

RISQUE PAYS

Une décrue sélective

Le risque pays est entré en 1999 dans une phase de décrue qui devrait se poursuivre l'an prochain. Mais l'évolution restera en 1999 et 2000 encore largement différente suivant les zones, les pays et les catégories de risque (non-transfert, souverain, systémique de crédit et systémique de marché).

EN 1997 ET 1998, LE RISQUE pays s'est brutalement aggravé. Il s'est concrétisé sous différentes formes, fréquemment par des crises de change (risque systémique de marchés financiers), moins souvent par des défauts sur les dettes privées qui ont alors pris un caractère de généralité pour les pays concernés (risque systémique de crédit) et enfin, rarement, par des défauts sur la dette publique (risque souverain et de non-transfert).

Depuis le printemps-été 1999, le risque pays diminue de manière variable suivant les zones et les pays. La baisse n'en apparaît pas moins tangible, plus précoce qu'on ne pouvait l'espérer en début d'année.

UN REcul DU RISQUE PAYS

■ Dans le domaine de l'économie réelle, l'environnement des pays émergents cesse d'être défavorable depuis cette année, sans retrouver encore la configuration porteuse des années 1995-1996.

D'une part, la croissance mondiale s'accélère, probablement de façon durable dans l'Union européenne et l'Asie hors Japon. Une reprise prend corps en Amérique latine et en Europe de l'Est. La croissance reste soutenue aux Etats-Unis. Le scénario craint en début d'année d'un ralentissement de l'économie américaine préa-

lable à une reprise en Europe, qui serait venu contrarier cette dernière, semble pouvoir être écarté. Une inflexion de l'économie américaine, assez probable courant 2000, interviendrait alors que la croissance européenne et asiatique serait passée d'une phase de reprise technique au premier semestre 1999 à une phase de croissance auto-entretenu plus robuste.

D'autre part, le prix des matières premières industrielles et agricoles

“ Le montant du financement extérieur des PED devient plus élevé et sa structure plus solide. ”

(hors denrées sub-tropicales) remonte progressivement tandis que les cours du pétrole ont bondi depuis le printemps. Ceci procure d'utiles marges de manœuvre à des pays en situation financière délicate (Arabie Saoudite, Iran, Venezuela...) ou difficile (Gabon, Russie).

■ Dans le domaine de l'économie financière, les évolutions sont de même plutôt favorables.

• **Premier facteur favorable**, le financement des PED est mieux assuré. Outre un soutien financier actif multi et bilatéral aux pays en

difficultés, les investissements directs étrangers (IDE) retrouvent les niveaux des années 1996-1997 (ils n'avaient que peu fléchi en 1998). De plus, les financements obligataires reprennent depuis le printemps dernier. Cette reprise résulte en partie d'une gestion macro-économique des crises ou des risques de crises, perçue comme plus crédible par les marchés financiers. Elle résulte surtout de la recherche de rémunérations attractives par une abondante épargne institutionnelle mondiale. Alors que la demande d'application des clauses de comparabilité de traitement aux Eurobonds par le FMI laissait craindre une baisse de la demande de titres obligataires, l'exigence de rentabilité atténuée l'aversion pour le risque. Les financements obligataires sont toutefois encore loin d'atteindre les montants élevés observés avant la crise asiatique. Enfin, les crédits bancaires à moyen-long terme nets progressent à nouveau, certes modérément. Au total, le montant du financement extérieur des PED devient plus élevé et sa structure plus solide, privilégiant la part non génératrice de dette (IDE) ou à moyen-long terme, au détriment de la part volatile ou à court terme. Cette évolution des financements réduit les risques d'illiquidité.

• **Second facteur favorable**, le risque de propagation des crises financières a sensiblement baissé.

■ Les foyers de crise au sein des pays émergents s'atténuent. Certains, déjà matérialisés, ont été circonscrits : Corée, Malaisie et Philippines retrouvent le chemin de la croissance, les marchés financiers ont isolé les risques indonésien et russe, la chute du real n'a pas réellement entraîné de contagion financière régionale. D'autres, re-



GUY LONGUEVILLE

Responsable
risque pays

Adjoint
du directeur des
études économiques

BNP

International

doutés, ne se sont pas produits. Le *currency board* de Hong-kong a résisté aux effets de la dépression locale et le yuan n'a pas été dévalué. Si ces derniers se produisaient désormais, ils n'entraîneraient probablement plus les dommages que l'on pouvait craindre il y a un an. Cette observation concerne notamment la dévaluation du yuan, à condition qu'elle reste mesurée. D'autres, enfin, perdent de leur acuité, comme les distorsions de taux de change entre PED, très importantes à l'automne 1997 après

était d'autant plus aisée que l'environnement mondial des PED était dégradé et qu'ils se trouvaient en période de croissance faible ou en récession. Ce n'est plus généralement le cas aujourd'hui. Enfin, mûri par l'amère expérience des deux dernières années, les marchés financiers singularisent davantage le risque pays, sans analogie hâtive. Ainsi, au cours de l'été 1999, les mini-secousses financières en Argentine, Brésil, Colombie et Russie, n'ont guère affecté les flux de capitaux et les taux de change des autres

bilité se redressent (Asie ou pays exportateurs de pétrole essentiellement ; ce n'est que partiellement le cas en Amérique latine et en Afrique).

UNE AMÉLIORATION NI ACQUISE, NI GÉNÉRALE

Les facteurs de persistance, voire d'aggravation du risque-pays, concernent l'ensemble des PED ou certains pays et zones particulières.

Pour l'ensemble des PED, le risque systémique des marchés financiers, sorti cette année d'une phase de crise aiguë, reste assez élevé. De manière générale, l'amélioration des variables d'environnement des PED est réversible, notamment pour les émissions obligataires. Ces dernières prennent tendanciellement une part croissante des financements extérieurs des PED. L'offre potentielle provient essentiellement d'investisseurs anglo-saxons et japonais qui peuvent se reposer sur leur marché domestique ou privilégier le marché européen en expansion. A cet égard, les arbitrages rendements/risques des gestionnaires de fonds de pension et d'investissement conduisent de plus en plus à des comportements financiers semblables, non seulement par mimétisme, mais aussi à la suite de décisions stratégiques individuelles prises sur la base d'informations analogues diffusées en temps réel. Cette remarque vaut non seulement pour les marchés obligataires, mais aussi pour les autres marchés financiers. Au total, les marchés émergents restent structurellement instables.

L'affirmation précédente est illustrée en passant de considérations générales à des observations d'actualité. La relative détente de l'instabilité des marchés émergents pourrait être relayée en 1999 et les prochaines années, par un accroissement de l'instabilité des marchés financiers américains, japonais, voire européens, ce qui aurait des conséquences dommageables sur les PED. La progression des déséquilibres de

Les spécificités régionales

■ Amérique latine subit un effet circonstanciel qui s'ajoute aux phénomènes structurels pour expliquer un risque systémique élevé des marchés financiers. Elle se trouve dans une période de transition délicate au cours de laquelle le creux du cycle récessif a probablement été dépassé, mais le chômage et les tensions sociales qu'il engendre continuent de croître. D'où les tensions politiques et sociales accrues au second semestre 1999 en Argentine, Brésil,

Colombie, Venezuela, etc., qui viennent perturber les marchés financiers et handicaper la reprise. De plus, l'endettement public et extérieur est encore élevé (Brésil) et croissant (Argentine);

■ L'Afrique sub-saharienne voit son risque pays global croître car elle pâtit d'un environnement globalement plus défavorable que l'ensemble des PED via la baisse du prix des denrées sub-tropicales. De plus, le contexte socio-politique continue de s'y dégrader.

les dévaluations asiatiques. Ces distorsions se sont depuis lors sensiblement réduites, suite aux dépréciations de change contrôlées de la plupart des grands pays d'Amérique latine (Brésil excepté), de certains pays d'Europe de l'Est, d'Afrique et du Proche-Orient.

■ Le potentiel d'effets de contagion vers les pays émergents à partir d'un foyer de crise diminue.

La vulnérabilité financière a diminué sous l'effet du reflux des capitaux privés volatils ou à court terme en 1997-1998. De plus, le risque de contagion est atténué dès lors que les perspectives macro-économiques redeviennent favorables. En 1997-1998, la contagion

pays d'Amérique latine, d'Europe de l'Est et d'Asie. La dégradation des risques indonésien (facteur politique) et turc (catastrophe naturelle) a de même été isolée.

■ Le potentiel de propagation d'une crise au sein d'un pays s'affaiblit.

Fortement incité par les institutions financières internationales et les grands pays OCDE, l'ajustement structurel micro-économique s'accélère depuis deux ans, en particulier pour les systèmes bancaires. De plus, sous l'effet du redressement des soldes de balance courante (conséquence des récessions, des dévaluations et de la hausse du prix du pétrole) et du retour des capitaux privés, la liquidité et la solva-



balance courante entre les grandes zones OCDE est inquiétante. Le financement du déficit extérieur américain a pu être assuré aisément jusqu'à présent grâce aux investisseurs européens et surtout japonais. Tel semble moins être le cas aujourd'hui, en particulier par l'épargne japonaise. De plus, la montée en puissance des actifs libellés en euro ne se fera probablement pas de manière

“ De manière générale, l'amélioration des variables d'environnement des PED est réversible. ”

linéaire, mais par à-coups. Enfin, l'appréciation du *dow jones* et les revenus nets élevés que la bourse procure aux ménages américains ne paraît guère tenable dans la durée, sur fonds d'endettement élevé des ménages et des entreprises ainsi que de la montée des taux obligataires de ce pays.

Concernant les pays émergents, les bourses apparaissent d'un optimisme plutôt excessif depuis l'an passé. Les anticipations de reprise exprimées par les hausses de cours peuvent – ou ont pu – dans certains cas être confirmées (Corée, Malaisie...). Dans d'autres cas, elles semblent être prématurées, pouvant entraîner une sévère correction. Notons de plus que les marchés

d'actions et d'obligations de ces pays sont devenus très sensibles depuis l'été aux fluctuations des marchés américains.

LE RISQUE SOUVERAIN EN HAUSSE DANS LA ZONE ÉMERGENTE

Pour l'ensemble des PED, la tendance à l'aggravation des déficits budgétaires et à la montée du risque souverain depuis 1997-1998 se poursuit. Facteurs provisoires, les récessions accompagnées parfois de politiques de relance creusent les déficits budgétaires, particulièrement en Asie (1997-1999) et en Amérique latine (1998-2000). Facteurs plus durables, les taux d'intérêt réels élevés (combinaison de tendances déflationnistes et d'une politique monétaire restrictive permettant de soutenir la devise et d'attirer les capitaux) alourdissent les charges d'intérêt de la dette publique. Enfin, facteur de moyen terme, la socialisation du coût de la restructuration des entreprises publiques et des banques (à des degrés divers en Amérique latine, Europe de l'Est et Asie) accroît les dettes publiques. L'effet de boule de neige sur ces dernières est manifeste dans de nombreux pays, atteignant parfois un seuil délicat (Argentine, Brésil, Liban, Turquie...).

■ Au total, la décrue du risque pays dans le monde n'est pas générale, mais sélective. Elle est assez sensible concernant le risque de non-transfert, particulièrement en Asie et pour les pays exportateurs de pétrole, grâce à l'amélioration des comptes extérieurs, au redressement des réserves de change et au retour des flux de capitaux extérieurs stables ou à moyen-long terme. La décrue du risque de non-transfert est plus lente en Amérique latine et en Europe de l'Est avec des exceptions (Argentine, Russie, Ukraine et Roumanie principalement).

La décrue concerne aussi le risque systémique de crédit, en raison de la reprise économique et la restructuration des systèmes bancaires, notamment en Asie (1). La décrue concerne enfin le risque systémique des marchés financiers, sorti d'une phase aiguë, mais qui reste cependant structurellement assez élevé pour l'ensemble des marchés émergents. S'y ajoute un effet circonstanciel en Amérique latine et un risque accru via les marchés américains. Le risque souverain continue de s'accroître dans la plupart des zones émergentes, et le risque pays global s'accroît en Afrique sub-saharienne (*encadré*). ■

(1) Excepté en Chine, Indonésie et Corée (grands groupes industriels).

Achévé de rédiger le 23.09.1999.