

Une approche du traitement des créances souveraines

L'analyse du risque souverain s'accommode mieux de la méthode avancée que de la méthode standard, trop simplificatrice. L'équipe de recherche risque pays - marchés émergents de CDC Ixis a développé un rating qui reflète la santé macro-financière des économies émergentes.

Pierre Laurent
Economiste
en charge du suivi des marchés
CDC Ixis

Nicolas Meunier
Economiste
responsable de la recherche risque pays -
marchés émergents
CDC Ixis

■ L'analyse du risque pays heurte le souci de rationalisation exprimé par les réflexions en cours, au Comité de Bâle, sur la réforme des normes prudentielles bancaires. Le cœur de la réforme concerne l'évaluation du risque de crédit: celui-ci ne sera plus réputé dépendant de la nature juridique de l'émetteur, mais de sa qualité. Or, l'évaluation de cette qualité soulève la spécificité de la classe des émetteurs souverains: peu d'acteurs, extrêmement peu d'événements de crédits, d'ailleurs difficiles à définir, importance de facteurs non prévisibles... Face à cette spécificité, des outils permettent pourtant de réduire l'incertitude, en appuyant une approche au cas par cas sur une analyse quantitative.

L'approche standard, simplificatrice

Jusqu'à présent, la consommation de fonds propres attachée à la créance d'un émetteur souverain répondait à une règle simple: la pondération appliquée était de 0 % pour les pays membres de l'OCDE¹, de 100 % pour les autres. Cela soulevait des difficultés, de plus en plus visibles avec l'élargissement de l'OCDE²: non seulement la dichotomie créait des distorsions (lorsqu'un pays entrait dans l'OCDE, il passait brutalement d'une classe à l'autre), mais surtout, fondamentalement, cette consommation de fonds propres, censée refléter un risque, découlait de la nature de l'émetteur et non de sa qualité.

La nouvelle approche s'attache à corriger ces deux problèmes. La méthode dite « standard » se base sur les ratings d'agences: plus le rating sera faible et plus la pondération sera élevée, avec un plafond de 150 % pour les notes inférieures à B- (tableau). Mais, si elle tente de corriger une erreur, assumée mais fondamentale (le risque doit dépendre de la qualité), cette méthode est, sous cette forme, extrêmement simplifiée. En effet, elle suppose l'existence de matrices de défaut. Ces matrices sont fournies, dans le cas des émetteurs *corporates*, par les agences de rating à partir d'un long historique et d'un grand nombre d'événements. Elles permettent d'inférer, à partir du *rating* de l'émetteur, une probabilité de défaut, donc un risque de perte, ce qui débouche, dans une logique prudentielle, sur une consommation de fonds propres. La méthode n'est pas complètement robuste, ne serait-ce que parce qu'elle suppose que l'histoire se répète, que les événements passés ont un sens prédictif. Mais cela permet au moins de baliser le risque. Or, il n'existe tout simplement pas de matrices significatives pour les émetteurs souverains émergents.

Cette classe d'actifs comprend peu de signatures (il existe environ 200 pays dans le monde). Le marché est extrêmement concentré (les dix plus gros émetteurs émergents représentent 80 % de l'encours de la dette obligataire). Enfin, les événements de crédits sont exceptionnels. L'utilisation directe des ratings souverains, dans une logique d'ap-

proche standard, pour inférer des coefficients de pondération de risque apparaît donc plus que délicate. On ne peut leur associer de probabilité de défaut fiable; ils ne prennent en compte ni les maturités ni le problème, délicat, du taux de recouvrement. Les autorités de régulation reconnaissent d'ailleurs explicitement la spécificité des souverains³: à *rating* équivalent, les consommations de fonds propres ne sont pas les mêmes, ce qui est contradictoire avec l'essence même du *rating*. Par exemple, la pondération proposée par l'approche standard pour la classe de rating A est de 20 % pour un souverain et de 50 % pour un *corporate*.

C'est pour cela que le Comité insiste sur le fait que, dès qu'un établissement dispose de moyens suffisants, doit être privilégiée la méthode dite « interne ». Elle préconise de développer un savoir faire spécifique visant à quantifier le risque afférent aux opérations.

L'approche interne et la question des définitions

Quel est l'objectif du régulateur? Conduire le prêteur à estimer sa perte économique attendue. Cela nécessite de connaître à la fois la probabilité de défaut et l'espérance de perte en cas de défaut, ou encore d'un taux de recouvrement⁴. Mais très vite apparaissent les difficultés.

La notion même de défaut souverain est discutable. Les expériences récentes montrent que, après une période

plus ou moins longue de négociations avec les créanciers, les titres sont restructurés et il y a rarement interruption définitive des flux de remboursement d'un pays après une rupture de paiement. Cet événement de crédit grave, entraînant généralement une perte de revenu pour l'investisseur, doit-il être considéré comme un défaut ? Si oui, comment mesurer la valeur de recouvrement ⁵ ?

Raisonnement en pourcentage d'abandon de la valeur faciale peut n'avoir qu'une faible signification lorsque, comme c'est le cas, la grande majorité des acteurs entrent sur les marchés émergents dans une optique de diversification de leurs positions spéculatives et ont donc un horizon de court terme. La plupart des créances sont donc achetées et revendues régulièrement.

Raisonnement en termes de perte de valeur nette amène à se demander, dans cette approche *marked to market*, quel horizon retenir pour évaluer le « défaut ». Le marché secondaire de la dette n'est pas fermé tant qu'il subsiste un espoir de remboursement, même partiel. Au moment de la restructuration, il y a une hausse de la valeur de marché des « nouveaux » titres, mais ces derniers peuvent avoir subi une annulation d'une partie de leur principal, avoir une maturité plus longue, etc. Au total, la mesure de la perte va dépendre du moment où l'acheteur de dette sera entré sur le marché. Dans ce sens, le risque porté par une obligation souveraine émergente se rapproche de celui d'une action.

Les cas récents (Equateur, Pakistan, Ukraine, Russie, Argentine, Côte d'Ivoire) sont autant de cas particuliers. Par exemple, il n'y a pas eu de défaut effectif dans le cas du Pakistan (la restructuration s'est faite sous la pression du Club de Paris), l'Argentine n'a aucune date pour un éventuel accord de restructuration sur sa dette en défaut depuis fin 2001. Dans le cas de la Russie, un investisseur ayant acheté des euro-obligations en décembre 1998 (après la crise), a réalisé la meilleure performance de sa classe d'actif en 1999 et 2000, tous les titres ayant été finalement remboursés.

Non seulement il n'existe pas de cas général du défaut émergent, mais même les conditions qui y mènent ne sont pas univoques, et le facteur politique a un rôle primordial. Le Liban, au bord d'une crise de dette, réussit à convaincre les bailleurs internationaux, sans pour autant

1. Coefficients de pondération des actifs souverains selon l'ancienne méthode et selon la nouvelle approche (approche standard)

	Ancienne pondération		Nouvelle pondération (standard)
Pays membres de l'OCDE	0 %	De AAA à AA -	0 %
		De A+ à A-	20 %
		De BBB+ à BBB-	50 %
		De BB+ à B-	100 %
Pays non membres de l'OCDE	100 %	En deçà de B-	150 %
		Non noté	100 %

Les autorités nationales ont la possibilité d'appliquer une pondération moindre vis-à-vis d'une dette souveraine en monnaie locale.

Source : Comité de Bâle.

résoudre ses problèmes, tandis que le Nigéria, alors qu'il a les moyens de rembourser, est tenté de se mettre en défaut ⁶.

Les outils quantitatifs internes, fondement d'une analyse

L'analyse de la qualité des actifs souverains, et plus largement l'étude du risque pays, soulève la question délicate des prévisions (donc des risques) à long terme. Quel taux d'actualisation retenir pour un projet d'investissement à dix ans dans des pays comme le Brésil ou la Turquie, sachant que l'on ne dispose même pas d'un taux d'intérêt sur la dette publique pour cette maturité ? Dans les pays émergents très risqués, on ne dispose pas d'horizon supérieur à dix-huit mois sur les marchés financiers. Cela témoigne de l'instabilité de variables économiques fondamentales telle que l'inflation ou le change, et au-delà, du manque de crédibilité des autorités monétaires.

Mais il n'est pas pour autant impossible d'obtenir une appréciation objective du risque. L'équipe de recherche risque pays – marchés émergents de CDC IXIS a développé un rating qui reflète la santé macro-financière des économies émergentes ⁷. Il offre une hiérarchie objective des pays, ordonnés selon leur fragilité (économique, financière, bancaire et politique), ce qui constitue une première approche du risque-pays. Sur la base de cet outil « *rating* interne » et à partir de données extérieures (variables financières, *ratings* d'agence...) sont développés d'autres outils visant à appréhender les risques financiers (courbes rendement-risque, calculs de PER théoriques...).

Ces éléments quantitatifs permettent de formaliser l'environnement global émergent et de mesurer objectivement le risque à court terme pays par pays. Des balises sont ainsi posées qui permettent d'évaluer l'inévitable subjectivité dès qu'il s'agit de raisonner à long terme, dans des configurations de crise toujours renouvelées.

Même avec une volonté affichée de rationalisation, la complexité du phénomène émergent rend indispensable, dans l'analyse du risque pays, un raisonnement au cas par cas pour estimer la perte économique attendue, d'où devrait découler une consommation de fonds propres optimale. Mais le raisonnement sera d'autant plus adéquat qu'il se basera en amont sur des éléments quantitatifs robustes. ●

1 A condition qu'il n'y ait pas eu de restructuration de dettes au cours des cinq dernières années.

2 Outre la Turquie, membre fondateur, l'OCDE accueille de plus en plus de pays émergents : le Mexique (1994), la République tchèque (1995), la Hongrie, la Pologne, la Corée du Sud (1996), et la Slovaquie (2000).

3 Les agences également : l'utilisation du rating SD (pour Selective Default) de S&P révèle la gêne rencontrée pour caractériser certaines situations de défaut « sélectif » dans le cas de certains pays.

4 Si on note EAD (Exposure at Default) la quantité d'actif détenue vis-à-vis d'un émetteur donné moins les dépôts éventuels de cet émetteur au sein de la banque, LGD (Lost Given Default) la perte attendue en cas de défaut (1 - taux de recouvrement) et PD la probabilité de défaut en fonction de la maturité M, on a : Perte attendue = E(PDM) * E(LGD) * EAD.

5 Voir Etude marchés émergents n° 02-2001, Recherche Risque pays – Marchés émergents, CDC IXIS.

6 Déjà en grande partie exclu de la communauté financière internationale, le Nigéria n'a plus d'incitation à rembourser sa dette obligatoire.

7 Elaboré à partir de 15 critères, le rating pays CDC cherche à évaluer la santé macroéconomique et financière des pays émergents : la note obtenue reflète le risque pays à partir de données observables (voir le mensuel Risques Emergents, CDC IXIS).