souveraine classique : la balance des paiements sert, finalement, à expliquer le surendettement.

Des crises sans surendettement

Les années 1980 ont imposé au risque pays le thème du surendettement et celui-ci se retrouve dans les années 1990, avec des crises telles qu'en Turquie en 2000 ou en Indonésie en 2002. Cependant, ce type d'analyse s'est avéré insuffisant pour prévoir certaines des crises les plus douloureuses des années 1990.

De nouveaux risques

La nouveauté la plus évidente, c'est que des crises se produisent en l'absence de surendettement global des pays. Ni le Mexique en 1994, ni la Thaïlande, la Corée ou la Malaisie en 1997, ni même la Russie en 1998 n'ont des ratios de dette extérieure totale qui dépassent 150 % des exportations. Rapportée au PIB, la dette apparaît même encore plus faible, avec un ratio qui représente par exemple à peine un tiers du PIB russe... La question du stock de dette perd clairement de sa pertinence.

En revanche, le risque de liquidité gagne en importance, révélé par une très forte dette à court terme et des réserves insuffisantes : pour tous les pays en crise, ou susceptibles de l'être, la dette à court terme excède largement la moitié des réserves de change, atteignant des niveaux jamais vus encore en Asie. La question de la liquidité s'autonomise donc par rapport à celle du surendettement et devient un risque en soi : un risque ou une crise de liquidité peuvent apparaître sans que le pays soit surendetté. Ce fut le cas au Mexique en 1995, en Corée en 1997, en Ukraine et au Pakistan, respectivement en 1998 et 1999.

La typologie des risques s'élargit donc. L'éventail est très ouvert : ajustement du change, effondrement des secteurs financiers, défaut souverain, etc. Mais il a été rare d'observer des crises « pures » : l'analyste est plutôt confronté à des crises doubles (change/banque) ou même triples (change/banque/risque souverain). C'est la troisième caractéristique importante des crises des années 1990 : les effets de contagion ont été plus rapides et plus intenses qu'auparavant. Contagion entre secteurs quand une dévaluation entraîne l'effondrement des banques, comme dans toute l'Asie en 1997-1998, en Russie en 1998 ou en Turquie en 2000. Contagion entre pays : effet « Tequila », parti du Mexique en 1995, ou « Asian Flu » (grippe asiatique), partie de Thaïlande en 1997. Ces effets deviennent l'objet d'étude central du risque pays. Quels facteurs, externes ou internes aux pays, favorisent la diffusion des crises, pouvant aller jusqu'à l'effondrement d'une économie comme l'Indonésie en 1998 ?

De l'analyse des déséquilibres à celle des vulnérabilités

L'analyse du stock de dette et du déséquilibre des fondamentaux devient insuffisante pour prévoir une crise. Dans ce cas, que cherche à repérer l'analyste ? En premier lieu, des zones de

Les grandes crises émergentes des années 1990

Année de la crise	Chute de production	Crise de change	Crise bancaire	Crise financière dans les entreprises	Gel des dépôts	Défaut souverain ou restructuration forcée	Défaut sur la dette extérieure privée	Mesures de contrôle des capitaux (après crise)	Intervention du FMI	Restructuration au Club de Paris
Mexique	1994	Forte	Oui	Oui	Non	Non	Non	Non	Forte	Non
Corée	1997	Forte	Oui	Oui	Non	Non	Rares	Non	Forte	Non
Thaïlande	1997	Forte	Oui	Oui	Non	Non	Rares	Non	Forte	Non
Indonésienne	1997	Très forte	Oui	Oui	Rares	Non	Nombreux	Non	Forte	Oui
Malaisie	1997	Forte	Oui	Non	Non	Non	Non	Oui	Non	Non
Russie	1998	Faible	Oui	Oui	Non	Oui	Non	Oui	Forte	Oui
Pakistan	1998	Faible	Non	Non	Rares	Oui	Non	Non	Faible	Oui
Ukraine	1998	Faible	Non	Non	Non	Oui	Non	Non	Faible	Oui
Brésil	1999	Faible	Oui	Oui	Non	Non	Non	Non	Forte	Non
Équateur	1999	Très forte	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Non	Faible	Oui
Turquie	2000	Forte	Oui	Oui	Non	Non	Non	Non	Forte	Non
Argentine	2001	Très forte	Oui	Oui	Oui	Oui	Nombreux	Oui	Forte	Non
Uruguay	2001	Forte	Oui	Oui	Rares	Oui	Non	Non	Forte	Non
Brésil	2002	Faible	Non	Non	Non	Non	Non	Non	Forte	Non

Source : d'après Roubini [2004].

Les scénarios de risque

Le risque pays des années 1990-2000 s'intéresse au passage d'un équilibre à un autre et il doit donc utiliser une vision en dynamique, qui s'appuie sur des scénarios de risque.

Ces scénarios de risque, ou *macro-stress tests*, visent à tester la résistance d'un portefeuille d'engagements bancaires à un scénario macroéconomique ou financier donné ; c'est-à-dire à faire le lien entre l'évolution possible des hypothèses macroéconomiques et leur impact sur les opérations d'une banque. Cet exercice est requis dans le cadre de l'accord de Bâle II et il permet de déterminer le taux de provisionnement applicable par pays et par opération.

Dans la pratique, l'analyste définit généralement trois types de scénarios qui représentent les risques minimums, moyens et maximums : *best*, *stress* et *worst case*. Le *best case* correspond à l'hypothèse la plus favorable pour le projet étudié (pas de crise, pas de changement d'hypothèse, pas de coût supplémentaire

pour la banque) ; le *worst case*, la moins favorable (l'hypothèse de coût maximal pour la banque) ; le *stress case* (le coût probable pour la banque), un cas intermédiaire, avec des hypothèses légèrement dégradées, qui est en général pris comme base pour les décisions.

Pour chaque scénario de risque, la nature et l'intensité des risques doivent être définies afin de pouvoir évaluer la vulnérabilité des portefeuilles à ces risques. Cette vulnérabilité est estimée, en général, à partir de la nature des opérations concernées, mais aussi de la qualité de la contrepartie ou de la transaction ainsi que la maturité de l'opération. L'un des pièges de ce type de scénario est de se focaliser sur la notion de crise (plus ou moins sévère) alors que les simples renversements de tendance macroéconomique — qui ne mènent pas forcément à des crises — doivent aussi être envisagés, car ils peuvent avoir des impacts très forts sur les portefeuilles. D'où la nécessité de compléter l'approche des crises par un diagnostic pays.

fragilité, qui ne se traduisent pas forcément par un surendettement, mais qui sont autant de déséquilibres potentiels. Elles peuvent être macroéconomiques mais aussi politiques ou sociales. En second lieu, les facteurs qui peuvent faire passer de la vulnérabilité latente à la crise. En fait, en l'absence de surendettement flagrant, les pays sont en situation d'équilibres multiples, ce qui veut dire que plusieurs scénarios sont possibles.

Le thème central du diagnostic pays n'est donc plus seulement le déséquilibre des fondamentaux, mais la stabilité des performances d'un pays ou d'un secteur. Or cette stabilité est complexe car elle « dépend de combinaisons spécifiques d'événements économiques » [Apoteker, 1998], qui croisent plusieurs notions — développement et croissance, financement des comptes extérieurs et dette, etc. On retrouve ici les limites

des visions monocausales : les analystes pays cherchent à définir des méthodes d'analyse qui permettent d'étudier les interactions entre indicateurs et non pas la pertinence d'une seule variable.

Face aux crises des années 1990, les indicateurs pertinents du risque pays sont donc de deux types : ceux qui permettent de cerner les fragilités latentes d'un pays, et ceux qui peuvent faire de ces fragilités les éléments de base d'une crise.

Les zones de vulnérabilité des années 1990

Quels pays ont connu une crise souveraine ? Cela renvoie à la difficile définition d'une crise. Généralement, les défauts souverains sont définis par l'arrêt du paiement du principal ou des intérêts d'une dette à la date d'échéance. Cela présente cependant l'inconvénient d'omettre les pays qui n'ont évité le défaut que grâce à l'aide du FMI ou avec une restructuration de dette « forcée ». Ainsi, le Mexique en 1995, le Brésil en 1998 ou en 2001, et la Turquie en 2000 ont évité le défaut effectif grâce au plan d'aide du FMI. Quant à l'Ukraine en 1998 ou au Pakistan en 1999, la communauté internationale et le FMI ont anticipé le défaut en conduisant une restructuration de dette forcée qui s'est traduite par un allongement de la maturité de la dette, un étalement des échéances de remboursement et un apport conjoint d'argent frais par le FMI mais aussi par des créanciers privés. C'est à cette occasion que le FMI a ouvert la question du *burden sharing*, c'est-à-dire du partage de responsabilité entre le secteur privé et le secteur public dans l'exercice délicat qui consiste à resolvabiliser les pays : cela se passe après la crise russe et le FMI s'efforce ainsi de se débarrasser de son rôle de prêteur en dernier ressort et de dégager la finance internationale de ce risque. Ce sont des épisodes importants pour l'analyste pays, qui commence alors à réviser le sens de la variable « soutien des organisations internationales » dans ses *ratings* : ce soutien n'est plus forcément inconditionnel, particulièrement pour les petits pays.

Le risque de liquidité, déjà évoqué, est la zone de vulnérabilité commune la plus évidente de cette période. Mais cinq autres fragilités caractérisent aussi la plupart des économies concernées : un déficit courant important, une monnaie surévaluée, un déficit public excessif, une dette publique élevée, une situation politique fragile. Trois risques sont donc partagés par une majorité de ces économies, à la veille de la crise : un risque

Les pays en crise des années 1990 : principaux indicateurs

Année du calcul	Dettes CT (% des réserves)	Dettes extérieures totales (% PIB)	Dettes extérieures (% exportations)	Dettes publiques (% PIB)	Dettes publiques (% des recettes)	Dettes publiques en devises (% du total)	Solde courant (% PIB)	Solde budgétaire (% PIB)	Solde primaire (% PIB)	Surévaluation de la devise	Instabilité politique
Mexique	1994	203	Faible	Faible	155	53	- 7,1	- 0,2	2,1	Forte	Forte
Corée	1997	777	33	94	65	nd	- 4,4	nd	0,6	Faible	Moyenne
Thaïlande	1997	493	72	143	249	13	- 7,9	- 2,7	2,6	Forte	Moyenne
Indonésie	1997	175	58	nd	262	100	- 3,2	- 0,4	2,9	Faible	Forte
Malaisie	1997	94	44	51	137	14	- 4,4	2,4	4,7	Faible	Moyenne
Russie	1997	255	35	140	148	60	0,5	- 7,6	- 2,8	Forte	Forte
Pakistan	1998	189	68	347	646	52	- 3,6	- 6,2	0,5	Faible	Forte
Ukraine	1998	327	29	66	113	68	- 3,1	- 2,7	- 0,4	Faible	Moyenne
Brésil	1998	126	31	369	143	nd	- 4,3	- 6,3	0	Forte	Moyenne
Équateur	1998	181	68	267	486	nd	- 8,6	- 4,1	- 1,3	Faible	Forte
Turquie	2000	246	60	203	203	50	- 4,9	- 10,4	5,4	Faible	Forte
Argentine	2001	184	52	380	282	90	- 1,7	- 3,3	- 1	Forte	Forte
Uruguay	2001	320	81	365	191	83	- 2,6	- 4,4	- 2,2	Forte	Moyenne
Brésil	2002	142	41	300	211	25	- 1,7	- 5,2	3,9	Non	Moyenne

Source : d'après Roubini [2004].

de change, une fragilité des finances publiques, un risque politique latent.

Le risque de change. — En ce qui concerne le risque de change, l'analyse du risque pays va s'orienter vers une logique d'indicateurs avancés de crise — à laquelle on aura d'ailleurs trop souvent tendance à assimiler le risque pays tout entier. Les différentes générations de modèles n'apportent pas de réponse définitive à la question de la prévision des crises. Ceux-ci ne sont que des indicateurs de vulnérabilité, centrés autour de la notion de crise de change et non de crise souveraine. Mais ils ont eu le mérite de mettre en lumière les caractéristiques communes des pays concernés ainsi qu'un certain nombre d'indicateurs jusqu'alors peu explorés par l'analyse du risque pays.

L'endettement public. — La logique d'analyse des années 1980 peut être répliquée, cette fois-ci au niveau de l'État : l'analyste reprend les catégories de la solvabilité, de la soutenabilité, de la liquidité. Mais il faut ajouter aux vulnérabilités des pays émergents dans les années 1990 une part importante de dette publique libellée en devises, allant jusqu'à 100 % de l'endettement de l'État en Indonésie. C'est une situation dangereuse en cas de dévaluation puisque cela accroît la charge de remboursement : un décrochage de la monnaie se traduit directement par un risque de défaut sur la dette publique.

D'une façon générale, la conjonction de régimes de changes fixes et d'une surévaluation monétaire a favorisé la croissance de l'endettement en devises, non seulement de l'État mais aussi des entreprises et des banques d'un pays (de surcroît, fréquemment à court terme) : d'une part, la confiance dans la stabilité du taux de change a conduit prêteurs et emprunteurs à minimiser le risque de dévaluation et, d'autre part, la surévaluation a permis de réduire la charge de remboursement.

Le péché originel. — Cela a joué comme un effet d'aubaine, incitant entreprises, banques et États à privilégier un endettement en devises. Ce choix leur a permis d'avoir accès aux marchés financiers internationaux et, donc, à de nouvelles liquidités. Ce choix de la devise d'endettement correspond d'ailleurs aux souhaits des créanciers internationaux : ceux-ci diversifient peu les devises de leurs créances, restant majoritairement concentrés sur des monnaies « fortes » [Borio et Packer, 2004]. De ce fait,

Les modèles d'indicateurs avancés de crise de change

La recherche économique a tenté tout au long des années 1990 de modéliser les crises souveraines ou les crises de change, afin d'identifier les bons indicateurs. Ce sont ces modèles qui ont permis de développer la logique de seuils d'alerte déjà évoquée pour l'analyse du surendettement.

En ce qui concerne le change, la plupart de ces études s'accordent à peu près sur le caractère explicatif fort des taux de change en termes réels : l'appréciation de ces derniers et la surévaluation sont un facteur annonciateur de la plupart des crises. Une augmentation rapide et forte des taux d'intérêt réels est également un signe fréquent de crise prochaine, l'Argentine en étant l'un des meilleurs exemples. En revanche, les conclusions sont moins utilisables sur le pouvoir prédictif de l'inflation, des déficits, courant ou budgétaire. Pour l'inflation par exemple, sa pertinence a été assez faible pour la crise asiatique, beaucoup moins que le prix des actifs immobiliers ou la variation nominale du prix des actions. Quant au déficit courant, il peut témoigner d'une surchauffe générale de l'économie et serait plus sensible, au moins un an avant la crise, pour les pays dotés d'un secteur bancaire fragile. Mais il peut aussi être lié à des éléments très positifs de moyen terme (achats de biens d'équipement faits par des investisseurs directs étrangers).

pour les pays émergents, l'endettement en devises est plus qu'un choix, c'est une condition pour avoir accès aux marchés internationaux. Eichengreen, Hausmann et Panizza [2003] ont qualifié cette situation de « péché originel » (*original sin* selon l'expression à succès des auteurs) : contraints de s'endetter en devise, les pays émergents se sont mis eux-mêmes en situation de vulnérabilité en cas d'ajustement du change. Leur incapacité à emprunter dans leur propre devise accroît directement le risque pays.

La volonté de payer d'un État

Reste que l'analyse des vulnérabilités d'un pays ne suffit pas. Pour un investisseur, il faut aussi surveiller les facteurs qui peuvent faire basculer d'un scénario à l'autre, c'est-à-dire inciter ou contraindre sa contrepartie locale (souveraine ou non) à interrompre ses paiements. Dans le cas d'un emprunteur souverain, la question se déplace de la capacité d'un État à payer vers celle de sa volonté à le faire.

Les arbitrages de l'État

Pourquoi certains États choisissent-ils de payer leur dette, au prix parfois d'un rude contrôle de la demande intérieure, tandis que d'autres, qui n'ont aucun problème apparent de solvabilité, témoignent d'un manque récurrent de volonté de payer ? Cela excède largement la vision de la solvabilité par le surendettement. En interne, cela renvoie à la situation politique, économique et sociale du pays, qui détermine les marges de manœuvre (voir chapitre v). En externe, la volonté de payer d'un gouvernement s'analyse dans le cadre classique d'une relation contractuelle avec ses créanciers internationaux (voir encadré).

Les sanctions indirectes, un effet différé

Dans le cas d'un État, emprunteur souverain, les sanctions indirectes consistent à priver les pays de leur accès aux marchés internationaux. Selon les raisons qui les poussent à emprunter, ceux-ci y seront plus ou moins sensibles. L'une des premières motivations d'emprunt, c'est le financement des investissements : tout dépend alors du coût des financements que l'investisseur pourra trouver chez lui. C'est ce que doit déterminer l'analyste pays : si l'emprunteur peut financer son prêt sur le territoire domestique aux mêmes conditions, il n'a plus la même incitation à ne pas faire défaut de paiement.

Dans le deuxième cas de figure, l'emprunt joue le rôle d'une assurance contre les fluctuations de revenus [Eaton et Gersovitz, 1981]. Un pays peut avoir comme priorité de garder intact son accès au crédit international, qui lui permettra de lutter contre les aléas qui peuvent réduire son revenu (problème de change, mauvaises récoltes, etc.). Le pays débiteur va alors honorer sa dette dans les bonnes périodes afin d'avoir accès au crédit dans les mauvaises périodes, à moins qu'il ne soit myope vis-à-vis de ses objectifs de long terme [Egli et Aerni, 1999].

Les sanctions directes : la question de la coordination

Quant aux sanctions directes, à effet immédiat, leurs quatre manifestations les plus fréquentes sont les suivantes : la faillite, la confiscation des avoirs, la restriction des crédits commerciaux et les sanctions commerciales (embargo). Faillite et confiscation n'existent pas (pas encore) pour des États souverains. Reste

Calcul du risque et volonté de payer

Un prêt se déroule en trois phases : la somme est prêtée, des intérêts sont payés, puis le remboursement final est exécuté. À l'échéance, la bonne volonté de l'emprunteur dépend d'un calcul simple : il compare le coût auquel lui reviendrait une décision de faire défaut à celui que lui impose la charge de sa dette. Si le coût du défaut est inférieur à la charge de la dette, alors il a intérêt à ne pas rembourser son prêt. *A contrario*, il faut que le service de la dette reste inférieur ou égal au coût d'un défaut de paiement pour s'assurer de la bonne volonté de l'emprunteur. Connaissant cela, le créancier peut calculer la somme maximale qu'il doit prêter à partir de cette contrainte. Soit :

- P = montant du prêt ;
- r = taux d'intérêt ;
- T = sanctions en cas de défaut.

Le service de la dette est égal à $S = (1 + r) P$.

Si S est inférieur à T , la dette est honorée ;

Si S est supérieur à T , le défaut est probable ;

Si $S = T$, la situation est indifférente.

Le créancier prêtera donc au maximum $T = (1 + r) P$, soit $P = T/(1 + r)$.

Ce résultat est paradoxal : plus le coût de la sanction est élevé, plus la somme prètable l'est aussi : « Le coût de la sanction détermine le montant maximal à prêter » [Eaton *et al.*, 1986].

la possibilité des sanctions commerciales. Mais un embargo ne sera efficace que s'il est suivi par tous. Or, les exportateurs n'étant pas forcément les prêteurs, il faudra indemniser ceux-ci de leurs pertes, et l'embargo aura donc un coût. La question des sanctions ne se résume donc pas à leur faisabilité : il faut aussi prendre en compte la volonté du créancier lui-même de les appliquer [Bulow et Rogoff, 1989].

Enfin, une mauvaise coordination des sanctions peut aussi déboucher sur un comportement de paiement sélectif des emprunteurs, qui choisissent alors de privilégier tel ou tel partenaire. Cela renverse le rapport de force entre prêteur et emprunteur, ce qui joue un rôle important pendant les restructurations de dette. Dans ces circonstances, le prêteur est dépendant de l'emprunteur, y compris dans la relation entre États.

Quand l'État prouve sa bonne foi

Comment se manifeste la volonté de payer d'un État ?

C'est à cela que sert la notion assez intraduisible de pays *market friendly* (« ami des marchés »), qui décrit la priorité donnée par certains États à leurs relations avec leurs créanciers

internationaux. Cette priorité se manifeste par un effort de communication et de transparence : la qualité de l'appareil statistique, les notions de « bonne communication » ou de « bonne gouvernance » sont devenues des indicateurs pertinents pour le risque pays.

La deuxième manifestation de l'« amitié » d'un État pour ses créanciers se lit directement dans les politiques économiques. Elles sont construites autour d'une priorité : préserver l'accès aux marchés financiers internationaux ; tant qu'un pays se refinance, il ne fait pas défaut. Cette priorité a conduit les gouvernements à mettre en place des programmes d'austérité budgétaire et de stabilisation monétaire... puisque ceux-ci étaient appréciés des marchés. Apparaissent donc des indicateurs *market friendly* dont la nature et la pertinence tiennent d'abord à la façon dont ils sont appréciés par les créanciers.

Ces indicateurs sont de nature très diverse, mais globalement ils s'inspirent de la conditionnalité du FMI, considérée par les marchés comme un indice de meilleure solvabilité d'un pays. Les créanciers s'intéressent aussi de plus en plus à la notion de bonne gestion et à la capacité d'un État à « tenir » ses objectifs dans la durée. La question, par exemple, n'est plus seulement le niveau des réserves de change ou d'une dette à court terme, mais aussi celle de la stabilité de ce niveau. La remarque est d'ailleurs valable dans tous les domaines financiers (taux d'intérêt, change, Bourse) : l'intérêt de l'analyste pays se reporte de l'observation des grandeurs nominales à celle de leurs volatilités.

Ces indicateurs sont-ils utilisables pour le risque pays ? Ils sont à double face. Ce genre d'indicateur ne vaut plus pour l'information conjoncturelle qu'il donne, mais simplement comme la preuve de la bonne volonté d'un gouvernement : peu importe ce qu'il révèle de la situation économique interne d'un pays s'il est apprécié de ses créanciers. À la limite, peu importe que le pays soit surendetté si le marché lui garantit sa liquidité. Pourtant, cette garantie a un prix : elle peut peser sur le *policy mix* au détriment d'intérêts nationaux vitaux. L'Argentine, pour qui le refinancement était vital, a ainsi longtemps « tenu » son *currency board* — système dans lequel la création monétaire intérieure dépend strictement des réserves de change. Le maintien de taux réels très élevés s'est fait au détriment du redressement de son investissement. Dans ce cas, un pays apprécié par les marchés à court terme n'est pas forcément un « bon » risque à

long terme. Paradoxalement, c'est la préférence donnée aux marchés qui nourrit la crise et qui explique la surprise de ceux-ci quand elle se réalise.

Les indicateurs les plus pertinents ne sont donc pas ceux qui permettent de juger des relations d'un pays avec ses créanciers, mais plutôt ceux qui révèlent la contradiction entre des objectifs de développement interne et de solvabilité externe : quand cette contradiction devient trop nette, les préférences d'un État peuvent alors changer brutalement... et le profil de vulnérabilité du portefeuille d'un créancier étranger aussi ! L'analyste pays doit situer ces points de rupture entre équilibres interne et externe.

Volatilité et effets de contagion

Tant que la confiance dans un régime de change existe, tant que la monnaie reste surévaluée, le surendettement des agents est supportable et la dégradation potentielle de la solvabilité du pays n'est pas révélée. Mais un retournement d'anticipation conduit en même temps à la dévaluation et à la crise de solvabilité. C'est l'élément qui déclenche la crise.

La mesure de la confiance

Cette confiance est à double tranchant : quand elle existe, elle conditionne la liquidité du pays — et dans ce cas, c'est un élément positif pour l'analyste pays dans son diagnostic final. Mais si elle disparaît, elle déclenche un retrait des sources de financement disponibles et elle devient alors le catalyseur direct d'une crise de financement : les pays n'attirent plus assez de capitaux pour financer leurs déficits courants. Ce fut le cas aussi bien pour le Mexique en 1994 que la Thaïlande ou la Corée en 1997.

Comment mesure-t-on la confiance ? Plutôt d'une façon indirecte, en constatant la volatilité des flux. Cela a une influence considérable sur le diagnostic pays, en particulier dans son approche de la balance des paiements (passage d'une logique de « haut de balance » à une logique de comptes financiers, de « bas de balance », de crise de financement) : quelle est la stabilité des flux qui financent un pays ? Ici apparaît le rôle central accordé aux investissements directs étrangers — beaucoup moins volatils

que les flux de dette ou d'investissements de portefeuille — dans le diagnostic pays, à condition toutefois que les bénéfices soient effectivement réinvestis dans les pays. Le rapatriement massif des bénéfices américains au moment de la crise asiatique a renforcé la crise thaïlandaise tout autant que les ventes subites d'actions.

Les crises autoréalisatrices : les effets de contagion externes

L'effondrement de la confiance d'un marché est une mécanique autoréalisatrice : c'est parce que les capitaux fuient qu'un pays peut se retrouver en situation de crise de liquidité, ce qui accélère la fuite des capitaux. Mais ce sont les effets de contagion qui donnent sa rapidité et son ampleur à cette mécanique de crise.

Leur analyse a été développée par la deuxième génération de modèles d'indicateurs avancés (la première était concentrée sur les crises des années 1980), lancée par Dybvig et Diamond (1983) ou Obstfeld (1986). Trois types d'effets de contagion sont recensés : les *moonsonal effects* (effets mousson), où un seul choc majeur induit des crises dans plusieurs pays (une hausse des taux d'intérêt américains par exemple), les *spillover effects*, qui résultent de l'interdépendance des économies (typiquement les liens commerciaux entre les pays asiatiques en 1997) et, enfin, la contagion pure, largement inexplicée par la théorie courante et pour laquelle « il faut faire appel à des causes subjectives (le sentiment des opérateurs, le climat des affaires) ou objectives (le coût des informations, la concurrence des intermédiaires financiers) » [Boyer *et al.*, 2004]. Selon les mêmes auteurs, la contagion pure peut être parfois rapportée au comportement des investisseurs et associée à des comportements moutonniers. Ce genre de mimétisme n'est pas réservé aux seuls investisseurs individuels. On peut en trouver trace dans les méthodes de gestion des fonds d'investissement (Goldfajn-Valdez, 1997), comportement d'autant plus dangereux qu'il est alors à large échelle.

Comment les effets de contagion ont-ils fait évoluer les indicateurs clés du risque pays ?

Les risques d'effets *moonsonal* se repèrent en faisant le bilan des contraintes et des dépendances globales d'un pays. Il faut

Gestion de fonds d'investissement et mimétisme

De nombreuses études ont porté sur le comportement des managers de fonds d'investissement, acteurs essentiels de la globalisation financière, afin de déceler une éventuelle part de mimétisme [Borensztein et Gelos, 2000].

La pratique croissante du *benchmarking* par les gestionnaires de fonds d'investissements actifs dans les pays émergents a considérablement amplifié les phénomènes de mimétisme. Cette pratique oblige les gestionnaires à choisir la majorité de leurs actifs en référence à un indice existant, pertinent sur le segment de marché considéré. Le degré de déviation par rapport à l'indice, ou *tracking error*, est calculé soit à l'aide d'une variance, soit à l'aide d'une différence entre les profits du portefeuille de référence (le *benchmark*) et ceux du portefeuille considéré [Roll, 1992]. Cette variance donne une idée de la marge de manœuvre que possède le gestionnaire de fonds par rapport à la composition de l'indice. C'est finalement dans cette marge de manœuvre qu'il exprime sa propre opinion par rapport à la tendance du marché, en étant sous- ou surpondéré dans telle ou telle classe d'actifs.

Une étude de la Banque des règlements internationaux [BIS, 2003] a mis en valeur les biais de cette gestion

lors de la crise argentine en 2000. Les investissements importants de la communauté financière internationale en Argentine tout au long des années 1990 avaient mis le pays à la tête d'un important stock de dette au début des années 2000. Ce pays représentait alors un composant important des indices de pays émergents. Quand les performances argentines commencèrent à se dégrader, les fonds d'investissements « *benchmarkés* », par règles internes de fonctionnement, durent en partie suivre leurs indices de référence et continuer à lui prêter. Bien qu'un défaut puisse diminuer leurs performances globales, leur objectif devenait surtout de perdre moins que l'indice (c'est à cette référence qu'ils sont jugés) et de rester simplement « *sous-pondérés* » en titres argentins. La référence n'est donc plus la valeur du risque pays, mais la marge de manœuvre marginale autorisée par rapport à la composition de l'indice de référence. Ainsi, selon un article du *Washington Post* très justement intitulé « *L'Argentine n'est pas tombée seule, Wall Street a poussé la dette jusqu'à la fin* », plusieurs gestionnaires de fonds admettent que « *l'indice avait virtuellement forcé plusieurs grands investisseurs à prêter de vastes sommes à l'Argentine même s'ils craignaient la possibilité que le pays ne fasse défaut à long terme* » (Paul Blustein, 3 août 2003).

anticiper l'éventuel impact qu'aurait le changement d'une grande variable (taux d'intérêt américain, prix du pétrole).

Les indicateurs les plus évidents des effets *spillover* illustrent les interdépendances entre pays : deux zones y sont très sensibles, l'Europe centrale et l'Asie du Sud-Est. Les effets *spillover* peuvent aussi être beaucoup plus indirects : la déstabilisation de la Bourse hongroise en 1998, à l'occasion de la crise russe, ne s'expliquait

que par l'importance du marché russe pour la filière pharmaceutique hongroise.

Restent les indicateurs d'un risque de « contagion pure », beaucoup plus difficiles à identifier : ils peuvent être de tout genre puisqu'ils dépendent de l'opinion des investisseurs. On a pu constater empiriquement des effets de contagion liés à de simples similarités de structures : l'influence de la crise russe sur le Brésil, en 1999, ne s'explique que sur la base de vagues analogies de taille ou de population, sans aucune similarité ou interdépendance macroéconomique.

Ce phénomène de contagion par analogie macroéconomique est assez fréquent, mais parfois aussi assez irrationnel. Par exemple, les taux de change de pays à balances courantes déficitaires ont été assez justement « attaqués » lors des premières difficultés argentines. Ces attaques étaient beaucoup moins rationnelles quand il s'agissait de pays avec des profils macroéconomiques très différents, mais simplement dotés d'un *currency board* similaire à celui de l'Argentine : Hong Kong, les pays baltes ou la Bulgarie. Dans ce dernier cas, le *currency board* a purement et simplement joué un rôle d'épouvantail économique : la chasse à l'ancrage monétaire était lancée. Le risque pays doit donc aussi, pour trouver ses indicateurs de référence, se pencher sur les croyances collectives du marché, rationnelles ou non, conscientes ou non.

Les conventions du risque pays

La méthode et les outils de l'analyse du risque pays n'échappent pas aux conventions ambiantes : le risque pays est aussi une histoire de croyances collectives [Sollogoub, 2004].

À quels types de conventions est exposé le risque pays ? Le premier type renvoie aux croyances auxquelles est soumise l'analyse économique elle-même. Par exemple, en ce qui concerne la croissance, la légitimité d'indicateurs tels que le PIB s'est construite en même temps que les « conventions d'évaluation du progrès », marquées par une vision quantitativiste de la croissance, aujourd'hui critiquée [Gadrey et Jany-Catrice, 2005].

Ensuite, le risque pays s'inscrit étroitement dans des conventions qui encadrent les relations Nord-Sud, telles que la perception du consensus de Washington et de l'action du FMI.

La notion de convention

Elle est née d'une confluence d'idées : introduite par un philosophe, David K. Lewis [1969], et un mathématicien, Thomas Schelling [1960], elle sert aujourd'hui aux sociologues et aux économistes. La convention est un « savoir collectif » [Boltanski et Thévenot, 1988]. « Comment se constitue une logique collective et quelles ressources doit-elle mobiliser pour se stabiliser... Telle est l'ambition du concept de convention » [Orléan, 1994]. Il s'agit d'un « accord tacite qui permet aux agents de se coordonner les uns avec les autres ».

Dans certaines situations d'incertitude, dans certains jeux stratégiques, rien ne permet aux agents de choisir une solution plutôt qu'une autre, sinon une chaîne infinie d'anticipations croisées (« Sachant qu'il sait que je sais, etc. »).

Et pourtant, l'analyse de la réalité montre que les choix convergent : plusieurs personnes perdues dans une ville inconnue seront capables de se retrouver, se dirigeant toutes intuitivement vers le même endroit. « La convergence des anticipations des agents résulte de la capacité d'attraction de certaines solutions dites "de point focal" » [Schelling, 1960]. Une fois la convention établie, nul n'a intérêt à en dévier : « Chaque agent choisira de la suivre dès lors qu'il anticipe que son partenaire fera de même. »

La conditionnalité du FMI est-elle une convention du risque pays ?

Quand le FMI intervient, la confiance des marchés ne vient pas seulement de sa garantie financière effective, mais également de la croyance partagée quant à son rôle régulateur. C'est aussi une croyance qui fonde la légitimité des plans d'ajustement du Fonds. Ils sont devenus, pour le risque pays, de véritables indicateurs : de nombreux classements pays ont intégré, dans les années 1990, la variable « soutien par les organisations internationales » comme un élément positif d'appréciation. Pourtant, ce genre de variable peut aussi masquer la crise qui se prépare, comme en Russie en 1998 par exemple. Dans ce cas, le travail de l'analyste pays consiste à repérer les conventions qui brouillent son analyse.

Mais la mécanique de la convention n'a pas qu'un rôle négatif. Ne peut-on pas penser qu'elle légitime le principe de conditionnalité du FMI — ce dernier ayant émergé comme une référence collective au moment où la communauté internationale cherchait des solutions aux défauts de paiements des pays ? Ainsi, la conditionnalité du Fonds apparaît bel et bien comme une sorte de « point focal » : « En assurant la cohérence relative des politiques nationales, elle défend aussi un principe de coordination face aux crises, qui aurait du mal à s'établir de manière

Russie et Argentine : les croyances du marché

Comment se crée ou s'effondre la confiance d'un marché ? En Russie, le déblocage d'une tranche d'aide du FMI en juillet 1998, un mois avant la crise, a contribué à restaurer la confiance dans le régime de change. Ce fut le facteur d'aléa moral, bien plus que la question de l'endettement public dont le marché connaissait l'existence. En somme, le FMI a envoyé le message suivant : le rouble tiendra. C'était l'essentiel car cela supprimait en même temps le risque de change et d'insolvabilité. Des investisseurs prennent alors le pari de prêter à nouveau, mais la Russie se déclare en défaut de paiement à peine un mois plus tard. Elle cumule alors le défaut souverain (y compris sur sa dette domestique libellée en rouble) avec une dévaluation et un effondrement de son secteur bancaire.

Quant à l'Argentine, les marchés n'ont même pas eu besoin de l'intervention du FMI pour croire abusivement à la solidité du *currency board* : ce régime d'ancrage possédait en soi une crédibilité si forte que l'on n'avait pas prévu de possibilité théorique de sortie. Or, ce qui fondait la crédibilité du régime de change, c'était justement son caractère définitif. La plupart des analystes privilégiaient d'ailleurs, quelques mois avant la crise, un scénario de dollarisation : un abandon définitif du peso et son remplacement par le dollar auraient placé la Banque centrale américaine en situation de garante de la stabilité monétaire argentine, en somme en situation de prêteur en dernier ressort. C'était une façon de resolvabiliser ou, au moins, de recrédibiliser le pays.

décentralisée et spontanée » [Sgard, 2002]. Cela expliquerait que le contenu des plans ait souvent été moins important — et moins commenté ! — que leur seule existence. C'est la coordination de l'aide internationale qui est en jeu, tout autant que la resolvabilisation des pays.

Les conventions de marché

Le troisième type de convention renvoie à des croyances très spécifiques aux marchés financiers, repérables à partir de trois des règles de Lewis [1969], qui définissent une convention : la conformité de chacun et de tous, le sentiment d'évidence et la nécessité d'objectiver la règle. André Orléan [1994] a analysé les phénomènes de mimétisme sur les marchés (les conventions financières), qui conduisent à intérioriser les croyances, les usages et les normes spécifiques à la communauté des opérateurs. Se propagent des discours « politiquement corrects, qui conditionnent la manière même dont les investisseurs pensent le marché et l'économie, le plus souvent à leur insu ».

Un discours devient normatif à partir du moment où il fait l'objet d'un large consensus : on retrouve la première règle de

conformité de Lewis. Toutefois, pour que la norme acquière ce sentiment d'évidence qui la caractérise, encore faut-il qu'« elle se présente masquée aux yeux de l'observateur ». Elle doit être perçue comme la réalité objective des choses ; c'est ce qui lui permettra d'acquérir sa véritable légitimité. André Orléan note enfin que l'influence normative s'exercera d'autant plus fortement dans un univers d'incertitude. « Plus l'individu est incertain quant à l'exactitude de son estimation, plus il tendra à être sujet aux influences sociales normatives et informationnelles quand il doit formuler son avis » [Deutsch et Gérard, 1971]. Or les pays émergents sont un terrain de grande incertitude.

Les effets de contagion internes : les doubles et les triples crises

Avec la « grippe asiatique » apparaissent deux nouveaux types de crises : les doubles crises — ou crises jumelles —, où les décrochages de change sont associés aux crises bancaires (et *vice versa*), et surtout les triples crises, qui se caractérisent par l'effondrement brutal d'une économie et la rupture totale des liens de paiements internes et externes. Il y a alors dévaluation, crise du secteur financier et défaut souverain (crise russe de 1998).

Asymétrie de devises

Le risque pays s'intéresse à un nouveau type de contagion, interne au pays cette fois, qui explique le passage d'une crise à l'autre. L'analyste a besoin de deux types d'indicateurs : ceux qui vont lui permettre d'expliquer les fragilités d'un secteur bancaire face à une dévaluation, et ceux qui vont éclairer la mécanique des effets de diffusion d'une crise bancaire à l'ensemble des comportements de paiement.

Pour les crises jumelles, les auteurs s'accordent difficilement sur le sens des causalités (du change vers les banques, ou bien l'inverse), mais globalement, quand une crise bancaire est déclenchée par une crise de change, c'est que la fragilité du secteur financier préexiste. Parfois certains événements en témoignent — les faillites bancaires localisées ont trop souvent été négligées comme indicateur avancé d'un risque bancaire global latent —, d'autres fois ce sont les indicateurs macrofinanciers eux-mêmes : accumulations de créances douteuses,

capitalisations trop faibles, mauvaise gestion de l'équilibre des bilans, etc.

Pour estimer l'impact d'une variation du change, l'analyste doit étudier la situation globale du secteur bancaire : s'il y a un « endettement net en devise, ce secteur risque d'être fragilisé en cas de forte dépréciation du change, car un emprunteur net aura plus de mal à assurer le service de sa dette » [Borio et Packer, 2004]. Ce phénomène a été qualifié d'« asymétrie de devises » (*currency mismatch*).

C'est donc un indicateur très utile dans les scénarios de *stress case*, car il permet de mesurer l'intensité de la crise en cas de dévaluation. Les coûts d'ajustement seront dans ce cas extrêmement forts, le risque de défaut souverain se couplant avec le défaut des agents privés [Krugman, 1999].

Ce genre de configuration dangereuse a orienté le diagnostic pays dans deux directions :

- une analyse des pays déclinée secteur par secteur ;
- une attention plus forte aux décalages de maturité et de devise d'endettement des différents secteurs : part de la dette en devise dans l'endettement privé et public, « ratio de dollarisation » dans les banques afin de mesurer la part de passif détenue en dollars, ratio de service de la dette détaillé avec ou sans la dette à court terme...

Le risque systémique : entre la micro- et la macroéconomie

Il reste à expliquer pourquoi certaines crises se généralisent à l'ensemble des comportements de paiement, jusqu'à provoquer le défaut souverain, voire l'effondrement d'une économie.

Par nature, le crédit bancaire est fondé sur une mécanique d'asymétrie d'information, le prêteur étant toujours moins bien informé que l'emprunteur de la solvabilité réelle de ce dernier. Or la libéralisation et l'innovation financières ne résolvent en rien ce problème, bien au contraire, l'étroitesse et la spécialisation croissantes des marchés financiers favorisant de nouvelles asymétries. Au total, la masse de crédit augmente, mais au détriment de sa qualité, jusqu'à ce que la détérioration de la solvabilité du secteur bancaire menace tout un système.

Michel Aglietta définit ainsi les conditions d'apparition d'un « risque systémique », situé à la confluence des sphères macro- et microéconomiques : « Des états économiques dans lesquels les réponses rationnelles des agents individuels aux risques qu'ils

perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques par diversification, amènent à élever l'insécurité générale » [Aglietta et Moutot, 1993]. Apparaît ici une notion clé, la vulnérabilité au risque de système, qui dépend de l'évolution des structures financières et de mécanismes plus complexes, institutionnels, touchant à l'histoire des sociétés.

Les particularités institutionnelles et culturelles

Le décollage des nouveaux pays industrialisés d'Asie s'explique en partie par des spécificités institutionnelles, plus ou moins héritées de particularismes culturels ou religieux. Ainsi, l'exceptionnelle collaboration de la triade entreprise/banque/État ou celle des secteurs publics et privés — chose rare dans les pays émergents. Le secteur bancaire « socialisé » a permis d'affecter des ressources rares à des priorités de long terme [Rajan et Zingales, 1998]. Mais cette forme de collaboration s'est aussi révélée un puissant facteur de risque systémique en 1997 : renflouement abusif d'entreprises, faillites déclarées trop tardivement, transmission des effets de liquidité à travers tous les « réseaux » interpersonnels.

Ce genre de modèle institutionnel peut donc être très efficace pour mobiliser des ressources dans un premier stade de développement. Mais il perd sa logique dans une finance mondialisée et dans un environnement de surliquidité. D'une façon plus générale, les pays en décollage sont souvent entre deux logiques : persistance des structures anciennes et ouverture nécessaire à de nouveaux modes de financements internationaux. La confrontation de ces deux logiques peut être explosive, surtout si l'État n'assure pas une fonction suffisamment nette de régulation.

Ainsi se crée un lien direct entre la sphère institutionnelle et le risque de solvabilité, entre les formes de capitalisme et le risque systémique.

L'économie des institutions : une méthode pour le risque pays ?

L'économie des institutions donne de nouveaux outils au risque pays :

1) elle élargit l'analyse à toutes les « formes de contraintes qui agissent sur les interactions humaines » [North, 1990], règles formelles (constitutions, droits de propriété) ou informelles (normes sociales de comportement). Ainsi, elle fournit une batterie d'indicateurs alternatifs qui complètent, éclairent ou parfois même contredisent les conclusions de la macroéconomie traditionnelle ;

2) elle part de la diversité des situations institutionnelles locales, ce qui caractérise effectivement le monde émergent. À l'inverse, les objets d'étude de la macroéconomie traditionnelle (offre, demande, politique monétaire et budgétaire, etc.) ne permettent pas de considérer cette diversité comme un élément déterminant de la trajectoire des pays. Pourtant, l'investisseur est confronté à celle-ci, et c'est d'ailleurs l'un des paradoxes de la mondialisation que la montée symétrique des interdépendances internationales et des spécificités nationales : « L'intensification des interdépendances internationales a accru la diversification institutionnelle des économies » [Boyer et Souyri, 2001].

La cohérence institutionnelle

L'analyse des institutions est particulièrement utile en situation d'opacité ou de carence statistique voulue ou subie par les pays. L'étude du fonctionnement du marché du travail chinois, des règles de propriété ou de concurrence, est beaucoup plus riche d'enseignement que celle d'un taux de croissance du produit intérieur brut dont le calcul reste pour le moins opaque. De même, dans les pays en transition, l'évolution du droit sur la faillite était l'un des indicateurs les plus déterminants des trajectoires des pays, révélateur de la disparition, ou non, de la logique de subvention qui caractérisait le régime antérieur [Kornaï, 2000].

De plus, certaines zones sont marquées par des héritages en termes de tradition, de normes ou de coutumes (Asie, Afrique ou Moyen-Orient). L'investisseur doit anticiper leurs impacts micro- et macroéconomiques : ces traditions peuvent jouer sur l'évolution politique et sociale globale, mais aussi sur les rapports entre les agents, y compris les rapports financiers ou la structure du capitalisme local. Ce décryptage des différents niveaux de hiérarchie institutionnelle [Williamson, 2000] met en valeur deux termes très importants pour le diagnostic pays : les effets d'inertie et les effets de seuils.

Les différentes hiérarchies institutionnelles

Niveau institutionnel	Exemple	Fréquence du changement	Effet
Structure sociale	Traditions, normes, coutumes	Très long terme	Définit la façon dont une société se régit elle-même
Les règles du jeu	Droits de propriété, système judiciaire, etc.	Long terme (10 à 100 ans)	Définit l'environnement institutionnel global
La façon de jouer le jeu	Relations contractuelles, droit des affaires, etc.	Moyen terme	Fonctionnement des organisations
Mécanismes d'allocation	Règles d'allocation des ressources, contrôle des flux de capitaux, systèmes de Sécurité sociale, etc.	Court terme	Permet aux prix et à la production de s'ajuster

Source : Williamson [2000].

Effets d'inertie, car les horizons temporels des différents niveaux institutionnels permettent d'expliquer pourquoi une politique économique n'a pas eu les effets escomptés ; également parce que les groupes et organisations sociales s'adaptent difficilement aux contraintes.

Effets de seuils enfin, car le niveau de développement des institutions conditionne l'efficacité des politiques économiques. Selon la maturité ou la résistance des institutions sous-jacentes, elles enclenchent un cercle vertueux ou un cercle vicieux. Il n'y a pas de modèle institutionnel idéal ni de *policy mix* optimal : c'est la cohérence des deux, dans un pays donné, à un moment donné, qui conditionne l'efficacité d'une combinaison structure/conjoncture. « Ce qui compte, c'est la cohérence entre les variables institutionnelles et la politique économique, davantage que la conformité de chacune aux *a priori* théoriques » [Fitoussi, 2004].

Mais le risque pays a besoin d'indicateurs : comment mesurer cette cohérence ?

Il faut d'abord qu'une société soit capable d'exprimer une aspiration collective. Cela nécessite par exemple une homogénéité de la population, une distribution initiale de la richesse relativement harmonieuse, des structures de négociation entre le travail et le capital, des liens et une compréhension entre la

sphère publique et la sphère privée, etc. : autant d'indicateurs institutionnels utilisables par l'analyste pays. Il faut ensuite que l'État puisse formuler des objectifs cohérents avec ces aspirations collectives : à cette condition seulement, il sera capable de coordonner des alliances stables et de formuler un *policy mix* qui exprime la structure institutionnelle du pays.

Une nouvelle lecture des crises

L'économie des institutions permet aussi au risque pays de renouveler son approche des crises, en particulier des événements systémiques. « Chaque société a les crises de sa structure » [Labrousse, 1976]. Jérôme Sgard [2002] définit les crises systémiques comme une « rupture large des paiements privés et des contrats, qui ne pourront pas être résorbés par le seul comportement décentralisé des agents ». Dans ce cas, « l'intégrité des bilans financiers est atteinte » et la discipline contractuelle globale s'est effondrée. En fait, la crise se situe dans l'« interaction entre les marchés et les institutions du capitalisme que sont la propriété et la monnaie ». Le risque systémique et la rupture subite des transactions entre les agents expriment la « suspension d'un principe d'ordre social ».

L'économie de la régulation propose une grille de lecture qui va dans ce sens : elle définit cinq formes institutionnelles correspondant à un ou plusieurs rapports sociaux fondamentaux — régime monétaire, rapport salarial, concurrence, nature des règles qui organisent le rapport avec le reste du monde, formes de l'État. Autant de catégories qui permettent de cadrer la trajectoire à long terme du pays.

Ce n'est donc plus la crise elle-même qui est l'objet d'étude du risque pays, mais ce sont le mode de production, les rapports sociaux qui le sous-tendent. La méthode d'analyse s'élargit : on complète la logique de notation sous-jacente aux calculs de *ratings* par une logique de diagnostic institutionnel.

En effet, la notation impose une référence : « Noter, c'est normer » (C. Destais). La question n'est pas « Quel genre de trajectoire peut connaître ce pays ? » mais « Comment ce pays se positionne-t-il par rapport à un événement prédéfini ? » Cette référence peut être d'ordre macroéconomique (probabilité de connaître un défaut souverain, une crise financière, de change, bancaire, systémique, etc.), mais elle peut aussi être un modèle de développement type, un idéal politique (la démocratie) ou un

événement d'ordre institutionnel (la transition vers l'économie de marché). Dans ce cas, la méthode d'analyse est la suivante : on part d'un modèle de référence, on définit des indicateurs clés et on observe les variables du pays, afin de savoir si elles se rapprochent de ces indicateurs.

Dans les approches institutionnelles, la crise peut être perçue comme le signal d'une incohérence grave. Mais elle peut difficilement être étudiée à partir d'un modèle de référence. Il faut trouver les indicateurs qui illustrent au mieux cette incohérence et qui pourront être de nature très différente selon les cas.

Enfin, la théorie de la régulation ouvre une dernière approche pour le diagnostic pays : crise et croissance peuvent être les manifestations d'une même logique de long terme. Dans ce cas, la crise n'est pas un point de rupture, elle caractérise le modèle institutionnel. « Dans la plupart des théories macroéconomiques, les crises résultent d'imperfections de marché ou de l'inadéquation de politiques visant à les prévenir. En fait, les crises sont la traduction même des caractéristiques du mode de régulation ou du régime d'accumulation » [Boyer, 2004b]. Pour dérouler un diagnostic, il faut donc que l'analyste aille au fond de cette logique : étudier les caractéristiques du modèle institutionnel lui-même.

III / La mesure du risque : marchés et notations

La fonction initiale du risque pays est d'être un outil d'aide à la décision. Or, dans un environnement professionnel très hiérarchisé et dans lequel le temps est une ressource rare, on ne peut s'exprimer sans résumer. La mesure est alors indispensable, d'autant plus nécessaire qu'elle devient repère, norme de réflexion, qui crédibilise la décision en même temps qu'elle l'accélère.

La prime de risque, une mesure par les investisseurs

Le rendement d'un investissement est indissociable du risque estimé par l'investisseur. Cette notion même est à l'origine du concept de « prime de risque ». Si le niveau de rendement reflète un niveau de risque, il n'est pas illusoire de penser calculer une valeur pour le risque à partir de la rémunération attendue : puisque le rendement exigé par un prêteur s'élève avec le risque, on peut dire que, inversement, le risque perçu augmente avec le niveau de rendement.

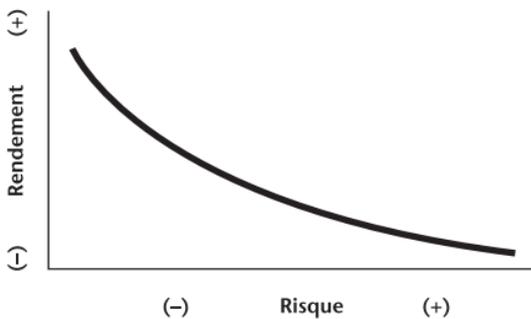
Calculer la « prime de risque »

Depuis sa naissance, le concept de « prime de risque » a évolué. À l'origine, il s'agissait d'un coût d'assurance : des marchandises payées plus cher que ce qu'elles paraissent valoir à celui qui avait financé l'opération « pour la sécurité et le risque pris pour lui sur ladite marchandise », selon les termes d'un contrat d'assurance de 1329 [Thiveaud, 1996] ! La prime est ainsi ce qui est payé « premièrement », avant même l'opération, en

rémunération du risque pris, et indépendamment des revenus possibles de l'opération. Assurance ou financement de l'opération ? La question semble plutôt formelle, le rôle du banquier étant fondamentalement de connaître le risque afférent à ses prêteurs [Giraud, 2003].

Le terme désigne aujourd'hui, dans le langage financier, ce que l'on devrait peut-être appeler la « surprime de risque » : la différence entre le « taux sans risque » et le rendement d'un actif donné. Par rapport à l'opération la moins risquée sur laquelle l'agent peut intervenir, il devient de plus en plus exigeant, en termes de rendement, au fur et à mesure qu'augmente le risque de non-recouvrement.

Courbe Rendement/Risque



Spread et taux sans risque

Pour une opération de prêt (bancaire ou obligataire), la « prime de risque » se calcule comme un surcoût par rapport au taux dit « sans risque », taux d'intérêt auquel on prête, dans la même monnaie et pour la même échéance, à l'emprunteur le plus certain. Dans un marché obligataire national, on se référera à la dette du gouvernement local, dans la mesure où l'État est généralement l'emprunteur le moins risqué. Sur le marché international, on utilisera le taux d'intérêt de la devise dans laquelle est effectuée l'opération (à près de 60 % le dollar américain). La différence entre ce taux d'intérêt dit « sans risque » et le taux d'intérêt auquel se noue l'opération considérée s'appelle le *spread* (l'« écart »). Il est en général annoncé en « points de

EMBI, indice des euroémissions obligataires des émergents

Même sur un segment de marché aussi précis que « titres euroobligataires en dollars issus d'émetteurs souverains de pays émergents », il faut être un spécialiste pour repérer toutes les subtilités techniques qui font que chaque produit est différent. L'échéance, bien sûr, va conditionner le taux d'intérêt (d'autant plus élevé que la date de remboursement est lointaine). Le montant proposé peut également être déterminant. Mais les différences ne s'arrêtent pas là. Les dettes peuvent être à taux constant, c'est-à-dire que les montants versés restent les mêmes tout le long de la vie de la dette (70 % des eurocrédits sont à taux constant). Le coupon peut être variable. Il peut même y avoir des titres à « zéro coupon », pour lesquels il n'y a pas de versement d'intérêt pendant la vie de la dette (cela ne veut pas dire qu'il n'y a pas de taux afférent, mais plutôt qu'il est actualisé en une seule fois, et souvent déduit du prix d'achat, le titre valant moins à l'émission que la valeur faciale à laquelle il sera remboursé). On peut combiner ces possibilités, laisser des options aux choix du prêteur ou de l'emprunteur.

Dans ce contexte d'inventivité perpétuelle, calculer un indice

composite reflétant, à l'image des indices boursiers CAC 40 ou SBF 250, les différents sous-secteurs des marchés obligataires nécessite une somme importante d'informations et de connaissances sur les détails techniques des différentes souches. Il existe en outre un besoin de référence qui fait qu'un indice existant et reconnu devient incontournable et dissuade les calculs alternatifs. Sur le marché des titres souverains émergents, la référence est l'indice obligataire de la banque américaine J.P. Morgan : *EMBI (Emerging Markets Bond Index)*. Reflétant le marché, l'indice EMBI est composé de la dette des principaux émetteurs, chaque pays pesant en fonction du montant relatif de sa dette.

Pour les opérateurs de marché et les décideurs, et donc pour les analystes de risque, ces indices sont devenus une référence obligée. Qu'il s'agisse d'un pays ou d'un groupe de pays, les sous-indices sont donnés soit en prix soit en *spreads*, donc en prime de risque. Les transactions sur le marché secondaire fournissent à chaque instant un nouveau prix, donc une nouvelle prime de risque. Les opérateurs disposent à tout moment, sur leurs terminaux spécialisés, des flux d'informations financières, des niveaux de prix de chaque titre et, quelque temps plus tard, de cette information synthétisée dans un indice.

base », c'est-à-dire en centièmes de points de pourcentage : entre un taux à 5 % et un taux à 8 %, il y a 300 points de base.

Le taux d'intérêt défini lorsque le prêt est contracté donne donc une première mesure du risque perçu par les prêteurs. Mais lorsqu'il s'agit d'un prêt obligataire, la vie des titres continue après leur émission, ils sont vendus et rachetés sur les marchés spécialisés : il existe un marché secondaire de la dette, sur lequel opèrent des professionnels spécialisés, gérants de fonds ou

EMBI : *spreads*, en points de base

Source : J.P. Morgan.

L'évolution de l'indice reflète donc la perception des risques par les marchés financiers. Après la crise du Mexique à l'hiver 1994-1995, les *spreads* diminuent jusqu'au décrochage des monnaies asiatiques lors de l'été 1997 : une première remontée brutale, mais qui n'est rien en comparaison du pic enregistré à l'été 1998 avec le défaut russe. C'est ensuite vers l'Amérique latine que reviennent les regards : on craint le défaut au Brésil de 1999 à 2001, de la dévaluation jusqu'à l'élection présidentielle.

Ainsi, ce ne sont pas seulement les crises qui font varier les *spreads*, mais aussi les tensions. Autre enseignement de l'indice : les crises qui ont le plus perturbé les marchés — les pics les plus élevés — ne sont pas forcément les plus violentes, mais plutôt celles qui ont conduit à des brutales remises en cause des schémas de perception du monde émergent (Mexique 1995 et Russie 1998 plus que Asie 1997 ou Argentine 2002). Ce sont finalement les moments où les marchés doutent d'eux-mêmes.

traders de banques, qui fournit ainsi, jusqu'à l'échéance d'un titre, une évolution de son *spread*.

On peut obtenir et synthétiser l'information pour l'ensemble des titres traités sur les marchés financiers. Pour chaque émetteur est ainsi construite une prime de risque théorique, reflétant de manière composite les différentes émissions, d'échéances et de caractéristiques différentes. Il s'agit d'une mesure certes approximative du risque par les marchés — un *proxy*, diront les financiers — mais qui a le mérite d'exister, d'être disponible, et d'être

devenue une norme de mesure du risque. Pour l'analyste de risque pays, l'information est importante à plusieurs niveaux : pour ce que reflètent les marchés et pour ce que ses interlocuteurs vont avoir en tête.

Une mesure devenue norme

Le niveau global de l'EMBI donne le sentiment sur les marchés. Il n'est pas rare d'entendre dire, dans des réunions d'engagements aussi bien que dans des discussions entre *traders* spécialisés, que « la Hongrie est à 50 depuis cet été », ou que « les Philippines sont repassées au-dessus des 300 ». Cela va signifier que l'écart de taux entre l'État hongrois et le Trésor américain est de 0,5 point de pourcentage et, donc, pour tous les spécialistes présents qui ont en tête les ordres de grandeur en la matière, que le pays est en train de réussir sa transition économique. Cela va vouloir dire que les Philippines, dont le titre moyen de dette obligataire rapporte à nouveau plus de 3 % de plus que la dette fédérale américaine selon les prix du marché, sont dans une phase délicate de politique économique, ou que le flou qui entoure les résultats possibles d'une élection rend les opérateurs de marché méfiants.

L'expression consacrée est *markets know best* : le marché, parce qu'il synthétise l'information et parce qu'il est liquide, est censé offrir la meilleure vision possible de la sécurité d'un investissement, donc de la réalité des pays. Cette vulgarisation économique est très fréquente dans les cercles financiers. Mais, même pour ceux qui séparent la vision des marchés de la réalité des pays, le prix donné par le marché est important : si certains niveaux sont atteints, cela donne des signaux aux opérateurs et donc cela finit par influencer effectivement le pays.

Ainsi, la mesure par le marché, qui n'est que la vision du marché secondaire de la dette souveraine, devient un thermomètre de « ce que les marchés pensent des émergents » et, par extension, de la santé financière des émergents. Quantification du risque perçu, le rendement est une appréciation du risque pays, elle n'en est pas une mesure neutre.

Ratings : synthétiser le risque

Peut-on synthétiser autrement ce risque, en une valeur que l'on pourrait finalement comparer à ce rendement ? Parce que les opérateurs ont besoin de pouvoir rapidement mettre en face de leurs décisions une évaluation du risque, parce que cette évaluation ne peut être uniquement résumée par le rendement exigé, se sont développées des tentatives de mesure globale du risque, des notes.

Principe théorique : une projection

Le principe théorique pour mesurer une réalité complexe est somme toute assez simple : mesurer, c'est ramener à une seule dimension un objet qui en comporte plusieurs. Il s'agit donc d'opérer une projection. En l'occurrence, l'objet mesuré est social (c'est un pays), il comporte donc une infinité de dimensions. Mais le principe reste celui de la projection : cela consiste, pour la mesure du risque pays, à associer à chaque élément de l'espace de départ, c'est-à-dire à chaque pays pris à un moment donné, un élément de l'espace d'arrivée, c'est-à-dire une note.

Il existe de nombreuses possibilités pour penser cette projection. Cela dépend notamment de l'espace d'arrivée souhaité. On peut en effet chercher à obtenir :

- une échelle absolue de risque : l'espace d'arrivée est un segment, continu ou non, mais où doit exister une note signifiant « aucun risque » ; les autres notes permettent de savoir immédiatement quel est le niveau de risque (l'échelle peut être ouverte) ;

- un classement des risques : l'espace d'arrivée doit être ordonné, c'est-à-dire que des pays sont considérés comme plus ou moins risqués les uns par rapport aux autres ;

- une typologie des risques : l'espace d'arrivée est un ensemble de sous-ensembles et les pays se retrouvent regroupés par famille de risques.

Il existe donc toute une série d'instruments, généralement regroupés sous le terme *ratings*. Dans la finance moderne, ce terme est omniprésent, préféré à son équivalent français de « notation ». Le mot est un terme générique pour tous les indicateurs de comparaison synthétisant des objets complexes, recouvrant des moyens aussi variés que les classements, souvent

appelés *rankings* en anglais, les regroupements par classe ou *sortings*, et les notations cardinales ou *scorings* [Gilbart, 2003].

Ratings d'agences S & P et Moody's

Au niveau mondial, l'offre du *rating* est monopolisée, pour le risque pays, par un petit nombre d'entreprises : deux agences américaines, spécialisées dans l'évaluation des émetteurs de dette, vendent leurs analyses des forces et des faiblesses des entités désireuses de trouver des financements. Elles proposent une échelle des risques, chaque émetteur recevant une note selon la probabilité estimée de non-remboursement de sa dette.

Moody's est la plus ancienne. Née pour noter les compagnies ferroviaires qui, dans les États-Unis en expansion du XIX^e siècle, récoltaient des fonds, elle est toujours indépendante et propriété privée de quelques investisseurs. Elle vit exclusivement en vendant ses *ratings* et emploie plus de 1 500 personnes, dont quelques dizaines pour la notation des émetteurs souverains. Standard and Poor's (S & P) est pour sa part une filiale à 100 % d'un éditeur spécialisé en information financière et emploie plus de 1 000 analystes. Depuis quelques années, une troisième agence internationale s'est lancée dans la notation des souverains : Fitch IBCA, agence européenne qui note pour l'instant moins de pays que les deux premières, et n'est pas devenue une norme au même titre que les deux autres.

Les émetteurs considérés comme les plus sûrs, ceux qui ont une « capacité extrêmement forte à remplir leurs obligations » selon le terme des agences, reçoivent la meilleure note, AAA pour S & P et Aaa pour Moody's. En ordre décroissant de capacité supposée à honorer ses engagements, on a ensuite AA/Aa, A/A, BBB/Baa, BB/Ba, B/B, CCC/Caa, CC/Ca, C/C, les notes D/D étant affectées aux émetteurs en défaut de paiement.

Cette échelle est modulée de deux manières. D'abord, les notes intermédiaires (de AA/Aa à CC/Ca) peuvent prendre trois modalités, AA+/Aa1, AA/Aa2, AA-/Aa3. Ainsi, la note BBB-/Baa3 est-elle immédiatement supérieure à la note BB+/Ba1. Ensuite, chaque note est assortie de « perspectives » présentées comme l'évolution probable de la note : dans la plupart des cas, quand une note est revue, c'est la perspective qui est d'abord changée. Les marchés réagissent à ces changements de perspective autant qu'aux changements de notes, comme si la perspective était devenue une sous-note, une décimale après la note. La

Quels critères utilisés par les *ratings* ?

Les *ratings* sont des mécaniques de projection de la réalité sur une échelle unidimensionnelle de notation. La mécanique est, autant que possible, « scientifique ». Pour cela, les procédures de *ratings* utilisent des données les plus objectives possible. Les agences de *rating* internationales « ne communiquent traditionnellement pas les détails de leur modèle d'évaluation », selon le mot pudique de François Gilbart. Plus exactement, les agences se gardent explicitement le droit à la subjectivité dans leur notation, mais citent toutefois les indicateurs qui leur permettent d'analyser le pays. Elles en donnent d'ailleurs une liste assez impressionnante.

Moody's utilise 50 critères, répartis en Dynamique politique et interaction sociale (14 critères), Structures et performances économiques (16 critères), Fiscalité (5), Dette extérieure (8), Indicateurs de liquidité (7). S & P, pour sa part, annonce 47 critères, répartis en neuf familles, Risque politique (8 critères), Relations internationales (4), Environnement social (7), Structure économique et perspective de croissance (6), Fiscalité (5), Balance des paiements (3), Dette externe et liquidité (5), Charges de l'endettement (4), Stabilité des prix (5) [Guessoum, 2004].

Il existe donc deux sortes de critères, qualitatifs et quantitatifs. Ces derniers sont, très classiquement, des données statistiques traditionnelles, qui explorent la production (PIB nominal, en taux de croissance, par habitant, aussi bien que taux d'investissement, d'épargne, chômage), les comptes extérieurs (solde courant en montant et en part du PIB, données de dette, de réserves de change, taux de change réel

ou effectif), les aspects monétaires internes (prix, taux d'intérêt, masse monétaire) et les aspects fiscaux (budget de l'État). Ces indicateurs se recourent (par exemple, taux d'épargne, taux d'investissement et solde courant), sont parfois pris en données brutes, parfois en ratio (dette/réserves étant systématiquement utilisé). D'autres indicateurs sont utilisés pour refléter les aspects politiques et sociaux (répartition des revenus, niveau de vie).

Les aspects institutionnels et politiques sont inévitablement abordés par des critères qualitatifs. On y trouve des définitions plus ou moins précises, évoquant par exemple « structure légale », « bureaucratie administrative », « influence de la politique sur la gestion économique », aussi bien que le processus de succession, la discrimination raciale ou religieuse, ou le degré d'autonomie de la banque centrale.

Les deux agences font prioritairement reposer leur diagnostic sur l'analyse des choix économiques, budget et gestion monétaire. Les aspects plus politiques, qu'il s'agisse des institutions ou de l'ambiance sociale, comptent tout de même pour une bonne part, peut-être la moitié, surtout chez Moody's, comme en témoigne le fait que les notes des pays de l'Est aient été remontées en 2002, dès qu'il fut décidé formellement qu'ils intégreraient l'Union européenne [Gaillard, 2003].

motivation des changements de notes est volontairement subjective, même si les agences fournissent les sujets sur lesquels elles se penchent pour juger de l'état d'un pays.

De par leur histoire, les agences sont avant tout des bureaux de notation des entreprises. Ce n'est que petit à petit, et sur le tard, qu'elles en sont venues à noter les pays. Une quinzaine d'États (tous développés) seulement étaient notés avant 1984. L'arrivée progressive des émergents sur les marchés financiers, avec la phase de développement des emprunts obligataires, a nécessité une activité accrue des agences. Elles ont noté de plus en plus de pays, de plus en plus risqués : chaque agence note aujourd'hui presque une centaine de pays, avec une note médiane passée de AAA/Aaa en 1984 à BB+/Ba1 en 2000 [Gilbart, 2003].

C'est un moment important pour un émetteur que d'avoir sa note revue. Périodiquement, les agences, à grand renfort de publicité, vont en mission dans les pays et donnent leur verdict en fonction des résultats de l'audit effectué : si les experts estiment que la situation a changé, la note est augmentée (*upgrade*) ou baissée (*downgrade*). Le passage de certains seuils est symbolique : devenir *investment grade*, décrocher le fameux « TripleB », niveau en dessous duquel l'investissement est dit « spéculatif », est un événement salué dans toute la communauté financière.

Car les agences sont devenues des références incontournables, indispensables au fonctionnement même des marchés financiers et de la finance moderne, offrant ainsi un exemple particulièrement évident de création de conventions. Cette position dominante n'est d'ailleurs pas sans poser problème : faut-il laisser l'exclusivité des *ratings* à un duopole privé ?

D'autres notations

En fait, il existe d'autres organismes qui notent : ils interviennent justement pour contrebalancer les agences, les investisseurs cherchant souvent à multiplier les sources d'information.

Les agences ne sont en effet pas les seules à vendre leurs *ratings* sans être investisseurs. Il peut s'agir de fournisseurs de données, pour qui la construction de *ratings* est une activité annexe. Les services de bases de données macroéconomiques, en particulier, ont depuis longtemps cessé d'être de simples producteurs de chiffres : ils réalisent un travail important d'harmonisation transnationale. Une fois toutes les données transformées pour être accessibles et comparables, pourquoi ne pas en profiter pour

produire ses propres analyses ? Logique d'intégration verticale — le client achète alors, en même temps qu'un accès aux chiffres, un premier travail d'analyse, plus ou moins développé —, ou logique commerciale — l'analyse donnant une crédibilité aux données fournies, en sous-entendant que des économistes ont déjà travaillé sur ces chiffres —, des groupes internationaux se sont spécialisés dans ces études de risque pays et fournissent parfois des *ratings*.

Le marché est également occupé par des cabinets spécialisés, de tailles variables, utilisant des outils de calcul plus ou moins sophistiqués, en général spécialisés sur une zone ou sur une approche. Pour l'investisseur qui y a recours, cela permet d'avoir un travail presque sur mesure, comme s'il internalisait l'analyse de risque pays.

Car, et c'est là que se trouvent le plus d'opportunités pour celui qui veut travailler sur le sujet, les bailleurs, privés et publics, ont des équipes qui, en interne, produisent des *ratings*. Pour les banques, cette pratique est même en passe d'être obligatoire, à tout le moins réglementaire, suite aux accords prudentiels dits de « Bâle II ».

Quelle mesure, quelles limites ?

Que mesurent finalement ces différents *ratings* ? En ce qui concerne les grandes agences, aucun doute n'est permis : elles mesurent le risque de défaut sur la dette et non le risque pays. Plus précisément, les agences fournissent une batterie de notes : à long terme, à court terme, en monnaie locale ou en devises étrangères. Selon l'opération en préparation, le banquier retiendra la note correspondante. Mais en ce qui concerne le risque pays, lorsque l'on souhaite parler en termes généraux, une seule note est retenue en pratique : la note de la dette en devise à long terme. Elle finit par synthétiser le risque souverain et, par une extension abusive, le risque pays.

Les agences notent, par construction autant que par habitude, la capacité à un moment donné d'un émetteur de rembourser en temps et en heure sa dette. Quand on parle de note d'un pays, il s'agit trop souvent de celle de l'émetteur souverain, donc la probabilité, estimée au moment de la notation, du paiement sans problème de la dette publique extérieure, en devise étrangère et à long terme. Cet amalgame est préjudiciable à la justesse de l'analyse. Par exemple, un pays qui subit des tensions sur sa

Bâle II : redonner un rôle au risque

Les banques sont soumises à des règles extrêmement strictes en matière de risque. Il existe toute une réglementation dite « prudentielle », en général édictée par les banques centrales, qui permet de doter les banques d'outils servant à mesurer leurs expositions et leurs risques.

Les discussions internationales des années 1980 avaient abouti à l'accord de Bâle en 1988. La plus connue des règles qui en sont issues est celle du ratio Cooke : elle stipule que les banques doivent avoir des fonds propres au moins égaux à 8 % du total des engagements pondérés en fonction du risque de crédit. En termes de risque pays, lors de l'introduction de ce ratio, la règle était simple : les engagements à l'égard de résidents de pays étrangers étaient pondérés à 0 % ou à 100 % selon que le pays était ou non membre de l'OCDE. Un prêt à une banque centrale, un titre de dette émis par un gouvernement pouvaient donc ne pas rentrer du tout en compte dans le calcul du ratio Cooke. Cela donnait

incontestablement un avantage aux pays de l'OCDE et introduisait un biais de discontinuité au moment de l'adhésion de nouveaux pays. La banque voyait ainsi ses provisions calculées non sur les risques afférents à l'emprunteur, mais sur sa nature juridique. Or, le Club relativement fermé qu'était l'OCDE jusqu'en 1994, regroupant des pays riches (plus la Turquie), s'est ouvert au Mexique, puis à la Corée du Sud et aux pays de l'Est.

Les évolutions des marchés de crédits et la série de crises sur les émergents vont relancer les discussions en 1999 autour d'un deuxième accord de Bâle, dit de « Bâle II ». D'abord prévu pour 2004, puis pour 2006, le nouvel accord souhaite transformer en profondeur ces règles prudentielles du ratio de solvabilité. Il y a innovation dans au moins deux domaines : la multiplication des risques pris en compte et la réflexion sur la solvabilité. Le risque de crédit ne compte plus que pour 75 % : font leur entrée le risque de marché (5 %), qui est le risque de perte consécutive à des variations des prix sur les marchés, et le risque opérationnel (20 %), qui est le risque de

devise peut ne craindre aucune conséquence sur sa dette externe : la note va rester bonne alors que le pays est fragilisé.

Au-delà du souverain. — La Pologne entre 1997 et 2001 en fournit un excellent exemple : la période de surchauffe de ce pays provenait avant tout d'un rythme effréné d'investissement privé, et la dette extérieure du pays augmentait, fragilisant le zloty. Mais c'est la dette privée qui menaçait : la note de l'émetteur souverain n'était pas en cause. On peut voir par un autre exemple qu'un système bancaire privé fragile n'interfère pas forcément : la Chine a gardé une bonne note, malgré les inquiétudes qui grandissaient sur ses banques au début du millénaire, alors que le système bancaire argentin, considéré

perte résultant de l'inadaptation ou de la défaillance de procédures, de personnes ou de systèmes.

Les exigences de fonds propres minimaux restent une contrainte, mais sont rejointes par les processus de contrôle interne et l'exigence de discipline de marché et de transparence de l'information. La nature juridique de l'émetteur disparaît au profit de son risque. Cela soulève la question de la sensibilité des banques aux risques globaux et pourrait renforcer la procyclicité déjà amplement constatée. Le Comité de Bâle admet cette difficulté, mais la considère de second ordre, préférant se féliciter de la sensibilisation accrue des banques aux questions de risque.

En termes de fonds propres, le principe de 8 % reste acquis, mais le calcul des pondérations des risques, donc le dénominateur du ratio, change. Deux possibilités pour les banques : la méthode standard et la méthode de notation interne. Selon la première, les actifs sont pondérés en fonction de leur risque, dont le niveau est fourni par les agences. Pour la seconde, la banque se fonde sur sa

propre évaluation de perte attendue : cela impose à la banque de calculer à la fois la probabilité de défaut de la contrepartie et la perte en cas de défaut (puisque un défaut ne se traduit jamais par une perte totale des actifs).

Cette deuxième approche, dite « IRB » (*Internal Rating Based*), suppose l'existence d'une probabilité de défaut pour les contreparties. Ce qui peut être vrai pour une classe d'actifs très vaste (les entreprises) l'est moins lorsqu'on ne compte, comme pour les États, qu'une centaine d'éléments : peut-on parler de probabilité quand on est dans un univers au restreint ? D'ailleurs, peut-on véritablement parler de « défaut » pour des actifs souverains ? Cette question est épineuse. L'agence S & P a introduit la notion « SD », *Selected Default*, pour signaler les États qui n'honorent pas leur dette puisque, techniquement, ils ne peuvent pas être mis en faillite comme le sont les entreprises. L'approche IRB, pourtant soutenue par les autorités, n'est donc pas facile à mettre en place [Borio et Packer, 2004 ; Boyer *et al.*, 2004 ; Laurent, 2001].

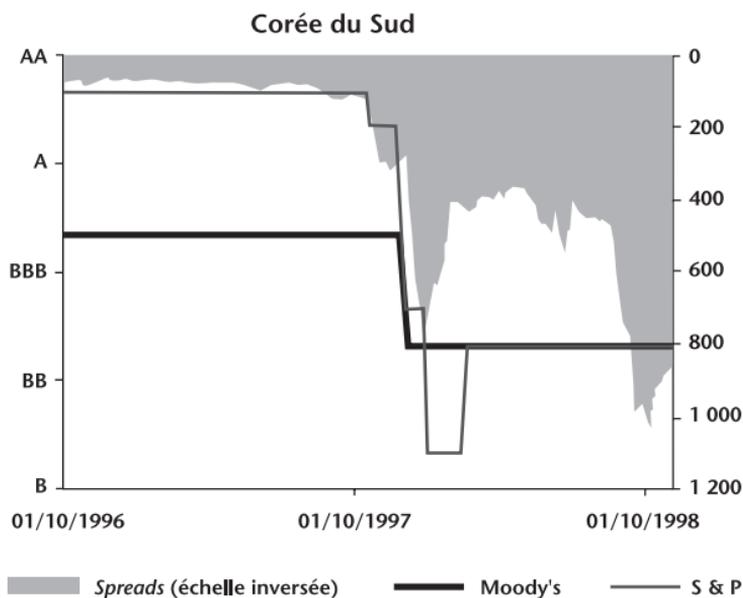
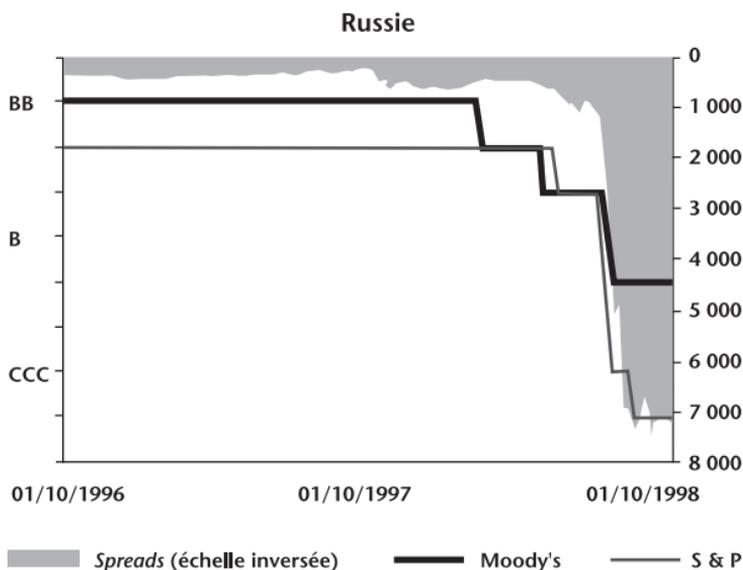
comme particulièrement solide, a aidé le pays à conserver une bonne note malgré les fragilités de l'emprunteur souverain.

Plus évident encore, un pays qui n'aurait presque pas de dette publique en devise à long terme aura toutes les facilités pour la rembourser quel que soit l'état de son économie : la République tchèque a vécu une crise de change, une crise politique et trois ans de récession entre 1998 et 2001 sans que sa note varie.

En admettant que la note du pays soit confondue avec celle de l'émetteur souverain, si le risque pays existe effectivement en tant que grandeur mesurable, les deux agences devraient noter de la même manière les pays, ou tout au moins arriver au même résultat. Les notes sont en effet très proches. Mais cette unité vient-elle de l'outil lui-même ou de l'environnement dans lequel se fait la notation ? La crise en Asie n'avait pas été anticipée par les agences. Le décrochage du bath a surpris l'ensemble de la

Mesures du risque pour la Russie et la Corée du Sud

(axe de gauche, notation du pays, axe de droite, *spreads* en points de base)



Source : Ricœur-Nicolai [1998].

communauté financière et les répercussions sur les autres pays de la zone ont été négligées tout au long de l'été 1997, forçant les agences à dégrader d'un coup les pays touchés : la Corée du Sud a ainsi été dégradée de sept rangs en une seule fois en décembre 1997. Quelle peut être alors la signification d'une note censée anticiper l'avenir ? Quelques mois plus tard, la crise russe a été niée par les agences alors que les marchés étaient sceptiques et que beaucoup d'économistes sonnaient l'alarme : il a fallu attendre la crise pour que la note de la Russie soit baissée. La mise en parallèle des deux mesures de risque que sont les notes d'agences et les *spreads* (en échelle inversée, puisque la hausse du *spread* indique une dégradation du risque perçu) témoigne de ces décalages.

Pour quelles raisons les agences ont-elles ainsi pu manquer la crise qui couvait ? Il y a eu un maintien dans le *main stream*, le courant d'idées majoritaire, qui a conduit à une mauvaise analyse.

Il faut évoquer ici le fait que les agences sont payées par l'émetteur : cela conduit à se poser des questions sur leur objectivité. Certes, la sincérité des agences leur est indispensable, ne serait-ce que pour des questions de réputation : leur survie en dépend, et on imagine mal une volonté de surévaluer une contrepartie. Mais les pays ne demandent leur notation que lorsqu'ils estiment avoir une note suffisante : cela peut être considéré comme positif, dans la mesure où cela incite le pays, qui veut se présenter sur les marchés, à faire des efforts pour obtenir une bonne note.

Organiser la notation. — Même si l'agence peut changer la note de son propre chef, à quel moment va-t-elle en prendre l'initiative ? Le cadre dans lequel s'organise la notation est alors en question. Par exemple, ne pas avoir de calendrier contraignant pour changer les notes laisse l'initiative au pays, au hasard, ou à l'événement. Le pays peut vouloir que l'agence réévalue sa note, mais, en règle générale, c'est l'événement qui provoque la notation, qu'il vienne de l'émetteur (préparation d'une nouvelle émission) ou de l'environnement (nouvelle importante qui justifie une révision). En moyenne, un pays est réévalué une fois par an. Cette moyenne cache une grande disparité et un seul mouvement annuel est certainement insuffisant pour des notes qui reflètent l'état de pays à l'actualité économique mouvementée.

De plus, il y a une dissymétrie : il est bien plus facile d'évaluer une mauvaise nouvelle qu'une bonne nouvelle. Il est plus facile de dégrader un émetteur que de l'*upgrader*.

Enfin, et surtout, l'institutionnalisation est peut-être le principal problème : en créant une norme, les agences sont devenues expression d'un consensus en même temps que donneur d'ordre. Dans la mesure où certains fonds ont des règles de gestion qui incluent des niveaux minimums de *rating*, toute dégradation est susceptible de se traduire par un mouvement de vente qui dépasse la seule analyse du couple rendement/risque. En devenant institutions, elles ont perdu une objectivité dans l'annonce de leur jugement. Ainsi, elles ont été accusées tour à tour de réagir trop tard (lors de la crise asiatique) et trop tôt (lorsqu'elles ont dégradé le Brésil en 1999, précipitant la chute des cours obligataires et amplifiant aussi les problèmes du pays). La mise en place d'un calendrier prévisionnel des révisions de notes et des multiplications de notes réglerait-elle le problème ?

Les agences, pour se protéger, mettent en avant leur droit à la subjectivité. Leur institutionnalisation justifie ce choix : il est fort à craindre que si elles définissaient *ex ante* quelle variable fait changer la note, les pays fragilisés feraient tous leurs efforts pour se concentrer sur cette variable, au détriment d'autres grandeurs qui n'apparaîtraient pas dans la liste des variables sensibles. Il faudrait alors un cadre théorique de notation extrêmement robuste pour éviter les dérapages.

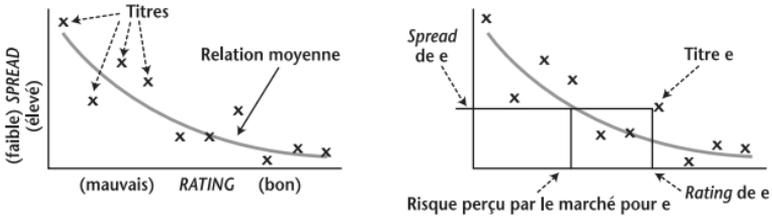
Rating, spread : soupçon d'autocorrélation

Finalement, l'utilisation de tout *rating* conduit à assimiler la contrepartie à son risque. Dès que la note est donnée, on peut remplacer, lors d'une prise de décision d'investissement, « Pologne » ou « Brésil » par « Risque A » ou « Risque B ». On peut alors confronter le risque que représente un pays mesuré par le *rating* annoncé à un autre risque : à celui d'un autre pays, mais également à celui d'une entreprise (qui aurait reçu une note comparable) ou à n'importe quelle entité qui serait notée. Le risque ainsi mesuré peut aussi être comparé au rendement attendu, afin de vérifier si le bénéfice attendu n'est pas trop en décalage. Pour une banque, la mise en place de *rating* pour chacun des emprunteurs permet d'établir une cartographie des risques, un risque moyen, un risque médian. Tous les exercices

sont possibles à partir du moment où le risque global de chaque contrepartie est quantifié en une seule note.

Les *ratings* d'agences donnent une mesure du risque pays, mesure complémentaire de celle de la prime de risque. On peut mettre en correspondance les deux mesures. Dans les faits, on retrouve la relation théorique rendement/risque, et l'ensemble des pays repérés à un instant donné dessine finalement une tendance, différente selon le fournisseur *rating* choisi. Cette tendance va permettre d'inférer le risque tel que perçu par le marché pour un titre émergent, spécifié par son *spread* et son *rating*.

Relation mesurée entre *spreads* et *ratings*



Source : Ricœur-Nicolai [1998].

Ainsi, le risque perçu par le marché n'est finalement pas exactement le même que celui que calculent les agences : ces deux mesures ne définissent ni l'une, ni l'autre le risque pays. L'écart entre les points repérant les pays et la tendance représentant la position théorique est alors doublement significatif. D'où vient l'écart ? Le pays va-t-il se repositionner sur la courbe, en voyant son *spread* s'ajuster ? Dans ce cas, si le pays est au-dessus de la courbe, cela signifie que le *spread* va baisser et qu'il est temps d'acheter le titre pour profiter d'une baisse des taux (donc d'une augmentation du cours). Mais peut-être le marché est-il dans le vrai et c'est au contraire l'évaluation du risque qui va s'ajuster ?

Le risque pays n'est donc pas réductible à une note : il s'évalue à partir des différentes notations existantes, de la mesure par les investisseurs du risque, et d'une analyse *ad hoc* du pays étudié.

Une méthode du diagnostic

Un investisseur peut avoir des projets rentables dans des pays à forte inflation ou à faible croissance : la trajectoire de développement de ces pays ne le concerne pas à court terme, à moins qu'elle n'ait un impact sur ses activités. L'analyste pays n'utilise pas la « matière première économique » ni les outils théoriques, comme le ferait un macroéconomiste.

Certes, il emprunte beaucoup aux théories de la croissance, du développement ou des crises, mais sous l'angle du diagnostic pays : ces théories sont revisitées dans une logique de risque.

L'analyste pays travaille avant tout sur le thème de la visibilité, essentielle pour les décideurs : il cherche à estimer la stabilité des tendances en place et à situer les points de rupture qui pourraient remettre en cause les hypothèses de gain d'une opération.

Ainsi, l'analyste produit une typologie des risques, et les classe du plus faible au plus fort. La moindre évolution de cette typologie peut modifier la décision de l'investisseur ou du banquier.

IV / Diagnostic et scénario : le cadrage structurel

Comment fait-on un diagnostic pays ?

L'analyste pays exerce un aller-retour constant entre les sphères institutionnelles, microéconomique, macroéconomique, monétaire, réelle : il met en relation les variables. Cela lui permet de repérer d'éventuelles incohérences entre les données statistiques, lorsqu'elles indiquent des phénomènes *a priori* contradictoires. L'objectif est de définir les tendances structurelles de long terme qui vont encadrer le diagnostic conjoncturel.

C'est l'approche que nous proposons dans ce chapitre. Les phases I, II et III s'inspirent de l'économie des institutions : elles construisent les bases d'un diagnostic de risque. Le chapitre v présentera ensuite le diagnostic conjoncturel et l'analyse des comptes extérieurs.

L'importance de chacune des phases de l'analyse n'est jamais la même pour chaque pays, la pondération dans le diagnostic final varie. Par exemple, le profil de dette, la situation politique ou le taux de croissance sont tour à tour essentiels, selon les cas.

Phase I : les repérages préliminaires

Qu'est-ce qu'un indicateur de risque pays ? Toutes les statistiques n'ont pas le même contenu en information. Certaines séries peuvent s'utiliser « brutes » : elles parlent d'elles-mêmes. D'autres ne veulent rien dire si elles ne sont pas éclairées par un contexte politique, économique ou social. Pire, on peut leur faire tout dire. Par exemple, un taux de chômage très faible ne signifie strictement rien : il peut témoigner du dynamisme de l'économie tout autant que de son incapacité à se réformer.

Une méthode d'analyse

Diagnostic = analyser		Scénario = anticiper	
Évaluer l'existant	Nommer les risques	Définir les scénarios	Probabiliser
Repérages préliminaires	Risque politique	Crise localisée	Défauts de paiement
Bilan humain	Volatilité des tendances	Crise généralisée	Retards de paiement
Bilan politique	Risque de change	Crise forte	Pertes d'activité
La sphère réelle	Risque conjoncturel	Crise faible	Risque de transfert
Les politiques économiques	Solvabilité, liquidité	Tensions	
Comptes extérieurs et dette	Risques systémiques	Volatilité	
Vulnérabilité latente	Déséquilibres existants	Typologie des risques	Crise : intensité et diffusion
			Impact pour l'investisseur

Source : Sollogoub [2001].

Pour le risque pays, les indicateurs les plus importants ne sont pas forcément ceux qui permettent de prévoir une tendance. Plutôt, ce sont ceux qui risquent de modifier cette tendance et donc, éventuellement, la typologie des risques, à court ou à long terme : ils sont souvent appelés des *rating movers*, des indicateurs susceptibles de faire bouger le classement d'un pays. Prenons par exemple le cas d'un pays qui possède très peu de réserves de change : cette faible « trésorerie » — le pays est alors analysé comme une entreprise — crée un risque de liquidité et de défaut de paiement. Ce risque va primer sur toute autre considération et orienter le diagnostic. Imaginons aussi que ce pays connaisse une forte croissance : si celle-ci n'entraîne pas une augmentation rapide du niveau des réserves, le pays ne va pas bouger dans les classements de risque, alors même que les études macroéconomiques concluent à une très nette amélioration. Dans ce cas, le *rating movers* n'est pas la croissance mais le niveau des réserves.

Un travail de cadrage structurel

Quand il se confronte à la phase du diagnostic, l'analyste commence par un rapide « travail de repérage » des variables : capital humain, niveau de développement, taille, relations avec

l'extérieur et profil de solvabilité, etc. Ce repérage est essentiel car il conditionne l'analyse des indicateurs conjoncturels, dans la phase suivante du diagnostic.

Quelques ordres de grandeur pour les principaux indicateurs de cadrage (pour les quatre grandes zones et les plus grands pays émergents)

(moyenne 1996 – 2005)

	PIB (milliards de dollars US)	PIB/habitant (dollars US)	Ouverture (exportations + importations) (% du PIB)	Solde courant (% du PIB)
Total émergents	5 801	1 577	47	0,5
Afrique - Moyen-Orient	993	2 305	49	0,9
Amérique latine	1 813	3 820	35	- 2,0
Asie	2 840	969	50	2,2
Pays de l'Est	874	2 895	66	0,3
Afrique du Sud	139	3 169	44	- 0,9
Arabie saoudite	177	7 877	36	2,1
Argentine	221	6 017	20	0,4
Brésil	600	3 485	18	- 2,7
Chine	1 173	922	45	1,8
Corée du Sud	476	10 098	64	2,2
Inde	503	489	21	- 0,3
Indonésie	189	899	37	2,6
Mexique	532	5 313	56	- 2,4
Pologne	181	4 724	59	- 3,8
Russie	353	2 428	37	7,0
Thaïlande	137	2 197	95	4,7
Turquie	196	2 850	53	- 0,8

Source : Economist Intelligence Unit.

La taille d'un pays et son taux d'ouverture expliquent le comportement de bon nombre de variables : taux de croissance, d'inflation, niveau du chômage, impact des investissements directs étrangers, impact d'un régime de change, d'une dévaluation, etc. La taille du pays peut également le rendre plus ou moins vulnérable à des réajustements de portefeuilles. Également, on peut supposer qu'un grand pays devrait être plus soutenu par la communauté internationale en cas de difficulté car il aura plus les moyens de faire pression. Il existe donc un lien, bien qu'imprécis, entre la taille du pays et le risque pays [Borio et Packer, 2004].

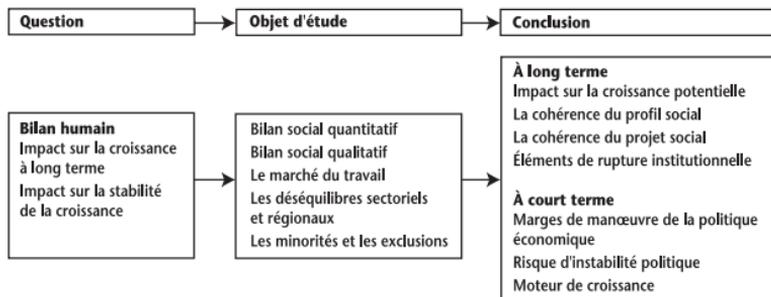
Enfin, il est essentiel de dresser dès le début d'une analyse pays un premier bilan en matière de solvabilité et de liquidité, bilan qui sera précisé ensuite : à l'instar du profil démographique, un profil de dette est intangible, quel que soit le complément d'information apporté ultérieurement. L'analyste pays doit aussi savoir s'il évolue dans un environnement de surendettement car celui-ci conditionne le *policy mix*, l'équilibre social ou politique.

Phase II : le bilan humain

Le bilan humain fournit trois types d'informations : sur la croissance potentielle, sur le type de relations que les agents ont entre eux et, enfin, sur les marges de manœuvre des politiques économiques. Le potentiel humain d'un pays conditionne sa trajectoire à court et à long terme, son équilibre politique ainsi que la cohérence de ses institutions.

Cette phase se fait en trois temps. Le bilan quantitatif et qualitatif permet de décrire une population, son âge, sa richesse, ses talents. Ensuite, une analyse des relations entre le capital et le travail révèle les principes sur lesquels se fonde la répartition des revenus. Enfin, la grille des revenus donne l'ampleur des inégalités et des exclusions.

Les étapes du diagnostic



Source : Sollogoub [2001].

La démographie et les indicateurs de développement

Une étude de risque commence par déterminer le niveau de croissance potentielle d'un pays : cela conditionne l'évolution

des coûts et des revenus locaux (essentiels pour un investisseur), et la capacité d'un pays à rembourser sa dette. Les indicateurs démographiques et les indicateurs de développement humain sont la base du « capital humain », facteur clé des théories de la croissance. Ainsi, l'Europe de l'Est à la démographie vieillissante n'atteindra jamais les niveaux de croissance moyens de l'Asie. Une croissance « trop » élevée en Europe de l'Est doit mettre l'analyste sur la voie d'un phénomène de surchauffe. Un taux de croissance n'est pas forcément « bon » parce qu'il est fort.

Le bilan démographique éclaire les incohérences spatiales, politiques et sociales d'un pays. De plus, ces variables sont stables à court terme ; le diagnostic conjoncturel est beaucoup plus volatil. Les seuls analystes ayant anticipé l'effondrement du bloc de l'Est étaient d'ailleurs des démographes (Emmanuel Todd en particulier) : l'analyse des tendances longues du profil démographique de l'ex-URSS avait permis de mettre en valeur l'incohérence et l'hétérogénéité du territoire.

L'intérêt de l'ensemble de ces variables est multiple :

- ne pas se tromper sur les tendances lourdes d'un pays et « encadrer » les prévisions de croissance ;
- faire des hypothèses sur la nature de cette croissance (capital humain suffisamment élevé pour créer les conditions d'une augmentation de la productivité globale des facteurs) ;
- pallier une éventuelle insuffisance statistique ;
- définir des points de rupture dans la trajectoire de croissance.

Le marché du travail

La première phase d'analyse est quantitative : qui travaille et qui ne travaille pas ? Cela permet de mesurer immédiatement l'impact sur la conjoncture : offre, demande, politiques économiques et situation politique. Un fort taux de chômage d'équilibre et un faible taux d'emploi sont autant de contraintes sur la croissance à court terme. Ou encore, une mobilité du travail insuffisante (régionale ou sectorielle) va limiter le rythme de diffusion du progrès technique.

L'étude d'un taux de chômage dans un pays émergent n'a de sens que mise en rapport avec le niveau de développement du pays. En 1996 par exemple, la Hongrie connaît un taux de chômage de 10 % tandis qu'il n'est que de 3 % en République tchèque. À cette date, la privatisation a été faite dans les deux

pays, par appel d'offres en Hongrie et par distribution de coupons représentatifs de droits de propriété en République tchèque. Dans le premier cas, l'arrivée massive d'investisseurs étrangers a dopé la restructuration industrielle... ce qui s'est traduit par l'augmentation du chômage. Dans le second cas, le chômage reste faible car la privatisation par coupons n'a pas conduit à des changements de management dans les entreprises : cessibles, ces coupons ont été rachetés directement ou indirectement par les managers en place. Le seul indicateur de cet échec de la privatisation était ainsi le taux de chômage, « anormal » pour un pays à ce stade de la transition.

Une grille de lecture. — Reste l'analyse institutionnelle du marché du travail : quel est le rapport des salariés avec leur entreprise ? Est-ce qu'il exprime une cohérence institutionnelle propice à l'équilibre macroéconomique, ou bien recèle-t-il des risques de rupture sociale ?

L'économie de la régulation fournit des concepts utilisables pour le risque pays. Robert Boyer définit ainsi cinq composantes qui permettent de caractériser les différentes configurations historiques du rapport capital/travail : « Les moyens de production, les formes de la division sociale et technique du travail, les modalités de mobilisation et d'attachement des salariés à l'entreprise, les déterminants du revenu salarial direct ou indirect et, enfin, du mode de vie salarié, plus ou moins lié à l'acquisition de marchandises ou à l'utilisation de services collectifs hors marché » [Boyer, 2004a].

Ces cinq catégories d'analyse permettent d'approcher le principe qui sous-tend les relations entre le capital et le travail. L'exemple type est celui du « compromis fordiste » des années 1960 dans les pays industrialisés, quand la production industrielle en série de biens de consommation reposait sur la distribution de salaires indexés sur les gains de productivité. La référence à ce compromis est utilisable pour analyser la montée en gamme industrielle des pays émergents les plus développés, en Asie ou en Europe centrale. Elle implique alors une étude parallèle du comportement de consommation des classes moyennes et de leur rapport salarial. Mais cette référence ne sera pas adaptée au schéma institutionnel des pays moins développés.

La richesse, les inégalités et les politiques de redistribution

Les indicateurs globaux de richesse par habitant sont pertinents pour une vision comparative mais beaucoup moins quand un investisseur cherche à estimer les revenus d'une clientèle locale potentielle. Ils ne servent qu'à situer un pays par rapport aux autres. De plus, les indicateurs de produit intérieur brut moyen par habitant ne permettent pas d'avoir une image des écarts types de revenus, qui vont pourtant conditionner la nature et la rentabilité des opérations à mener dans un pays.

Il n'y a pas de consensus théorique à propos des effets à court terme des inégalités sur la croissance. Comment se pose la question des inégalités pour l'analyste pays ? Elle peut être totalement neutre tant qu'elle n'infléchit pas les performances du pays et sa solvabilité. Les inégalités des pays pétroliers du Golfe n'ont jamais pesé lourd dans les diagnostics sur les titres souverains de cette région. En revanche, elles sont analysées de plus près en Égypte, où elles menacent plus clairement la stabilité du régime.

Pour l'analyse projet, la question des inégalités est encore plus déterminante : la vente de produits de luxe ou l'implantation de grandes surfaces ne s'appuient pas sur les mêmes hypothèses de revenus. Par conséquent, les études de rentabilité doivent être construites à partir d'hypothèses de revenus moyens pondérés par une estimation des écarts types de revenus (utilisation des coefficients de Gini).

Absorber les chocs. — Enfin, quels types de protection sociale les pays ont-ils mis en place ? L'État peut exercer un rôle redistributif direct et tous les risques vont se concentrer sur le déficit budgétaire. Mais il peut aussi avoir un rôle indirect : en maintenant des taux d'intérêt réels négatifs par exemple, ou des prix de l'énergie domestique inférieurs aux marchés mondiaux (souvent chez les producteurs, comme au Venezuela ou dans les pays de l'ex-URSS). Ces mesures ont généralement des effets de distorsions qui sont autant de risques dans le diagnostic global.

En revanche, l'existence d'un « coussin social » permet aussi d'atténuer les effets des chocs récessifs. Or, Amartya Sen [2000] montre que ceux-ci ont un rôle beaucoup plus fort sur l'évolution du bien-être à long terme que le taux de croissance économique : c'est bien l'ampleur des phases de ralentissement qui explique la pauvreté. Tous les facteurs permettant d'absorber les

chocs seront donc favorables à la croissance à long terme, et notés comme tels dans le diagnostic pays.

Phase III : le risque politique

Le risque politique est l'un des critères d'analyse du risque pays les plus délicats à évaluer : il ne peut se fonder uniquement sur un discours d'expert ou sur des indicateurs institutionnels dont la construction reste difficile et la crédibilité limitée. Il existe de multiples bases de données institutionnelles sur les pays émergents, généralement disponibles gratuitement. À dire vrai, le problème n'est pas l'insuffisance des données mais le trop-plein. De plus, les bases de données existantes explorent le lien institutions/croissance, et cette question n'est pas exactement celle de l'analyste pays qui doit estimer l'impact de cette combinaison institutions/croissance sur la solvabilité du pays. On ne peut réduire la question « institutions et risque pays » à la question « institutions et croissance ».

Mais le risque politique est aussi l'une des étapes essentielles du diagnostic, puisqu'il peut conduire aux situations les plus graves. Dans le cas des opérations commerciales, il correspond au risque résiduel non couvert par la plupart des agences de crédit export nationales.

Les trois critères de décision essentiels, pour l'investisseur ou le prêteur, sont la stabilité de l'environnement politique et social, sa transparence, ainsi que le respect des règles contractuelles par le partenaire local, souverain ou non :

- dans quelle mesure la configuration politique et sociale d'un pays risque-t-elle de conduire à des événements qui pourraient changer les hypothèses macroéconomiques utilisées par les partenaires étrangers dans leurs calculs de rentabilité ?

- quel est le degré de transparence de cet environnement politique et social ?

- quel genre d'événements risquerait de modifier la capacité ou la volonté de payer des partenaires locaux ?

Comment le pondérer ?

Selon son intensité, le risque politique conditionne la signification de nombreux autres indicateurs, et il donne donc une direction majeure au diagnostic final. Des dégradations de la

conjoncture ou de l'environnement social, peu importantes dans un contexte de stabilité politique, deviennent cruciales si le risque politique latent est fort — les anticipations des investisseurs, pour un pays qui dépend des financements extérieurs, sont plus volatiles dans un contexte de risque politique élevé. Au moindre problème, les marchés redoutent la matérialisation de ce risque, qui peut conduire à un défaut de paiement ou à des problèmes de transfert. À ce moment-là, les investisseurs ou les prêteurs sont sujets à des phénomènes de panique, et leur analyse des indicateurs macroéconomiques est biaisée : ils exigeront d'un pays à fort risque politique une liquidité beaucoup plus élevée que pour un autre plus stable.

Dans un contexte de risque politique fort, c'est une logique de court terme qui l'emporte. La pondération dans le diagnostic global correspond donc à une logique de seuils : plus le risque politique est élevé, plus son importance augmente dans le diagnostic pays.

Démocratie et risque pays

La nature du régime politique est un facteur *a priori* indifférent pour le risque pays, l'investisseur ou le banquier : la question est rarement abordée en comité de crédit, sauf dans les cas extrêmes de risques de réputation — une banque hésitera aujourd'hui à prêter à un pays dénoncé publiquement par des organisations internationales, que ce soit en matière de droits de l'homme, de recyclage de capitaux douteux ou de risque majeur pour la protection de l'environnement. Mais globalement, l'analyste pays aborde avec neutralité la question du régime politique. Pourtant, même dans cette logique désincarnée, ce principe mériterait d'être réexaminé.

Quel est l'impact d'un régime politique d'une part sur la croissance et d'autre part sur sa stabilité ? Les travaux de Dani Rodrick [1997] montrent que la relation entre démocratie et croissance n'est pas statistiquement significative. Cependant, le même auteur montre aussi que la démocratie possède au moins quatre avantages sur les régimes autoritaires : la variabilité de la croissance de long terme y est plus faible ; la stabilité des performances macroéconomiques de court terme y est plus grande ; les chocs exogènes y sont mieux maîtrisés ; le niveau des salaires y est plus élevé. Ces quatre variables sont des indicateurs directement utilisables pour le risque pays.

À cela, Jean-Paul Fitoussi ajoute une distinction entre une « démocratie des élites » (Inde), peu propice aux facteurs de la croissance à long terme (éducation primaire, droits de propriété, liberté économique), et une « démocratie de marché » (système qui bénéficierait d'une plus forte flexibilité et donc d'une meilleure capacité à traiter l'imprévu, c'est-à-dire en particulier les chocs négatifs). « La moindre volatilité des performances économiques des pays démocratiques constitue un avantage pour le bien-être des populations » [Fitoussi, 2004]. C'en est un, aussi, pour la visibilité des investisseurs.

La fragilité des institutions

Le risque institutionnel désigne les difficultés de fonctionnement d'un régime donné, pouvant aller du blocage jusqu'à un changement total de régime — révolution, guerre, putsch, etc. (nous nous référons ici à une définition juridique des institutions, restrictive par rapport à l'approche développée dans le chapitre II). Dans le premier cas, la crise est latente : la Russie des années Eltsine en a été un exemple, quand le président dirigeait par décrets (oukases), à défaut de faire entériner ses décisions par un Parlement hostile. Ce genre de situation conduit au surdéveloppement d'une administration présidentielle, qui double les institutions existantes et opacifie le processus d'application administratif.

De façon identique, des conflits ouverts peuvent éclater entre pouvoir législatif et pouvoir judiciaire ou, au sein des assemblées, entre chambre basse et chambre haute. La plupart du temps, ce type de blocage reflète ceux qui peuvent exister entre les lobbies qui dominent une société. Des structures claniques de pouvoir existent dans des pays à familles historiquement dominantes, du type Indonésie ou pays du Caucase (Azerbaïdjan), ou dans les pays producteurs de matières premières. La stabilité de ce type de régime masque une situation souvent précaire d'équilibre entre familles. Crise économique, conflit social ou succession présidentielle peuvent faire voler en éclats cet équilibre. Dans ce genre de situation, il faut éviter deux erreurs d'analyse :

- sous-estimer la fragilité intrinsèque d'un régime clanique, aidé en cela par l'euphorie de court terme d'un marché ;
- sous-estimer les risques qu'une guerre des clans peut faire courir, c'est-à-dire croire que certains actifs locaux seront protégés, sous prétexte que cela ruinerait les relations du pays

avec les investisseurs étrangers. Les stratégies des acteurs locaux deviennent imprévisibles en cas de crise politique, parfois totalement contraires à toute logique de développement économique, et même à leurs propres espérances de gains à long terme. On entre alors dans une logique de court terme, de préemption de rente, contrairement au créancier extérieur qui conserve une logique contractuelle de long terme. Garder l'espoir que subsiste pour tous et toujours une telle rationalité relève d'une forme d'ethnocentrisme attardé dans la sphère financière. Elle est pourtant fréquente dans les comités de risque.

La visibilité réglementaire

Le manque de visibilité réglementaire conduit à une augmentation des coûts de transaction et impose souvent le maintien de garanties coûteuses. Ce risque est sensible à tous les échelons d'un pays : administrations d'État, collectivités locales, entreprises, etc. C'est l'un des meilleurs indicateurs de cette « cohérence institutionnelle » si difficile à qualifier. L'opacité réglementaire, qu'elle se traduise par un trop-plein, un vide ou une imprécision juridique, revient au même : elle exprime l'autonomisation d'acteurs locaux et le manque de légitimité des institutions centrales, donc le manque de cohérence du schéma institutionnel tout entier.

On serait tenté de dire que cette opacité est le propre des grands pays émergents (Russie, Inde, Brésil par exemple), mais elle peut aussi caractériser de petits pays (Albanie, Zimbabwe). Elle caractérise surtout les pays ayant connu des phases de transition de régimes ou des périodes de crises économiques violentes (Russie 1998, Argentine 2002). Ces crises provoquent un repli sur l'échelon régional, identifié par la population comme un espace de survie. Ce genre de réflexe est propice au développement de l'économie parallèle, à l'apparition du troc ou d'instruments de paiement locaux. L'administration régionale peut même être une vraie force centrifuge, qui résiste aux injonctions du centre : cela opacifie l'étude du contexte légal, judiciaire et budgétaire de tout le pays. La consolidation des comptes publics devient très difficile à comprendre, et l'analyse du seul budget central ne veut plus dire grand-chose.

Les préférences d'un gouvernement

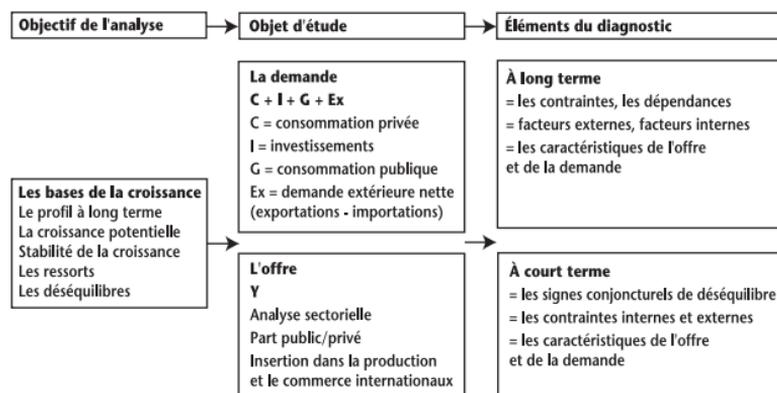
Au niveau des gouvernements, le principal risque tient à la continuité des politiques qui sont menées. Une instabilité gouvernementale chronique — caractérisée par exemple par des successions de coalitions fragiles — sera neutre pour le risque pays si elle ne change pas les relations avec les partenaires étrangers, en particulier la volonté de payer de l'État souverain. Cette volonté de payer, déjà conditionnée par des facteurs externes (sanctions directes ou indirectes des créanciers, voir chapitre II), est encore plus dépendante d'éléments internes : sur quels critères se forment les préférences d'un gouvernement ? Y a-t-il un risque d'arbitrage objectif entre des intérêts internes et externes ?

Le remboursement de la dette extérieure se fait forcément, à court terme, au détriment de la sphère réelle. L'Argentine a ainsi payé cher socialement son ancrage monétaire prolongé sur le dollar malgré l'effondrement de son investissement. Mais la priorité donnée au paiement de la dette externe peut aussi entraîner un cercle vertueux de croissance, par exemple quand ce paiement a un effet sur les investissements directs étrangers. En 1995, la Hongrie souffre d'un surendettement qui la positionne aux premiers rangs des pays susceptibles de connaître une crise financière du type de celle que vient d'expérimenter le Mexique. On craint le défaut. Le gouvernement hongrois continue pourtant à payer sa dette au prix d'un ajustement sévère. En faisant cela, il envoie un message de crédibilité aux investisseurs étrangers : un an après, la Hongrie attire près de 60 % des investissements directs destinés à toute l'Europe centrale ! L'élément déterminant pour les investisseurs n'est pas le niveau des salaires (plus faible dans d'autres pays de l'Est) ou la taille des marchés (plus grande dans d'autres pays de l'Est), mais la visibilité institutionnelle, c'est-à-dire la certitude d'une stabilité de l'environnement réglementaire, d'un respect des paroles données à tous les échelons de l'administration, centrale et régionale.

V / Diagnostic et scénario : la conjoncture et la dette

Les trois premières phases du diagnostic ont révélé les spécificités du pays étudié. Elles ont donné les grandes lignes d'une trajectoire à long terme : c'est à l'intérieur de celles-ci que se déroule l'étude de l'offre et la demande. Elle est axée sur les ressorts de la croissance, ses déséquilibres et ses contraintes structurelles. Elle éclaire directement un certain nombre de risques : risques conjoncturels à court terme, risque de solvabilité à long terme, risque d'instabilité du taux de croissance à court et à long termes.

Les étapes du diagnostic



Phase IV : la sphère réelle

Quel est le profil du PIB ? Son taux de croissance sur le long terme est aussi révélateur que sa volatilité. Ce que doit éclairer l'analyse de risque, c'est la stabilité de l'environnement macroéconomique et sa capacité de résistance aux chocs.

Au-delà de l'exercice de prévision conjoncturelle, le scénario de risque doit mettre en regard les éléments volatils et les éléments stables de la croissance : quelle est la capacité d'adaptation de l'offre aux ajustements de la demande, potentiellement violents dans les pays émergents ?

L'offre : connaître les points de rupture

Cette phase du diagnostic traite de composantes peu volatiles à court terme. En particulier, la structure du PIB, par secteur et de la population active, s'étudie en dynamique, avec des points de référence sur longue période. Mais les enjeux opérationnels, pour les investisseurs, ne sont pas les mêmes selon le niveau de développement du pays.

Pour les pays les moins avancés, le profil du secteur agricole reste l'indicateur le plus révélateur. Un décalage trop grand entre la population active agricole et la contribution de l'agriculture au produit intérieur brut n'est pas seulement le signe d'un secteur improductif. C'est aussi le révélateur d'un processus de sous-développement et de résistance au décollage industriel ou à la transition. Pour le risque pays, ce genre de conclusions conduit à plusieurs préconisations :

- un risque de volatilité de la croissance à court terme, lié à l'instabilité de la production agricole. Il faut donc systématiquement prévoir une marge d'erreur plus grande sur les projections de croissance dans les études de sensibilité sur ce genre de pays ;
- un risque de déficit courant si le pays s'engage dans la croissance : le secteur industriel aura des capacités d'offre insuffisantes pour répondre à la demande nationale. Dès que le pays dépassera sa croissance potentielle, l'analyste pays surveillera l'évolution des comptes extérieurs, le risque de change, le risque de liquidité, voire de solvabilité.

L'instabilité, ennemi du risque pays. — Dans les pays émergents, les phases de décollage sont des phases de rattrapage et les taux de croissance sont particulièrement forts. En revanche, les

Économie informelle et corruption : quel impact sur le diagnostic de risque ?

Les spécificités institutionnelles des pays émergents imposent certaines corrections : la part de l'économie informelle, bien plus qu'ailleurs, est susceptible de modifier complètement le diagnostic. Par nature, la mesure de l'économie informelle, celle non recensée par les statistiques officielles, est délicate. Cet exercice est encore compliqué par le fait que les frontières entre économies formelle et informelle sont poreuses : toutes les nuances de gris sont possibles. Aucune méthode de mesure ne fait l'unanimité. Certaines d'entre elles se fondent par exemple sur l'utilisation excessive d'une ressource (électricité ou ressource monétaire), d'autres sont fondées sur la modélisation [Schneider et Enste, 2000]. Ces études permettent d'avoir une idée de la marge d'erreur dans les estimations du produit intérieur brut, mais il n'existe aucun rapport entre la taille présumée d'une économie informelle et la

nature des risques pris par un investisseur.

La question de la mesure est encore plus délicate pour la corruption. Il est parfois difficile de savoir ce que l'on veut mesurer : les actes de corruption ou le montant des pots-de-vin versés ? En fait, il n'existe que des mesures indirectes de la corruption, très souvent fondées sur des enquêtes. De nombreux rapports sont disponibles, mais leur enseignement est limité : ces indices proposent des perceptions de la corruption et non une mesure objective de celle-ci. Cependant, un pays que les investisseurs considèrent comme corrompu risque d'être sujet à une volatilité des anticipations et donc des flux : cela accroît le risque de change et de liquidité.

Selon l'explication donnée aux causes de l'économie informelle, l'impact pour le risque pays n'est pas le même. Deux écoles s'affrontent. La première, à dominante libérale, axe sa réflexion sur un État surtaxeur : la corruption naîtrait de la situation de monopole d'une administration, en

performances sont très instables. L'offre ne peut s'adapter qu'avec retard — sauf si les financements externes viennent pallier les manques d'épargne et le crédit domestique contraint. Tout concourt donc à l'apparition de phénomènes de bulles, surchauffe et autres distorsions dangereuses en cas d'ajustement du change par exemple. Les soldes courants sont structurellement déficitaires, creusés par l'importation de biens d'équipement.

La visibilité à long terme est-elle assurée ? C'est la question essentielle pour un investisseur. Pour savoir si les bases du décollage industriel sont saines, l'analyste pays examine certains facteurs directs de ce décollage : rôle des IDE, valeur ajoutée de la production et des exportations, visibilité institutionnelle et coûts salariaux (conditions requises pour attirer les investissements directs) ; vitalité et financement des petites et moyennes

particulier fiscale [Tanzi, 1998]. S'il s'inscrit dans cette logique, l'analyste pays va relier le poids de l'économie informelle au risque de contraction de la base fiscale, d'accroissement des déficits et de la dette publique. Mais cette analyse libérale présuppose que les agents de l'économie informelle agissent « comme des entrepreneurs rationnels » [Lautier, 2004], capables de comparer les coûts de la formalisation (temps d'attente, frais administratifs, impôts) et ceux de l'informalisation (accès impossible à la publicité et difficile au crédit, coûts de corruption). Or il s'agirait plutôt d'une méconnaissance ou d'une non-compréhension de la loi et de sa légitimité. Dans ce cas, l'économie informelle « semble jouer un rôle social, à défaut d'être le moteur du développement économique » [Lautier, 2004].

Reste l'impact macroéconomique. Là encore, deux écoles. La plus libérale insiste sur le caractère de flexibilité de ce secteur. De plus, environ les deux tiers des revenus gagnés dans la sphère parallèle sont dépensés

immédiatement. En revanche, d'autres analyses soulignent l'impact négatif de l'économie informelle, qui ne peut pas nourrir une vraie logique d'accumulation.

Les indicateurs pertinents sont donc ceux qui permettent à l'analyste de savoir si l'économie parallèle témoigne d'une logique d'accumulation ou, au contraire, d'une logique de survie. Si la consommation privée est la seule à augmenter, le diagnostic sera meilleur à court terme (soutien de la croissance) mais moins bon à long terme : insuffisance de l'investissement, risque de dégradation de la base fiscale et des finances publiques. En revanche, si l'investissement augmente, l'économie parallèle témoigne d'un dynamisme caché. Enfin, le secteur informel peut aussi agir comme un coussin économique et social [Zlotowski, 1999] : la crise russe n'a pas eu les effets dévastateurs annoncés car le troc a isolé l'économie domestique du choc de compétitivité externe. Ce facteur de rebond a souvent été sous-estimé dans les crises.

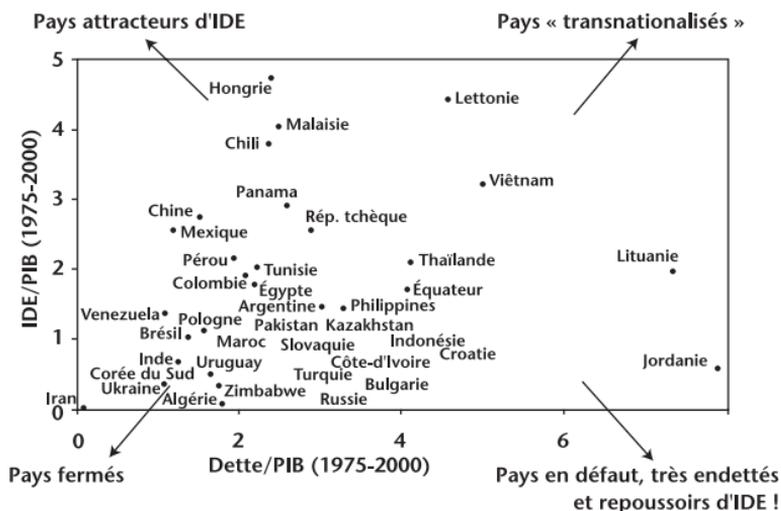
entreprises, capables de tisser un réseau indispensable de sous-traitance, tout en portant l'accélération des revenus de la classe moyenne.

Les IDE peuvent modifier en profondeur le profil industriel d'un pays, lorsqu'ils arrivent en masse. Une année d'IDE supérieure à la moyenne (3 % du PIB pour l'ensemble des émergents depuis 1990), ce qui peut arriver avec une seule grosse opération, n'a évidemment pas le même impact que plusieurs années de financement. On peut repérer les pays qui, sur longue période, ont ainsi eu recours aux IDE pour se financer : qu'ils aient ou non compté également sur un financement par la dette, ces pays attracteurs d'IDE sont dans une dynamique de décollage par l'offre qui leur permet d'espérer une diffusion des gains de productivité au reste de l'économie. Notons cependant que ces effets ont été décevants sur la dernière décennie dans le monde

émergent en termes de diffusion à l'ensemble de l'économie. La concentration des IDE sur certains secteurs ou dans certaines régions (effets d'« agglomération » des IDE) a été plus forte que prévu : promouvoir la diffusion des IDE à l'ensemble de l'économie devient un enjeu de développement aussi fort que celui de l'attraction.

Part du financement par IDE et par dette

(% du PIB)



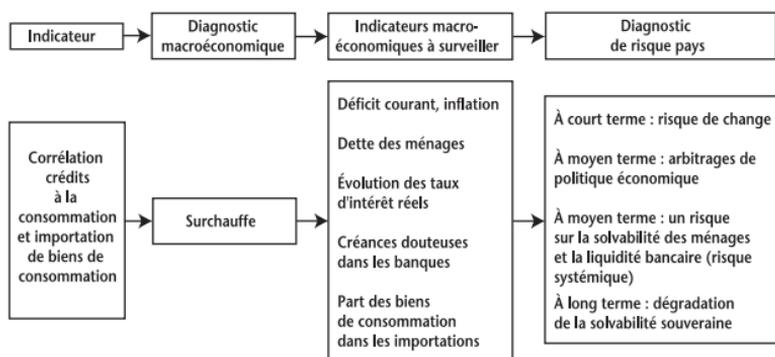
Source : Laurent et al. [2001].

La demande intérieure, composante volatile des scénarios pays

Les parts respectives de la consommation privée, de la consommation publique ou de l'investissement donnent un diagnostic sur la stabilité de croissance à court terme ainsi que sur le rôle de l'État dans le maintien de ces performances. Par exemple, un pays émergent dont la croissance est assise sur les dépenses publiques fragilise sa solvabilité publique et souveraine, mais peut accroître ses perspectives de croissance à long terme si son niveau d'infrastructures augmente. Celui dont les performances tiennent au dynamisme de la consommation privée risque de connaître des phénomènes de surchauffe : les pays émergents ne sont pas dotés d'une industrie de biens de

consommation suffisamment diversifiée et réactive pour suivre une explosion de la consommation privée. Cela se lira à travers la part de biens de consommation dans les importations. Si, de plus, l'essor de la demande des ménages est entretenu par le crédit — ce qui peut conduire à l'accumulation de créances douteuses —, la corrélation éventuelle de ce dernier avec les importations sera révélatrice des déséquilibres offre/demande. Enfin, si la surchauffe se confirme, le déficit courant commencera à se creuser, ce que l'analyste pays traduit directement en termes de risque de change à court terme.

La logique d'un diagnostic pays : de l'indicateur aux risques. Un exemple

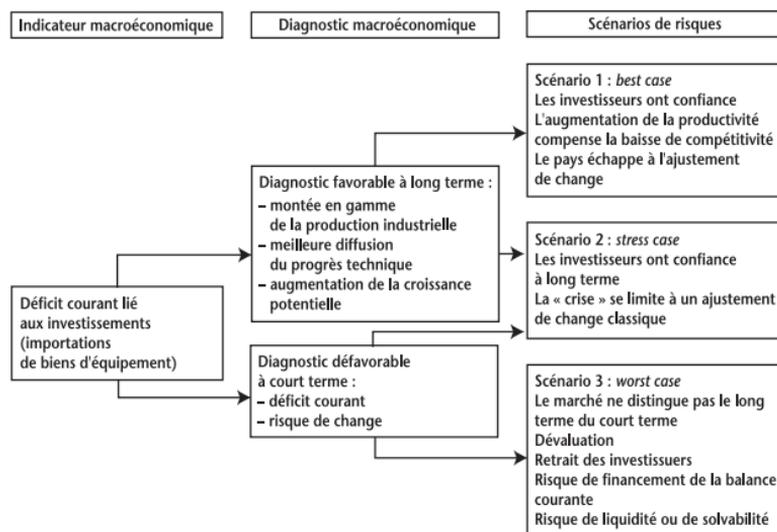


Source : Sollogoub [2001].

Une croissance fondée sur l'investissement, particulièrement sur les IDE, peut aussi se traduire par une dégradation de la balance courante, liée à des importations de biens d'investissement. Dans ce cas, le diagnostic de risque à long terme sera positif, car ces investissements laissent espérer une montée en gamme industrielle. Les risques se concentrent alors sur le court terme, particulièrement le taux de change. Cette configuration de risques n'a guère d'importance pour un investisseur direct qui choisit un pays dans le cadre d'une stratégie de long terme, bien que cela ait un coût : le maintien d'une couverture des risques de change à court terme. En revanche, le financement des opérations de commerce extérieur est plus handicapé par la persistance d'un risque de change, quelle que soit l'amélioration de la notation pays à long terme.

Un scénario du pire (*worst case*) tiendrait aux anticipations de marché : si ce dernier ne perçoit pas l'amélioration du profil structurel, il peut aussi déclencher des ajustements suffisamment forts pour qu'ils pèsent sur la confiance des investisseurs directs. Ceux-ci, se retirant, peuvent déclencher un problème de solvabilité lié au financement de la balance courante.

La construction des scénarios de risque. Un exemple



Source : Sollogoub [2001].

Phase V : les politiques économiques

Avec la succession des crises et la prééminence des financements de marché, la perception des politiques économiques par les investisseurs est devenue cruciale : cela oriente les flux de capitaux et peut créer des problèmes de liquidité. Il faut donc en permanence souligner, par des indicateurs appropriés, la crédibilité et la transparence des politiques autant que leur efficacité.

Quelques ordres de grandeur pour les indicateurs de vulnérabilité (quatre grandes zones et principaux pays émergents)

(moyenne 1996-2005)

	Dettes/ PIB	Dettes/expor- tations biens et services	Réserves (en mois d'importations)	Recettes budgétaires (% PIB)	Solde budgétaire (% PIB)
Total émergents	35	109	7,4	22	22
Afrique -					
Moyen-Orient	40	109	6,7	29	- 4
Amérique latine	39	171	6,5	24	- 3
Asie	28	72	10,1	17	- 3
Pays de l'Est	43	106	5,3	25	- 2
Afrique du Sud	18	67	2,8	25	- 2
Arabie saoudite	19	48	7,0	30	- 3
Argentine	69	366	11,1	20	- 1
Brésil	39	312	9,9	29	- 6
Chine	15	54	11,2	16	- 3
Corée du Sud	29	69	7,2	24	0
Inde	20	130	13,0	13	- 5
Indonésie	82	211	10,4	19	- 1
Mexique	31	96	3,1	23	- 1
Pologne	36	163	6,3	21	- 4
Russie	48	134	6,8	18	- 1
Thaïlande	59	97	6,8	17	- 1
Turquie	59	187	5	27	- 13

Source : Economist Intelligence Unit.

Le budget, un objet opaque

La procédure budgétaire synthétise les rapports des forces politiques en présence. Elle apprendra si le Parlement sait respecter les engagements pour lesquels il a été élu (représentation partisane ou non, défense éventuelle d'intérêt catégoriel...), s'il sait se faire entendre de ceux qui ont d'autres contraintes. Elle permettra de savoir si le gouvernement est capable de respecter ses engagements internationaux, si les différents échelons administratifs, surtout dans le cas d'États fédérés, sont en phase de coopération : le budget cristallise souvent les conflits entre le centre et les régions ; c'est l'un des meilleurs indicateurs de la stabilité institutionnelle du pays. Dans le cas du Brésil en 1999 et 2000, les États locaux sont même allés jusqu'à revendiquer l'indiscipline budgétaire alors que la dette fédérale inquiétait les

investisseurs internationaux. En ce sens, la procédure budgétaire éclaire, précise et complète l'analyse du risque politique.

Les recettes : la légitimité de l'État. — Anticiper les éventuels dérapages, même lorsque la procédure de construction budgétaire est rodée et claire, suppose de connaître les sommes en jeu. Les montants peuvent effrayer : il n'est pas rare que le seul déficit budgétaire représente l'ensemble du financement extérieur d'un pays. En effet, les pays en développement ont un taux de prélèvement obligatoire assez faible ; la base fiscale augmente avec le niveau de développement. Les ratios doivent être jugés à cette aune : dans la Russie de 1998, l'inquiétant n'était pas que le déficit budgétaire voté par le Parlement pèse 4,7 % du PIB, mais qu'il représente 37 % des dépenses.

Chez les émergents, la maîtrise des recettes est hasardeuse :

— pour les producteurs de matières premières, elles sont volatiles, souvent concentrées sur quelques produits ou quelques contribuables : le Venezuela repose sur le pétrole autant que les pays du Golfe, le Maroc compte sur le phosphate, le Chili sur le cuivre, le Mexique ou la Russie sont soumis au bon vouloir fiscal des oligarchies de l'énergie ;

— une absence de légitimité de l'État se traduit directement dans une base fiscale étroite autant que volatile. Comme la procédure budgétaire, cet indicateur institutionnel complète l'analyse politique et peut orienter le scénario. Au début de 1998, en plein décollage du PIB, les recettes fiscales de la Russie ne dépassaient guère 10 % du PIB, la moyenne des émergents se situant aux alentours de 20 %. C'était une anomalie, et l'un des indicateurs les plus flagrants de la crise qui allait éclater quelques mois plus tard ;

— la visibilité statistique est faible : bien des budgets ont été bouclés en comptant sur des recettes de privatisation qui, finalement, n'ont pas été à la hauteur des rentrées espérées.

Les dépenses : peu de marges de manœuvre. — Du côté des dépenses, l'incompressibilité est plus forte encore que dans les pays développés. À la question des dépenses votées (traitement des fonctionnaires, prestations sociales) qui sont aisément prévisibles d'une année sur l'autre, s'ajoute l'impératif de subventions à l'économie : c'est un coussin social dont les gouvernements hésitent à se passer, surtout dans les pays à fort risque politique et inégalités de revenus importantes. La pratique du

subventionnement peut aussi correspondre à un principe institutionnel plus profond. Dans les pays en transition d'Europe de l'Est, la logique de subventionnement automatique par l'État — la « contrainte budgétaire souple » [Kornaï, 2000] qui caractérisait l'économie planifiée — a survécu bien au-delà de la chute du mur. On en voit longtemps les traces dans les comptes publics extrabudgétaires, grevés par les subventions aux industries non restructurées.

Facteur de mauvaise surprise éventuelle, les dépenses « hors budget » sont un classique de l'analyse des pays : fonds spéciaux de retraite, aides au secteur bancaire et aux industries, garanties à des entreprises publiques ou des collectivités locales, les exemples abondent. Il faut savoir s'il s'agit d'un outil de politique économique maîtrisé ou d'une volonté de subvention camouflée.

Le solde global : l'émergence du solde primaire. — L'analyse du solde budgétaire a été influencée par les crises des années 1990. Le solde budgétaire global est utilisé pour surveiller la dynamique de la dette publique. Mais le solde primaire — donc hors dépenses de remboursement de dette — est le véritable reflet de la politique budgétaire : rapporté au PIB, il témoigne de l'effort d'ajustement structurel du pays. Utilisé par le FMI dans ses critères de conditionnalité, il est récemment devenu un des indicateurs de référence de la communauté financière.

Les émergents ont parfois atteint un niveau de charge de la dette publique qui finit par fausser les perspectives : on ne peut pas juger la politique budgétaire d'un pays à son seul déficit budgétaire lorsque, comme la Turquie en 2000, plus de 15 % de son PIB sont consacrés à rembourser sa dette publique. Un pays très endetté mais en excédent primaire n'était pas dans la même dynamique qu'un autre, moins endetté, mais incapable de contrôler l'équilibre de ses finances publiques.

Pour l'anecdote, la logique était exactement inverse il y a un siècle. Les premiers analystes de risque pays s'intéressaient plutôt au service de la dette qu'au déficit lui-même [Flandreau, 2002].

Les banques : vecteur de transmission du risque systémique

Pouvoir définir et mettre en œuvre une gestion des taux d'intérêt et de la monnaie en circulation suppose que le pays a un certain niveau d'intermédiation financière. Dans tous les

pays émergents, la comptabilité du secteur bancaire est opaque, ce qui est propice aux erreurs d'analyse et aux asymétries informationnelles. Cette opacité vient d'une réelle insuffisance statistique, mais également d'une volonté locale de camoufler les insuffisances du secteur : l'analyse des ratios prudentiels doit donc être très poussée. Par exemple, des garanties apportées face à des créances douteuses ne suffisent pas : encore faut-il qu'elles soient mobilisables.

Le système financier est presque toujours l'un des talons d'Achille des pays émergents, mais les problématiques sont légèrement différentes dans les pays les moins avancés et les plus développés. En fait, l'analyse des banques concentre les enjeux classiques du développement et les risques nouveaux de la globalisation financière.

Pour les pays les moins avancés, il n'y a pas de perspectives de croissance sans intermédiation bancaire. Le ratio crédit au secteur privé rapporté au produit intérieur brut est une des clés de la stabilité de la croissance à long terme. C'est souvent le révélateur des fragilités majeures d'une économie, à mettre en rapport avec une logique de seuil de développement : ce ratio est en général inférieur à 20 % dans un pays peu avancé, compris entre 20 % et 60 % dans un pays émergent intermédiaire, en « décollage ». Au-delà, la trajectoire à long terme du pays est plus assurée.

Les pays en décollage : une concentration particulièrement forte des risques. — La progression du ratio crédit/PIB doit accompagner l'augmentation du produit intérieur brut. Mais les situations de décollage sont propices à deux types de dérapages : l'accumulation de créances douteuses et la formation de « bulles » sectorielles, nourries par le crédit bancaire. Structurellement procyclique, il l'est encore plus dans les pays émergents sous la poussée de facteurs internes et externes.

La rentabilité des établissements bancaires est difficile à assurer dans les pays qui ne disposent pas d'un socle historique d'activité de banque de détail, fondé sur une classe moyenne. De plus, la structure capitalistique du secteur bancaire de ce genre de pays peut être dangereuse : les oligarchies locales cherchent à contrôler les centres de profits (secteurs bancaires et secteurs exportateurs), ce qui est propice à l'accumulation et à la concentration de créances douteuses.

Les phases de décollage sont les plus attractives pour les investisseurs étrangers (promesses de fortes rémunérations). Mais l'afflux subit de liquidités extérieures est dangereux, d'autant plus qu'il se concentre en général sur quelques secteurs ou quelques devises : les investisseurs hésitent à se diversifier parce qu'ils sont mal informés et restent confinés dans des logiques mimétiques. La phase *post-investment grade* est particulièrement dangereuse : un pays dont la notation vient d'être relevée attire de nouveaux investisseurs (les caisses de retraite américaines n'investissent par exemple que dans des valeurs de ce type) qui sous-estiment les risques (effet normatif de l'*investment grade*).

Les risques d'effet d'éviction par la dette publique sont particulièrement forts dans les périodes de décollage : les marchés des titres publics commencent à s'ouvrir aux investisseurs étrangers (en particulier sous la pression du FMI), et la dette risque donc de s'accroître — peu de pays, développés ou non, profitent des phases de croissance et de liquidité facile pour en faire des périodes d'assainissement. Les banques achètent alors des titres en direct, à la recherche de rendements attractifs, mais elles sont aussi les intermédiaires des investisseurs étrangers. En cas de problème, cela double les risques. C'est ainsi que l'effondrement du secteur bancaire accompagne le défaut souverain russe et la dévaluation du rouble de 1998, entraînant la réalisation effective d'une crise jumelle. À peine trois ans après, les banques turques étaient soumises au même syndrome.

Dans les phases de décollage, la qualité de la régulation prudentielle et de la transparence statistique est donc un indicateur clé pour le diagnostic pays. À ce stade de développement, l'analyse du secteur bancaire requiert l'une des plus fortes pondérations du diagnostic final.

Les pays les plus avancés. — Il n'y a pas de perspectives de rattrapage sans efficience de l'intermédiation bancaire : la question n'est plus celle du financement de la croissance mais de la qualité de ce financement, de sa répartition. Typiquement, le financement des petites et moyennes entreprises reste insuffisant dans les pays émergents, y compris dans les plus avancés, ou alors concentré sur des maturités trop courtes. Une telle insuffisance de crédit peut parfois être compensée par les spécificités institutionnelles du capitalisme local (capitalisme familial en Turquie par exemple ou réseau coopératif encore important dans certains pays d'Europe centrale).

Enfin, la qualité de l'intermédiation bancaire conditionne bien sûr l'efficacité de la politique monétaire. C'est valable dans tous les pays émergents mais l'enjeu est parfois sous-estimé dans les pays les plus développés : le pilotage de la politique monétaire reste très difficile, d'autant que ces pays sont parfois passés trop vite à une gestion de celle-ci par les marchés. Des résultats supérieurs ou inférieurs aux prévisions de la banque centrale sont fréquents : il est difficile pour les banques centrales de faire de bonnes prévisions d'inflation. De plus, le pilotage de la politique monétaire s'appuie autant sur la gestion des anticipations des agents que sur l'efficacité objective de l'intermédiation bancaire. Ces difficultés compliquent d'ailleurs les relations des autorités monétaires avec les gouvernements, ce qui peut les amener à des situations de blocage et de jeux non coopératifs.

L'inflation : que veut-elle dire pour les émergents ?

Pour le risque pays, l'inflation n'est pas un problème *a priori* : un investisseur peut fort bien faire de bonnes affaires dans un pays à faible croissance ou à inflation élevée. Ce qui inquiète, pour un projet, c'est ce qui engendre de l'incertitude. Il s'agit donc de savoir ce qui, dans les mécanismes en œuvre, est pérenne et ce qui change. Tout dépend du type d'inflation : hyperinflation, inflation forte ou inflation faible.

L'hyperinflation est un phénomène monétaire spécifique, rare, qui témoigne d'une perte totale de confiance dans la monnaie : c'est ce mécanisme qui permet de la qualifier, plus qu'un quelconque rythme de hausse des prix. Aucun engagement de long terme n'est possible dans ces périodes, qui ont toujours laissé des traces dans la mémoire monétaire des pays qui les ont connues : les agents sont, par la suite, prêts à sacrifier beaucoup à la stabilité des prix.

Mais l'inflation élevée est un classique des émergents. La première raison en est l'effet Balassa-Samuelson : un pays ouvert au commerce international et en phase de rattrapage voit les secteurs exposés à la concurrence diffuser une hausse des prix vers les secteurs plus protégés ; l'inflation est traditionnellement plus élevée dans les pays pauvres. Cela implique une sensibilité accrue aux phénomènes d'inflation importée. Au total, qu'il s'agisse d'un projet précis pour lequel il est bon d'avoir une idée des prix du secteur, ou d'un investissement financier qui nécessite d'anticiper les niveaux d'inflation, il est en général

indispensable de connaître les sous-indices de prix et de ne pas se contenter de l'indice général pour pouvoir vraiment comprendre les mécanismes à l'œuvre.

Replacer l'inflation dans son contexte. — L'indexation prix-salaires, en phase d'inflation forte, est traditionnelle. Cela maintient le pays en inflation élevée, mais sans pour autant permettre un véritable rattrapage des niveaux de vie. La tentation est alors grande, d'autant plus que le gouvernement a une politique populiste, de contenir la hausse des prix administrés, nombreux dans les pays moins industrialisés : la déformation des prix relatifs s'en trouve accrue.

Les raisons monétaires sont également des explications des inflations élevées, en général un financement malsain du déficit budgétaire. La création monétaire facile est bien sûr la première tentation, la banque centrale abondant alors sans précaution l'économie nationale. Mais bien des tentatives de financement par l'emprunt se sont mal déroulées : les relations de proximité entre banques et gouvernement, les premières prêtant sans discernement à un État contre une rémunération importante, sont à l'origine de plusieurs des crises bancaires de la décennie. L'inflation dite « élevée » est en général sur un rythme de 10 % à 20 % annuels, même s'il vaut mieux penser en termes de mécanismes qu'en termes de niveau.

Le ralentissement de l'inflation n'est pas forcément un gage de développement. Certes, le consensus de Washington a contribué à généraliser l'idée selon laquelle la stabilisation monétaire est un prérequis à la croissance et à la resolvabilisation des pays endettés. Il en a fait une des pierres angulaires des plans d'ajustement structurels, sacrifiant l'économie réelle à cette stabilisation. En la matière, la crise en Argentine a rappelé aux investisseurs l'importance des fondamentaux non monétaires : la tolérance à l'inflation s'est notablement détendue, après les excès des années 1980.

Le monde émergent, pour toutes ces raisons, est un monde inflationniste. Mais la déflation est possible. La Chine, Hong Kong, la Pologne ont connu des périodes de baisse des prix à certaines périodes de la fin des années 1990. Une fois encore, ce n'est pas le niveau qui compte, mais bien le mécanisme à l'œuvre : il s'agit d'un véritable signal que la politique monétaire est en train de contraindre la production.

Le change : prévisibilité, crédibilité

Choisir un régime... — Les régimes de change possibles vont du régime de change fixe (la parité contre une devise ou un panier de devises est définie fermement et défendue par les autorités) aux régimes de change flexible (le marché détermine le taux de change, avec intervention plus ou moins discrète de la banque centrale dans le jeu du marché), en passant par des systèmes mélangeant objectif de change et souplesse (bande de fluctuation, marge de fluctuation autour d'un cours pivot, réajustement programmé des cours pivots). Au tournant du siècle, un pays sur trois est officiellement en régime de change plus ou moins fixe (55 sur 145), alors qu'ils étaient deux sur trois en 1980.

Existe-t-il des devises qui flottent vraiment ? Il semble que la plupart des flottements sont, dans les faits, l'équivalent d'un ancrage implicite à l'une ou l'autre des grandes monnaies (un tiers suivrait le dollar, un tiers l'euro selon Lahrière-Revil [1999]). Cet ancrage de fait peut être crucial pour un projet. Ainsi, en Europe de l'Est, les devises suivent l'euro à l'exception de la Roumanie qui suit le dollar : une évolution des parités croisées des grandes devises n'aura donc pas le même impact dans tous les pays.

En fait, la tentation est forte de rendre prévisible son change, malgré le risque de crise. Bien des pays ont tenté de mettre en place un régime de change fixe ou modérément flexible : Union monétaire (en Europe), dollarisation (Équateur), *currency board* (Argentine, Hong Kong, Estonie, Lituanie, Bulgarie), ancrage fixe (Chine) avec éventuellement marge de fluctuation (SME avant l'euro, République tchèque ou Slovaquie après 1993), change fixe mais ajustable (Hongrie après 1995), bandes de fluctuation (Russie). Plus le régime est fixe, plus l'inflation peut être contenue. Mais cette politique fait courir le risque d'une progressive surévaluation du change et les crises ont presque toutes été liées à un change réel trop élevé ou en appréciation constante.

... Et se donner les moyens de le tenir. — La prévision de la crise de change est l'un des exercices qui ont le plus mobilisé les économistes (voir chapitre II). En pratique, il est très difficile de savoir ce qu'est un change surévalué : l'examen des comptes extérieurs peut révéler un manque de compétitivité, mais est-il forcément lié au change ? Un déficit récurrent n'est pas forcément la preuve d'un manque de compétitivité, selon la période d'industrialisation que

vit le pays. Ensuite, un change trop fort n'est pas toujours intenable : si l'on se fonde sur l'écart à la PPA (le change théorique qui égalise les pouvoirs d'achat des monnaies), bien des devises sont durablement éloignées de leur cours théorique.

Il faut ensuite compter avec l'aspect politique du change, comme tout ce qui touche à la monnaie : un pays peut avoir intérêt à tenir son change, malgré les coûts économiques et sociaux, pour un gain politique. La Chine, par exemple, n'a pas dévalué en 1997, alors que tous ses partenaires asiatiques avaient dû lâcher leur devise : beaucoup appelaient, ou craignaient, un décrochage du yuan. Le choix a été fait par les autorités de tenir la parité contre le dollar, ce qui a permis au pays de conforter une place de leader régional que sa taille lui donnait naturellement.

Mais l'analyste pays n'est pas inquiet uniquement dans le cas d'une crise de change. Il doit en revanche, par l'intermédiaire des *worst case scenarios*, souligner les effets d'une éventuelle dépréciation, voire d'une crise, qui peuvent remettre en cause les rendements d'un projet : quelle exposition du secteur financier ? Doit-on craindre une difficulté de l'État ou de tel secteur productif ? Quel effet sur les capacités exportatrices du pays, ou sur ses importations ?

Phase VI : les comptes extérieurs et la dette

Les comptes extérieurs au cœur du risque pays

La balance des paiements est la base du risque pays. Dans la « partie haute », les échanges de biens et de services reflètent directement l'activité du pays. On a coutume de dire que les émergents sont importateurs nets de capitaux. N'oublions pas que certains ne le sont pas (les pays pétroliers surtout) et que certains ne le sont plus (les pays d'Asie, depuis la crise, sont en excédent courant).

Ce que l'investisseur cherche à tirer comme information du haut de la balance courante, c'est avant tout l'intensité de son risque de change. Les postes de services sont très peu développés, à l'exception des pays qui reçoivent des revenus liés au tourisme, au rapatriement des salaires des travailleurs émigrés à l'étranger ou aux opérations de transit (oléoducs). Les déficits courants sont donc généralement issus des déséquilibres

Russie 1998 : l'excédent courant masque les sorties de capitaux

Pendant toute la première partie des années 1990, la Russie a affiché un excédent courant : l'excédent des biens était très supérieur aux déficits causés par les services, que le pays importait massivement, et par les revenus, sorties nettes liées aux investissements antérieurs. Les exportations reposaient principalement sur les matières premières, et surtout le pétrole (dont la Russie, malgré la chute importante des volumes extraits, était encore le troisième producteur mondial). L'investissement diminuait chaque année dans l'économie, et la consommation restait faible pour l'ensemble du pays, tout comme les importations. En 1996, la Russie affichait un solde courant positif de plus de 12 milliards de dollars, soit le huitième excédent courant du monde. Cela rassurait.

Mais un excédent courant permet-il forcément de conclure systématiquement à la bonne santé de la balance des paiements ? Plus bas, dans la balance, et plus discret que ces chiffres de solde courant, la ligne « Autres investissements de Russes à

l'étranger » aurait dû inquiéter. Elle totalise les non-rapatriements des recettes d'exportation, placements des banques et des entreprises à l'étranger ; elle a certes été positive (de 6,3 milliards) en 1995, année où une petite crise du rouble a amené des capitaux à revenir, mais négative les autres années, de 20, puis 30 milliards de dollars ! Et encore, ces sorties « officielles » de devises n'ont rien à voir avec les « fuites illégales » de capitaux, qui sont visibles, mais sans doute sous-estimées, dans la ligne « Erreurs et omissions ». Ainsi, malgré les entrées qui se multipliaient (les étrangers achetant massivement des titres financiers), la Russie affichait chaque année une balance des paiements déficitaire (ligne « Balance globale »), et n'a pu se financer que grâce à des retards de paiements et à des financements spéciaux, prêts du FMI ou de gouvernements occidentaux (dernière ligne du tableau). Et, au contraire d'un schéma traditionnel émergent qui montre des étrangers venant financer le besoin d'investissements du pays, les entrées de capitaux en Russie venaient compenser les sorties de capitaux (qui illustrent le manque de confiance des acteurs russes dans leur propre économie). La baisse des prix du pétrole suite à la

commerciaux. De la volatilité de ces derniers naît le risque de l'investisseur. L'analyste doit donc repérer les facteurs qui permettent d'atténuer cette volatilité, en l'état et en vision prospective.

Il doit réunir trois types d'informations :

— un déficit commercial existant est-il de nature conjoncturelle ou structurelle ? Vient-il d'une insuffisance d'exportations ou d'un excès d'importations ? D'un problème de compétitivité prix ou produit ?

— le pays pourra-t-il résister à des chocs extérieurs ? Pour cela, il faut qu'il y ait une montée en gamme des exportations, une

crise asiatique, la remontée des importations avec l'amélioration conjoncturelle de 1997 ont fait fondre l'excédent courant, amenant les inves-

tisseurs étrangers à ralentir nettement les entrées et poussant à la dévaluation du rouble [Meunier, 1998 ; Brana *et al.*, 2001].

Balance des paiements de la Russie en présentation analytique

(milliards de dollars)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Solde courant	9,3	8,0	12,5	3,5	1,0	25,0
Solde commercial	17,8	20,7	22,9	17,4	17,1	35,3
Exportations	67,8	82,9	90,6	89,0	74,9	74,7
Importations	- 50,0	- 62,2	- 67,6	- 71,6	- 57,8	- 39,4
Solde des services	- 6,7	- 9,4	- 5,1	- 4,8	- 3,8	- 3,3
Solde des revenus	- 1,8	- 3,4	- 5,4	- 8,7	- 11,8	- 7,5
Solde financier	- 29,9	- 7,2	- 23,4	- 0,3	- 13,0	- 19,3
IDE (nets)	0,5	1,7	1,7	4,0	1,7	0,7
Investissements de portefeuille (nets)	0,1	- 2,4	4,4	17,6	6,0	- 0,6
Autres inv. de Russes à l'étranger	- 19,5	6,3	- 30,5	- 26,6	- 16,2	- 15,1
Autres inv. de non-résidents en Russie	- 11,0	- 12,7	0,9	4,7	- 4,6	- 4,4
Erreurs et omissions	- 0,4	- 8,8	- 5,7	- 9,0	- 9,0	- 7,1
Balance globale	- 19,0	- 8,3	- 17,2	- 6,6	- 21,3	- 1,8
Variation de réserves	1,9	- 10,4	2,8	- 1,9	5,3	- 1,8
Crédits du FMI	1,5	5,5	3,2	1,5	5,2	- 3,6
Financements exceptionnels (dont arriérés)	15,5	13,2	11,1	7,0	10,8	7,2

Source : FMI.

part plus forte du commerce intrabranche, et une diversification générale des échanges, par pays et par produits ;

— quelles sont les contraintes et les dépendances, à court et à long termes, pour les exportations et les importations ? On oublie par exemple trop souvent qu'une hausse du prix du pétrole fragilise beaucoup plus les pays émergents importateurs (Inde, Corée, Europe centrale) que les pays développés, dont la structure de PIB est aujourd'hui moins sensible aux chocs énergétiques.

Too small to fail ! — Le solde courant est à rapporter au PIB, mais également à regarder en montant : le Brésil en 1999 avait un déficit de 4 % de son PIB, ce qui pouvait sembler raisonnable,

mais cela signifiait qu'il fallait trouver presque 35 milliards de dollars pour le financer. *A contrario*, les déficits abyssaux de l'Estonie, 10 % du PIB en moyenne depuis 1996, ne représentent que 600 millions par an : *Too small to fail* ! La dynamique est importante et, comme toujours, les chiffres réels apparaîtront après (après la crise si elle a lieu) : il suffit de quelques mois pour qu'un déficit devienne intolérable. L'importance des échanges de biens dans le solde courant rend les pays émergents plus sensibles aux effets du change. Un glissement du change peut vite faire chuter les exportations : plus un pays est ouvert, plus important sera le risque de dérapage des comptes extérieurs.

Le compte des opérations financières permet de repérer le mode de financement de l'économie, plus ou moins volatil, plus ou moins dépendant de l'économie internationale. Traditionnellement, les IDE sont considérés comme étant plus stables que les flux d'investissement de portefeuille et, surtout, de dette : participant de logiques industrielles, ils sont moins sujets à des retournements brutaux d'anticipation. Souvent, les analyses de risque pays agrègent IDE et solde courant, créant un agrégat « besoin/capacité d'endettement » de l'économie considérée. Si cet agrégat est négatif, le pays a besoin de s'endetter.

Les rapatriements des bénéfices des IDE peuvent cependant amoindrir leur effet bénéfique en creusant le déficit courant.

La dette extérieure dans tous les sens

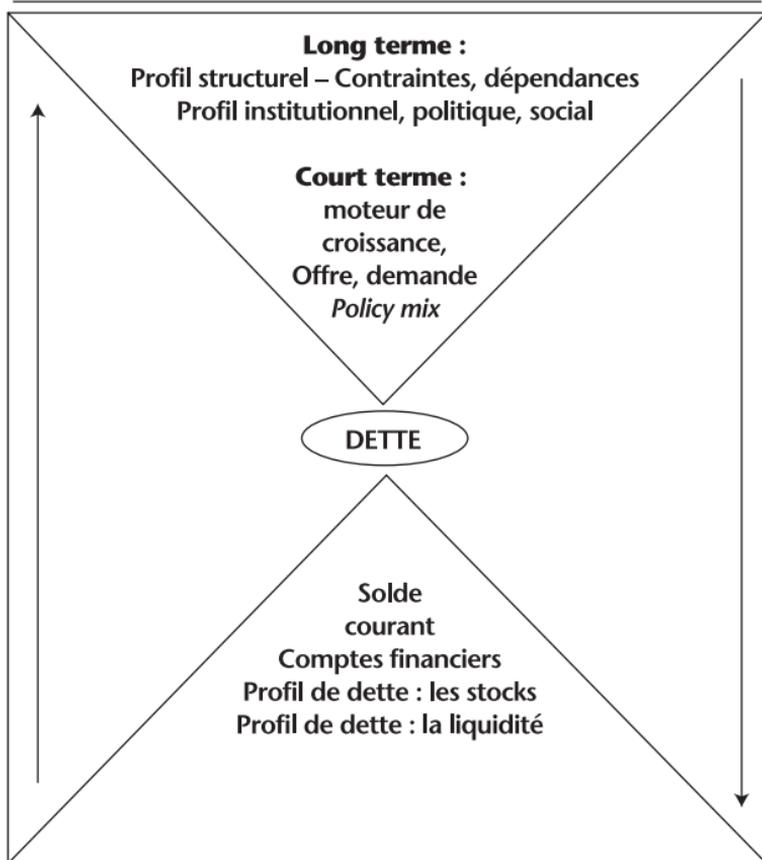
La question de la dette extérieure totale (somme de la dette publique et de la dette des agents privés) est la véritable synthèse du risque pays (voir chapitre II). C'est le point de confluence le plus net entre une logique de notation et une logique de scénario. Le diagnostic doit permettre de comprendre pourquoi l'endettement se crée, comment il évolue et où se situent les points de rupture. Dans la pratique, l'analyste pays cherchera à repérer des modèles types d'économies émergentes, non pas en fonction de leurs trajectoires de développement, comme le ferait un économiste du développement, mais en fonction du rôle de l'endettement dans cette trajectoire. Sa réflexion tourne toujours autour des trois questions suivantes :

— à long terme, quelle est la propension de ces économies à s'endetter ?

— comment la charge d'endettement et de remboursement se répartit-elle dans cette économie ?

— l'endettement est-il un moteur ou une contrainte (interrogation qui peut être déclinée au niveau sectoriel) ?

Le sablier du risque pays



Source : Sollogoub [2001].

Ce graphique résume une logique possible de diagnostic pays. Il rappelle les deux lectures de la balance des paiements, évoquées dans le chapitre II (de haut en bas par les flux réels et de bas en haut par les flux financiers et monétaires). Chacune des deux parties de ce sablier raconte la dette, d'une façon différente.

Dans la partie haute, l'analyse structurelle, politique et institutionnelle encadre l'analyse de court terme et révèle les déséquilibres qui appellent les financements extérieurs.

La partie basse montre le passage des flux aux stocks — du solde courant à l'endettement — et permet d'estimer la sensibilité de la dette aux différents risques.

Les deux parties interagissent l'une sur l'autre. Le financement de la dette et sa composition influencent à court terme les politiques économiques et à long terme les variables plus structurelles ; ils en sont aussi les conséquences.

La dette publique : peut-on se désendetter ?

Par dette publique, il faut entendre l'ensemble des engagements financiers de l'État, des collectivités publiques et des organismes qui en dépendent directement (Sécurité sociale). Selon les pays, les entreprises publiques seront, ou non, agrégées à la dette publique. Les créanciers peuvent être publics (d'autres États, ou des instances multilatérales), ou privés (banques, fonds d'investissement, ou particuliers). On distingue généralement la dette interne, libellée en monnaie locale, de la dette externe, libellée en devises étrangères. Cette séparation ne recouvre qu'imparfaitement une autre partition fréquente, celle entre créanciers nationaux et créanciers non résidents.

Rares sont les pays qui ont réussi à se désendetter sans restructuration. La gestion de la dette, au-delà de la volonté politique des autorités, dépend de la structure :

— par créances : quel est le profil d'échéance de la dette, mais également, quelle est sa forme ? Plutôt bancaire, plutôt obligataire ? Renouvelée plutôt à long terme, plutôt à court terme ? Plutôt en monnaie locale ou en devise forte, et y a-t-il des principes d'indexation ?

— par créanciers : savoir qui détient la dette publique permettra d'attirer l'attention sur telle ou telle fragilité. Le risque en la matière est la volatilité des porteurs : en cas d'inquiétude, des ventes massives peuvent faire baisser les cours de la dette obligataire sur les marchés secondaires, ce qui entraîne d'autres ventes. Les détenteurs non résidents sont plus sujets que les nationaux aux phénomènes de panique et de mimétisme. Le segment de la dette publique détenue par des non-résidents est une fragilité potentielle forte des pays émergents endettés.

Être endetté, un piège ?

La Roumanie de Ceausescu a fait l'erreur, dans les années 1980, de vouloir rembourser toute sa dette extérieure pour ne rien devoir à personne : cela a absorbé une partie importante de l'épargne nationale, qui n'a donc pas été investie, et la Roumanie a vécu une décennie de privations (pas d'importations) et de désindustrialisation (pas d'investissements). Il y a même, au-delà de l'utilité directe des sommes collectées, certains avantages à être endetté. Sur le plan international, par exemple, la Russie s'est battue, en 1991, pour récupérer à son nom la dette due par l'URSS qui venait de disparaître. Elle y voyait au moins trois avantages. D'abord, elle pouvait alors prétendre aux actifs de l'URSS : ce faisant, elle rappelait qu'il ne faut pas confondre dette et passif, ni valeur brute et valeur nette. Ensuite, en devenant l'État successeur de l'Union soviétique sur le plan financier, elle en devenait en quelque sorte l'héritier politique : être endetté est une responsabilité, et l'assumer est un gage de crédibilité. Grâce à ce choix,

la Russie a naturellement récupéré le siège de l'URSS dans bien des instances politiques internationales, ce à quoi rien ne la prédisposait *a priori*, et est même devenue membre du G7 ! Troisième avantage, plus lié à l'aspect financier, être endetté est l'assurance d'exister sur le radar de la communauté financière internationale, à condition que la dette soit maîtrisée.

Car, en la matière, la crédibilité est la clef : les investisseurs surveillent la soutenabilité de la dette, et leur perception oriente les flux, ce qui peut, en cas d'erreur, amener à un non-renouvellement des prêts et donc un problème de liquidité. Les indicateurs de transparence et de bonne gestion seront les plus surveillés. En effet, le montant de dette ne signifie rien sans le calendrier de remboursement : c'est lorsqu'un pays ne peut plus faire face à ses échéances qu'il y a crise, et non pas quand sa dette est trop importante. Il faut donc montrer sa capacité à en lisser les échéances, et à contenir sa dette à court terme en proportion de la dette totale — au-delà de 15 % à 20 %, le pays s'engage dans une dynamique à surveiller.

Une surveillance accrue de la dette privée

La dette des emprunteurs privés a augmenté rapidement depuis dix ans, parfois même d'une façon impressionnante : elle est passée de moins de 20 % du total de la dette extérieure des émergents en 1990 à 30 % voire 50 % selon les pays dix ans plus tard. Mais les statistiques restent opaques. Avec le secteur bancaire, c'est l'un des points de fragilité les plus nets des pays émergents, particulièrement pour les pays en décollage et les pays qui viennent de passer la barre de l'*investment grade*. Avec la dette à court terme, c'est le segment de la dette totale le plus sensible aux dévaluations. En effet, les phénomènes de *currency mismatch* (voir chapitre II) décuplent l'impact d'un ajustement

de change : les grandes entreprises s'endettent en devises mais ont encore, la plupart du temps, des recettes en monnaie locale.

L'explosion de la dette privée résulte d'une conjonction de facteurs :

- une remontée tendancielle des pays dans les *ratings* ;
- un engouement des gestionnaires de fonds d'investissement à la recherche de rendements plus élevés et de titres nouveaux ;
- cet engouement se double d'une sous-estimation des risques : les emprunteurs privés qui se présentent sur les marchés internationaux sont généralement les plus grandes banques et entreprises des pays émergents. Valorisés comme tels, ils apparaissent donc à tort comme des valeurs sûres ;
- l'innovation financière (nouveaux marchés, nouveaux produits) ne cesse d'ouvrir les barrières des financements en devises à des emprunteurs nouveaux, dont la solvabilité est difficile à mesurer (collectivités locales par exemple) ;
- enfin, le développement des fonds de pension locaux, par l'intermédiaire des investisseurs institutionnels, a probablement contribué à ce phénomène. Le Chili, un des premiers pays à avoir privatisé ses retraites, est depuis longtemps le pays émergent dont la part de la dette privée dans la dette totale est la plus élevée.

Opacité statistique, asymétrie d'information et surliquidité : le cocktail est potentiellement dangereux. Dans la mesure où il réussit à réunir des statistiques suffisamment récentes à ce sujet, l'analyste pays accorde à ce thème une très forte pondération dans son diagnostic final.

Conclusion / Les pays développés et le risque souverain, convention fondatrice du risque pays

Le risque pays, confronté à la diversité institutionnelle du monde émergent, est un exercice multiforme. Il s'appuie à la fois sur des indicateurs clés et sur une méthode de diagnostic la plus ouverte possible. Le risque pays ne se modélise pas.

Les indicateurs favoris des analystes ne sont pas les mêmes selon les époques : leur pertinence et leur légitimité varient. Des facteurs objectifs participent à la révision des grilles d'analyse : modification de la nature, de l'importance et des déterminants des flux financiers en externe, profil d'endettement ou fragilités institutionnelles en interne. Mais le choix des indicateurs prépondérants répond aussi à des critères plus subjectifs : l'état des savoirs et l'état des croyances.

Certaines des opinions les plus répandues sont aussi les plus invisibles. Prenons par exemple la gigantesque dette publique japonaise ou les déficits jumeaux, budgétaires et extérieurs américains. Comment expliquer la permanence de leur refinancement (malgré la résurgence périodique de scénarios alarmistes). La rémunération ? Bien sûr, mais pas seulement : la confiance également. Confiance dans la trajectoire américaine ou japonaise mais, implicitement aussi, dans la solvabilité du pays.

Cela implique une croyance sous-jacente forte : le défaut souverain est admis par tous comme une occurrence impossible pour les États-Unis et plus largement pour les pays dits « développés ». Cette idée est une telle évidence qu'elle n'est jamais remise en question. On peut y voir un puissant effet auto-réalisateur : la certitude du zéro défaut rend les financements disponibles, et cette disponibilité permet justement d'éviter tout accident de paiement.

La croyance du marché est donc la suivante et c'est une convention : un pays développé ne fera jamais défaut parce qu'il trouvera toujours prêteur. Et il trouvera toujours prêteur parce que le marché juge qu'il est développé. Seule la confiance du marché garantit sa liquidité. Volonté de payer et volonté de prêter sont étroitement associées dans un raisonnement circulaire qui se fonde sur le jugement des prêteurs à propos de la notion de développement. Seul ce jugement garantit un niveau permanent de liquidité, apte à assurer les remboursements.

Solvabilité et liquidité d'un État renvoient donc à des phénomènes d'opinion complexes, qui touchent à l'idée que les prêteurs peuvent se faire du développement. Par ricochet, les pays développés sont sortis du champ d'analyse du risque pays : non pas que celui-ci n'y existe pas, mais il a été admis qu'il était égal à zéro, c'est-à-dire que la probabilité de défaut souverain y était nulle. C'est ainsi que se mettent en place, par convention, les frontières du risque pays. Quel ne serait pas le désarroi des analystes si un pays développé faisait défaut sur sa dette souveraine !

Repères bibliographiques

Les chapitres II, IV et V sont inspirés des travaux non publiés de Tania Sollogoub réalisés pour les institutions dans lesquelles elle a travaillé.

AGLIETTA M. [2005], *Macroéconomie financière*, tome 2, *Crises financières et régulation monétaire*, La Découverte, « Repères », Paris.

AGLIETTA M. et MOUTOT P. [1993], « Le risque de système et sa prévention », *Cahiers économiques et monétaires de la Banque de France*, n° 451.

ALBOUY F.-X. [2002], *Le Temps des catastrophes*, Descartes & Cie, Paris.

ALESINA A. et RODRICK D. [1994], « Distributive politics and economic growth », *Quarterly Economic Journal*, vol. 109, p. 465-490.

APOTEKER T. [1998], « Country risk in emerging markets : the dos and don'ts learnt from recent history », *AIC Conference on Country Risk*, 9-10 février.

ARTUS P. [1995], *Anomalies sur les marchés financiers*, Economica, « Poche », Paris.

ASSIDON E. [2002], *Les Théories économiques du développement*, La Découverte, « Repères », Paris.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) [2003], *A Incentive Structures Institutional Asset Management and Their Implications for Financial Markets*, Committee on the Global Financial System.

BARRO R.J. et LEE J.W. [1993], « Losers and winners in economic growth », *NBER Working paper*, n° 4341.

BÉRANGER-LACHAND S. et EUGÈNE C. [2000], « Le Club de Paris : instrument stratégique au sein de la communauté financière internationale », *Bulletin de la Banque de France*, n° 81.

BOLTANSKI L. et THÉVENOT L. [1988], *Les Économies de la grandeur*, PUF, « Cahiers du Centre d'études de l'emploi », série « Protée », Paris.

BORENSZTEIN E. et GELOS R.G. [2000], « A panic prone back ? The behavior of emerging market mutual funds », *IMF Working Papers*, n° 00/198.

BORIO C. et PACKER F. [2004], « Assessing new perspectives on country risk », *BIS Quarterly Review*, décembre 2004, p. 47-65.

- BOUCHET M.H., CLARK E. et GROSLAMBERT B. [2003], *Country Risk Assessment : a Guide to Global Investment Strategies*, John Wiley and Sons Ltd., Chichester.
- BOYER R. [2004a], *Une théorie du capitalisme est-elle possible ?* Odile Jacob, Paris.
- [2004b], *Théorie de la régulation*, tome 1, *Les Fondamentaux*, La Découverte, « Repères », Paris.
- BOYER R., DEHOVE M. et PLIHON D. [2004], *Les Crises financières, analyse et propositions*, rapport au CAE.
- BOYER R. et SOUYRI P.F. [2001], *Mondialisation et régulations*, La Découverte, Paris.
- BOYSSON O. DE [1997], « Emerging markets : market risks or solvency risk ? » *Conjoncture*, Direction des études économiques de Paribas.
- BRANA S., MESNARD M. et ZLOTOWSKI Y. (dir.) [2001], *La Transition monétaire russe : un premier bilan 1992-2000*, L'Harmattan, « Pays de l'Est », Paris.
- BREWER T. (dir.) [1975], *Political Risk in International Business : New Direction for Research, Management and Public Policy*, Praeger, New York.
- BULOW J. et ROGOFF K. [1989], « Sovereign debt : is it to forgive or to forget ? » *American Economic Review*.
- CARTAPANIS A. [2004], *Les Marchés financiers internationaux*, La Découverte, « Repères », Paris.
- CORNIA G.A., JOLY R. et STEWART F. [1987], *L'Ajustement à visage humain, protéger les groupes vulnérables et favoriser la croissance*, UNICEF-Economica, Paris.
- DEUTSCH M. et GÉRARD H.-B. [1971], « Étude des influences normatives et informationnelles sur le jugement individuel », in FAUCHEUX C. et MOSCOVICI S., *Psychologie sociale théorique et expérimentale*, Mouton, Paris/La Haye, p. 269-284.
- EATON J. et GERSOVITZ M. [1981], « Debt with potential reputation, theoretical and empirical analysis », *Review of Economic Studies*.
- EATON J., GERSOVITZ M. et STIGLITZ J. [1986], « The pure theory of country risk », *NBER Working Paper*, n° 1894.
- EGLI D. et AERNI P. [1999], *Overtiming Time Inconsistency on Sovereign Debt*, mimeo.
- EICHENGREEN B., HAUSMANN R. et PANIZZA U. [2003], « Currency mismatches, debt intolerance and original sin : why are they not the same and why it matters », *NBER Working Paper*, n° 10036, octobre.
- FITOUSSI J.-P. [2004], *La Démocratie et le marché*, Grasset, « Nouveau collège de philosophie », Paris.
- FLANDREAU M. [2002], « Le service des études financières sous Henri Germain (1871-1905), une macroéconomie d'acteurs », in DESJARDINS B., LESCURE M., NOUGARET R. et al., *Le Crédit lyonnais : études historiques (1863-1986)*, Droz, Genève.
- FLANDREAU M. et SUSSMAN N. [2003], *Old Sins : Exchange Clauses and European Foreign Lending in the 19th Century*, papier préparé pour la conférence du NBER « Developing and sustaining financial markets 1820-2000 », Londres, novembre.
- GADREY J. et JANY-CATRICE F. [2005], *Les Nouveaux Indicateurs de*

- richesse, La Découverte, « Repères/Thèses et débats », Paris.
- GAILLARD N. [2003], « Qu'y a-t-il derrière les *ratings* souverains des futurs membres de l'Union européenne ? » *Flasheco*, Direction des études économiques du Crédit agricole, n° 15.
- GALOR O. et MOAV O. [1999], « From physical to human capital accumulation : inequality in the process of development », *CEPR Discussion Paper*, n° 2307, Center for Economic Research, Londres.
- GAUTRIEAUD S. [2001], *Le Risque pays : approche conceptuelle et pratique*, Centre d'économie du développement, université Bordeaux-IV.
- GILBERT F. [2003], *Le Risque pays dans le secteur bancaire, approche multicritères*, Bruylant Academia, Louvain-la-Neuve.
- GIRAUD P.-N. [2003], *Le Commerce des promesses*, Seuil, Paris.
- GODARD O., HENRY C., LAGADEC P. et MICHEL-KERJAN E. [2002], *Traité des nouveaux risques*, Gallimard, « Folio Actuel », Paris.
- GOLDFAJN I. et VALDEZ R.O. [1997], « Capital flows and the twin crises ; the role of liquidity », *IMF Working Paper*, vol. 97-87.
- GOLDSTEIN M. et TURNER P. [2004], *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Institute for International Economics, Washington.
- GUESSOUM Y. [2004], « Évaluation du risque pays par les agences de *rating* : transparence et convergence des méthodes », *Document de travail CNRS-CEFI*.
- HART K. [1971], « Informal income opportunities and urban employment in Ghana », *Journal of Modern African Studies*, vol. II.
- KAMINSKY G., LIZONDO S. et REINHART C. [1997], *Leading Indicators of Currency Crises*, IMF, Washington.
- KNIGHT F. H. [1921], *Risk, Uncertainty, and Profit*, Hart, Schaffner & Marx, Boston/Houghton Mifflin Company, New York (texte disponible en ligne sur <http://www.econlib.org/library/Knight>).
- KOEHL J. [2003], *Les Choix d'investissement*, Dunod, « Topos », Paris.
- KORNAI J. [2000], « What the change of system from socialism to capitalism does and does not mean », *Journal of Economic Perspectives*, hiver.
- KRUGMAN P. [1999], « Balance sheet, the transfert problem, and financial crises », in ISARD P., RAZIN A. et ROSE A.K. (dir.), *International Finance and Financial Crises : Essays in Honor of Robert Flood*, Kluwer Academic Publishers, Boston/IMF, Washington.
- LABROUSSE E. [1976], *Histoire économique et sociale de la France*, vol. 2, PUF, Paris.
- LADEKARL J. et ZERVOS S. [2004], « Housekeeping and plumbing : the investability of emerging markets », *Policy Research Working Paper*, n° 3229, The World Bank.
- LAHRÈCHE-REUIL A. [1999], « Les taux de change », in *L'Économie mondiale 2000*, La Découverte, « Repères »/CEPII, Paris.
- LAURENT P. [2001], « Risque de marché, risque de crédit et défaut : la problématique particulière de la dette souveraine émergente », *Études Marchés émergents*, CDCixis.
- LAURENT P., MEUNIER N., MIOTTI L. et QUENAN C. [2001], « Évolution des formes de financement

- des pays émergents : quid des IDE ? » *Revue Zones émergentes*, n° 10, Caisse des dépôts et consignations.
- LAURENT P. et RICCEUR-NICOLAI N. [2000], « Marchés primaires de crédits bancaires et euroobligataires des pays émergents : quelle résistance face aux crises ? » *Revue Zones émergentes*, n° 9, Caisse des dépôts et consignations.
- LAUTIER B. [2004], *L'Économie informelle dans le tiers-monde*, La Découverte, « Repères ».
- LAUTIER D. [1998], « Les opérations de Metallgesellschaft sur les marchés à terme de produits pétroliers : spéculation ou couverture ? » *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, n° 3, septembre, p. 107-129.
- LEVEY D. [2002], *Sovereign Rating History*, Moody's investors Service Special Comment, www.moody.com.
- LEWIS D.K. [1969], *Convention, a Philosophical Study*, Harvard University Press, Cambridge.
- LOAYZA N. [1999], « The economics of the informal sector : a simple model and some empirical evidence from Latin America », *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policies*, n° 45.
- LONGUEVILLE G. [1998], « Les nouvelles formes du risque pays », *Problèmes économiques*, n° 2559.
- MANASSE P. et ROUBINI N. [2005], « Rules of thumb for Sovereign debt crisis », *IMF Working Paper*, n° 05/42.
- MAROIS B. [1990], *Le Risque pays*, PUF, « Que sais-je ? » n° 2557, Paris.
- MAURO P. [1995], « Corruption and growth », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 110, août.
- MEUNIER N. [1998], « Russie : la fuite en arrière des entrées de capitaux », *Flash CDC*, n° 9802, février.
- MINK G. et SZURECK J.C. [1999], *La Grande Conversion*, Seuil, Paris.
- MOUREAU N. et RIVAUD-DANSET D. [2004], *L'Incertitude dans les théories économiques*, La Découverte, « Repères », Paris.
- NORTH D.C. [1990], *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OCDE [2002], *Les Risques émergents au XXI^e siècle : vers un programme d'action*, OCDE, Paris.
- ORLÉAN A. (dir.) [1994], « Vers un modèle général de la coordination économique par les conventions », *Analyse économique des conventions*, PUF, « Économie », Paris.
- ORLÉAN A. [2000], « Comprendre les foules spéculatives », in GRAVE-REAU J. et TRAUMAN J. (dir.), *Crises financières*, Economica, Paris.
- PARENT A. [1996], *Balances des paiements et politique économique*, Nathan, Paris.
- PERETTI-WATEL P. [2000], *Sociologie du risque*, Armand Colin, Paris.
- PERROTI R. [1996], « Growth, income distribution and democracy : what the data say », *Review of Economic Studies*, vol. 60, p. 755-776.
- RAFFINOT M. [1993], *La Dette des tiers-mondes*, La Découverte, « Repères », Paris.
- RAFFINOT M. et VENET B. [2003], *La Balance des paiements*, La Découverte, « Repères », Paris.

- RAJAN R.G. et ZINGALES L. [1998], « Which capitalism ? Lessons from the East Asian Crisis », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 11, n° 3.
- RÉGNIEZ J. [1987], *Les Nouveaux Produits financiers*, La Découverte, « Repères », Paris.
- RICCEUR-NICOLAÏ N. [1998], « Crises des économies émergentes : du bon usage des analyses de risque pays », *Revue Zones émergentes*, n° 5, Caisse des dépôts et consignations.
- ROBOCK S. et SIMMONDS K. [1973], *International Business and Multinational Enterprises*, R.D. Irwin, Homewood.
- RODRICK D. [1997], « Democracy and economic performance », *Mimos*, Harvard University.
- ROLL R. [1992], « A mean/variance analysis of tracking error », *Journal of Portfolio Management*, p. 13-22.
- ROUBINI N. [2004], *Understanding Country Risk*, Institute of International Finance, Washington, juin.
- SAPIR J. [1998], *Le Krach russe*, La Découverte.
- SCHELLING T. [1960], *The Strategy of Conflict*, Oxford University Press, Oxford.
- SCHNEIDER F. et ENSTE D. [2000], « Shadow economies around the world : size, causes and consequences », *IMF Working Paper*, n° 00/26, Fiscal Affairs Department.
- SELTZ V. [2001], « Malaisie, un cap difficile », *Revue Zones émergentes*, n° 11, Caisse des dépôts et consignations.
- SEN A. [2000], *Un nouveau modèle économique : développement, justice, liberté*, Odile Jacob, Paris.
- SGARD J. [2002], *L'Économie de la panique*, La Découverte, Paris.
- SMITH P.H. [1994], « Assessing the size of the underground economy : the canadian statistical perspectives », *Canadian Economic Observer*, catalogue n° 11-010.
- SOLLOGOUB T. [2001], « Country risk analysis tools applied to transition economies », in *Economic Policy in the Framework of Accession to the European Union and Economic and Monetary Union*, Commission européenne.
- [2004], « Le risque pays, une histoire des croyances collectives », *Perspectives*, n° 83, Direction des études économiques du Crédit agricole.
- STIGLITZ J. [2002], *La Grande Désillusion*, Fayard, Paris.
- [2003], *Le Capitalisme perd la tête*, Fayard, Paris.
- TANZI V. [1998], « Corruption around the world, causes, consequences, scope, and cures », *IMF Staff Papers*, vol. 4.
- THIVEAUD J.-M. [1996], « Le risque et son prix, genèse d'un concept et de son évaluation juridico-financière (XIV^e-XVII^e siècle) », *Revue d'économie financière*, n° 37.
- WILLIAMSON O.E. [2000], « The new institutional economics : taking stock, looking ahead », *The Journal of Economic Literature*, vol. 38, n° 3, p. 595-613.
- WORLD BANK [2004], « Global development finance », *Analysis and Summary*.
- ZLOTOWSKI Y. [1999], « L'économie et la société russe après le choc d'août 1998 : rupture ou enlèvement », *Cahiers du CERI*, n° 51.

Table des matières

Introduction	3
À quoi sert le risque pays ?	4
Une théorie du diagnostic ?	4
Trois difficultés pour une définition	5
Les créanciers et les investisseurs, 6	
Les emprunteurs et les facteurs de risques, 6	
□ Encadré : <i>Un livre en deux parties</i> , 7	

PREMIÈRE PARTIE DES INDICATEURS AUX NORMES

I Les acteurs et les flux

Les acteurs financiers, de plus en plus conscients du risque	10
Une modification des processus de décision dans les entreprises, 11	
Le risque pays dans la banque, 11	
□ Encadré : <i>Une partition du monde</i> , 12	
Les limites et leurs limites, 13	
□ Encadré : <i>Comment se passe un comité d'engagement ?</i> 14	
Qui prête, qui emprunte ?	16
Les prêteurs publics font-ils de la politique ? 17	
□ Encadré : <i>La procédure classique de restructuration</i> , 19	
Les bailleurs privés, principaux financeurs, 20	
□ Encadré : <i>Loans et bonds, emprunts et titres, banques et marchés</i> , 22	
L'origine des crises des années 1990 : l'explosion des flux de capitaux, 23	

II Comment sont apparues les normes du risque pays ?

L'analyse du surendettement	28
Liquidité et solvabilité : les ratios classiques, 29	
Les seuils d'alerte : une logique limitée et contestable, 31	
La soutenabilité d'une dette, 33	
D'où vient le surendettement ? 33	
□ Encadré : <i>La dynamique de la dette publique et sa soutenabilité, 34</i>	
Des crises sans surendettement	36
De nouveaux risques, 37	
De l'analyse des déséquilibres à celle des vulnérabilités, 37	
□ Encadré : <i>Les scénarios de risque, 39</i>	
Les zones de vulnérabilité des années 1990, 40	
□ Encadré : <i>Les modèles d'indicateurs avancés de crise de change, 43</i>	
La volonté de payer d'un État	43
Les arbitrages de l'État, 44	
Les sanctions indirectes, un effet différé, 44	
Les sanctions directes : la question de la coordination, 44	
□ Encadré : <i>Calcul du risque et volonté de payer, 45</i>	
Quand l'État prouve sa bonne foi, 45	
Volatilité et effets de contagion	47
La mesure de la confiance, 47	
Les crises autoréalisatrices : les effets de contagion externes, 48	
Comment les effets de contagion ont-ils fait évoluer les indicateurs clés du risque pays ? 48	
□ Encadré : <i>Gestion de fonds d'investissement et mimétisme, 49</i>	
Les conventions du risque pays	50
□ Encadré : <i>La notion de convention, 51</i>	
La conditionnalité du FMI est-elle une convention du risque pays ? 51	
□ Encadré : <i>Russie et Argentine : les croyances du marché, 52</i>	
Les conventions de marché, 52	
Les effets de contagion internes : les doubles et les triples crises	53
Asymétrie de devises, 53	
Le risque systémique : entre la micro- et la macroéconomie, 54	
Les particularités institutionnelles et culturelles, 55	
L'économie des institutions : une méthode pour le risque pays ?	55
La cohérence institutionnelle, 56	
Une nouvelle lecture des crises, 58	

III La mesure du risque : marchés et notations

La prime de risque, une mesure par les investisseurs	60
Calculer la « prime de risque », 60	
<i>Spread</i> et taux sans risque, 61	
□ Encadré : <i>EMBI, indice des euroémissions obligataires des émergents</i> , 62	
Une mesure devenue norme, 64	
<i>Ratings</i> : synthétiser le risque	65
Principe théorique : une projection, 65	
<i>Ratings</i> d'agences S & P et Moody's, 66	
□ Encadré : <i>Quels critères utilisés par les ratings ?</i> 67	
D'autres notations, 68	
Quelle mesure, quelles limites ? 69	
□ Encadré : <i>Bâle II : redonner un rôle au risque</i> , 70	
<i>Rating, spread</i> : soupçon d'autocorrélation, 74	

SECONDE PARTIE

UNE MÉTHODE DU DIAGNOSTIC

IV Diagnostic et scénario : le cadrage structurel

Phase I : les repérages préliminaires	78
Un travail de cadrage structurel, 79	
Phase II : le bilan humain	81
La démographie et les indicateurs de développement, 81	
Le marché du travail, 82	
La richesse, les inégalités et les politiques de redistribution, 84	
Phase III : le risque politique	85
Comment le pondérer ? 85	
Démocratie et risque pays, 86	
La fragilité des institutions, 87	
La visibilité réglementaire, 88	
Les préférences d'un gouvernement, 89	

V Diagnostic et scénario : la conjoncture et la dette

Phase IV : la sphère réelle	91
L'offre : connaître les points de rupture, 91	
□ Encadré : <i>Économie informelle et corruption : quel impact sur le diagnostic de risque ?</i> 92	
La demande intérieure, composante volatile des scénarios pays, 94	
Phase V : les politiques économiques	96
Le budget, un objet opaque, 97	

Les banques : vecteur de transmission du risque systémique, 99	
L'inflation : que veut-elle dire pour les émergents ? 102	
Le change : prévisibilité, crédibilité, 104	
Phase VI : les comptes extérieurs et la dette	105
Les comptes extérieurs au cœur du risque pays, 105	
□ Encadré : <i>Russie 1998 : l'excédent courant masque les sorties de capitaux</i> , 106	
La dette extérieure dans tous les sens, 108	
□ Encadré : <i>Le sablier du risque pays</i> , 109	
La dette publique : peut-on se désendetter ? 110	
□ Encadré : <i>Être endetté, un piège ?</i> 111	
Une surveillance accrue de la dette privée, 111	
 Conclusion : Les pays développés et le risque souverain, convention fondatrice du risque pays	 113
 Repères bibliographiques	 115