

Les nouvelles dimensions du risque-pays



Guy Longueville
Adjoint au directeur
des études
économiques
Responsable
des risques-pays
BNP

Après le Mexique, la crise thaïlandaise vient rappeler que la notion de risque-pays a évolué. Les banques doivent donc adapter le suivi de ces risques afin de mieux prendre en compte les risques de marché et les risques systémiques de contrepartie.

Quels risques* prend une banque lorsqu'elle investit dans un pays en développement (PED) ? A s'en tenir aux définitions usuelles, le risque-pays prend deux formes, le risque souverain si un État ou une entreprise publique n'honore pas ses engagements en devises et le risque de non-transfert, car la Banque centrale est impuissante à mobiliser des réserves en devises suffisantes pour transformer les ressources en monnaie locale en moyens de paiement internationaux.

De ce point de vue, le risque-pays n'a été matérialisé, ni au Mexique en 1994-1995, ni en Thaïlande en 1997, du moins jusqu'à présent. Les crises financières dans ces deux pays n'ont en effet donné lieu à aucun défaut de paiement pouvant relever des Clubs de Paris ou de Londres. Pourtant, nombre d'institutions financières ont dû – ou devront – provisionner un risque préalablement sous-estimé, de taux de change, de prix des actifs financiers et immobiliers, ou de contrepartie prenant un caractère systémique s'agissant des banques et du secteur immobilier domestique.

Ces deux exemples montrent que le champ du risque-pays encouru par les investisseurs financiers, en particu-

lier les banques commerciales, s'est progressivement élargi. En conséquence, l'expertise qui en résulte doit elle aussi s'adapter. Cette nécessaire adaptation est le fruit de deux mutations conjointes depuis une dizaine d'années :

– l'offre de produits et de services financiers des banques des pays de l'OCDE aux pays émergents. Elle s'est considérablement diversifiée. Les risques encourus ne se limitent donc plus au **risque de non-transfert** sur des crédits. Ils relèvent aussi **des risques de marché** (taux d'intérêt, taux de change, cours des actions et des titres sur les marchés secondaires de dette souveraine) et des **risques systémiques de contrepartie** ;

– l'évolution de l'intensité des risques eux-mêmes. Alors que les risques de non-transfert sur des crédits diminuent, les risques de marché et les risques systémiques de contrepartie semblent progresser significativement.

Le risque de non-transfert : dette bancaire versus dette obligataire

• La crise de la dette des années 1980 en phase d'extinction.

Au cours des années 80, nombre de pays en développement, particulièrement en Amérique latine, se sont

trouvés en défaut partiel ou total de paiement vis-à-vis des banques commerciales, parfois aussi vis-à-vis des institutions bi et multilatérales. Pour l'essentiel, le recyclage des pétrodollars par les banques commerciales a financé au-delà du raisonnable des projets dispendieux d'infrastructures qui ont accompagné les stratégies de substitution aux importations. Intrinsèquement inadaptées aux évolutions du marché mondial, accompagnées de politiques monétaires et budgétaires plutôt laxistes, ces stratégies ont fait basculer les pays concernés dans un défaut de paiement, dès lors que l'environnement international s'est dégradé. Partant de déficits budgétaire et extérieur déjà élevés, le second choc pétrolier et la récession des pays de l'OCDE qui s'ensuivit, ont ainsi mis en faillite la plupart des pays d'Amérique latine et de nombreux pays d'Afrique. Le niveau élevé des taux d'intérêt réels au cours des années 80 a allongé la période de défaut. Mais la prédominance de circuits intermédiés dans les sources de financement a limité les risques de fluctuations brutales sur les marchés émergents, du reste le plus souvent encore embryonnaires. Les grandes banques commerciales ont alors développé des services d'étude du risque-pays qui ont suivi attentivement les ratios de liquidité (réserves comparées aux importations) et de solvabilité

*L'intégralité de cette analyse a été publiée en septembre dans *Banque Stratégie* (n° 141) consacré aux Risques-pays. Pour tout renseignement 01 48 00 54 54.

(dette et service de la dette comparés au PIB et aux exportations) et ont évalué la soutenabilité de la dette extérieure.

- **Un risque de défaut sur la dette obligataire.**

Plus de cinquante pays en développement s'étaient trouvés en défaut de paiement à la fin des années 80. Leur nombre est aujourd'hui revenu à une vingtaine et ne concerne, excepté la Russie, que de petits pays. Bien que quelques pays pauvres puissent de nouveau faire défaut, ce nombre devrait continuer de baisser au cours des prochaines années, compte tenu des négociations en cours ou prévues dans le cadre des Club de Paris ou de Londres, qui concèdent des abandons de créances de plus en plus généreux pour les pays les plus pauvres.

Pour autant, le risque de défaut sur la dette extérieure ne s'éteint pas. Le besoin structurel de financement (somme du solde de la balance des paiements courants et du remboursement du principal de la dette extérieure) des pays en développement s'accroît tendanciellement. Certes, la couverture sous forme d'investissements directs par nature non générateurs de dette progresse. Mais elle est ciblée sur quelques pays. Depuis quelques années, un financement obligataire international en forte progression assure le bouclage des comptes extérieurs de nombre de pays émergents en se substituant partiellement à un financement multi-bilatéral ou bancaire privé. Depuis 1996, l'appétence des investisseurs pour les émissions obligataires des pays émergents est telle que les maturités s'allongent et les primes de risque (*spreads*) se réduisent fortement malgré la dégradation de la qualité moyenne des signatures. En 1997, les *spreads* de taux d'intérêt mineurent sensiblement la réalité du risque encouru. Ils concourent même à l'accroître car, face à des conditions d'endettement aussi attractives, les PED sont tentés de différer les ajustements que leurs déséquilibres extérieurs imposeraient. Quelque pays (comme l'Argentine ou le Brésil) qui s'orientent aujourd'hui vers une trajectoire d'endettement difficilement soutenable dans la durée, pourraient basculer dans un défaut de paiement le jour où, inévitablement, les taux d'intérêt remonteront.

Du point de vue du risque-pays, cette évolution, réclame une attention particulière. Certes, les banques commerciales, traumatisées par les défauts

des années 1980, se sont dotées de structures de surveillance relativement adaptées. Mais la légèreté avec laquelle la communauté bancaire internationale prêtait aux PED dans les années 70 se retrouve aujourd'hui dans l'appétence, parfois myope ou amnésique, des investisseurs pour les émissions obligataires des PED.

N'oublions pas que la vague de défauts de paiements sur la dette bancaire des années 80 constitue une exception au regard de l'histoire, longue, et que les précédentes vagues de défauts depuis le XIX^e siècle, notamment celles des années 30, concernaient toutes la dette obligataire. Un défaut de pays sur sa dette obligataire aurait des conséquences sur sa dette bancaire. A cet égard, il convient de consolider le suivi des indicateurs de risque de non-transfert. En particulier, la construction de maquettes de soutenabilité de la dette extérieure à moyen terme (incluant une variante taux d'intérêt) représente un utile complément aux indicateurs usuels de liquidité et de solvabilité.

Les risques de marché : une montée régulière et diffuse

Deuxième volet du risque-pays dans les pays émergents, la montée des risques de marché résulte, pour l'essentiel, de l'évolution des modalités de financement et du processus de libéralisation et d'ajustement structurel :

- depuis le début de la décennie, les financements privés et désintermédiés, en partie volatils, ont pris le pas sur les circuits intermédiés pour couvrir les besoins de financement croissants des pays en développement, parfois même au-delà du nécessaire. Cette tendance à la globalisation financière résulte pour partie du développement des fonds de pension et d'investissement des pays OCDE. Elle s'accompagne de mouvements de balancier entre marchés émergents et marchés des grands pays de l'OCDE, au gré de leurs performances financières relatives ;

- la mondialisation des investissements financiers de toute nature est elle-même favorisée par le processus de libéralisation interne et externe des pays émergents. Mais une telle dynamique peut être déstabilisante si elle n'est pas conduite à une vitesse adaptée. Notons à cet égard le risque d'une ouverture trop rapide du commerce extérieur comparé à l'évolution du tissu productif ou d'une libéralisation

L'extension du champ d'étude du risque-pays pose aux institutions financières trois problèmes :

L'expertise

Les instruments de suivi et d'analyse des risques de marché et des risques systémiques de contrepartie sont loin d'être opérationnels. Les fondements théoriques et les données statistiques restent insuffisants. Concernant les risques de marché, les banques commerciales développent des services de recherche destinés à conseiller la clientèle sur les marchés émergents (actions, titres de dette publique, etc.). Mais leur approche est généralement menée en

termes d'opportunités, avec parfois un biais favorable au pays concerné dans un horizon de court terme. L'optique «risque à moyen terme» y est en général peu développée. Concernant les risques systémiques de contrepartie, les banques disposent bien sûr de services efficaces de suivi du risque des entreprises étrangères. Ces services procèdent à une agrégation sectorielle (approche *bottom-up*) mais le suivi de l'environnement macro-économique des secteurs (approche *top-down*) dans une optique de risque est rarement assuré. De plus, les mécanismes de diffusion potentielle entre les risques systémiques de contrepartie,

les risques de marché et les risques de non-transfert restent à préciser.

- La cotation du risque-pays

Chaque grande banque dispose en général d'une grille de cotation qui lui est propre pour évaluer les risques souverain et de non-transfert. Dès lors que les risques de marché ou les risques systémiques de contrepartie sont pris en compte dans le risque-pays, la grille de cotation précédente devient ambiguë, voire faussée. A titre d'exemple, le risque de non-transfert sur la Thaïlande reste modérément élevé compte tenu des réserves que le pays pourrait mobiliser en cas de besoin.

Il n'empêche que le risque-pays appréhendé dans ses trois dimensions peut en ce cas être considéré comme élevé.

- La couverture du risque-pays

Les grandes banques prennent en compte à juste titre un risque de non-transfert suivant une procédure généralement codifiée. En revanche, le risque systémique de contrepartie fait rarement l'objet d'une telle procédure. La provision est le plus souvent constituée ex-post lorsque des entreprises ou des banques font défaut. Or la nature des risques apparaît in fine analogue.

prématurée des mouvements de capitaux si le système financier est resté ou fragile ou bien encore d'une titrisation trop massive de la dette publique si les circuits de collecte de l'épargne n'ont pas été modernisés.

Les crises financières du Mexique en 1994 et de la Thaïlande en 1997 (avec dans les deux cas un effet de domino intra-zone) illustrent cette progression. Mais elles montrent aussi les difficultés rencontrées pour prévoir les crises financières car, au-delà des similitudes qui pourraient permettre de suivre une batterie d'indicateurs communs à un ensemble de pays, les spécificités des pays (ou zones) jouent un rôle essentiel dans le déclenchement et le déroulement des crises financières (voir à ce sujet l'intégralité de l'analyse publiée dans *Banque Stratégie*).

Concernant l'analyse du risque-pays, ces deux cas de crise financière permettent de dégager les enseignements suivants :

- **Les risques de marché progressent**, sous le triple effet de la libéralisation, de l'internationalisation et de la financiarisation des économies. Ils peuvent concerner la plupart des économies émergentes fortement internationalisées, même si leurs indicateurs macro-économiques apparaissent globalement satisfaisants. Ils sont diffus

et plus difficilement identifiables que les risques de défaut, car les mouvements de capitaux dépendent à la fois de considérations internes et externes aux pays qui les accueillent. A l'inverse de l'échéance contractuelle d'un crédit par définition prévisible, leurs déplacements souvent mimétiques sont difficiles à anticiper. Ainsi, la crise financière en Asie de l'été 97 affecte-t-elle aussi par effet de contagion des pays dont les fondamentaux sont sensiblement plus sains que ceux de la Thaïlande ;

- **Les risques de marché sont plus difficiles à appréhender que les risques de défaut.** Pour ces derniers, les causes sont relativement connues et similaires d'un pays à l'autre. Des séries historiques longues d'agrégats macro-économiques, disponibles pour les principaux PED (investissements, épargne, PIB, taux de change, d'intérêt, flux de commerce extérieur, soldes budgétaire et extérieur, etc.) permettent en général de cerner les risques d'illiquidité et d'insolvabilité. Pour les risques de marché, le champ des causes possibles est plus large. Des facteurs isolés peuvent être quasi-inoffensifs. Leur combinaison peut être explosive. Le champ des indicateurs à suivre et surtout de leur interaction est donc plus vaste. Son contour est variable suivant les pays et les pé-

riodes. Les statistiques ad hoc ne sont pas toujours disponibles (par exemple pour calculer un indicateur de fongibilité des réserves).

De plus, concernant des phénomènes récents dans leurs enchaînements (celui de la crise thaïlandaise par exemple), il n'est pas possible de s'appuyer sur des séries historiques longues ou des phénomènes passés analogues pour en dégager un « modèle » de détection des risques de crise financière. Les travaux récents qui tentent d'estimer les risques financiers à partir de variables macro-économiques et financières disponibles en longue période, n'aboutissent pas à des résultats probants.

Bref, la recherche économique dans le domaine des risques de marché est encore loin d'avoir atteint la qualité de celle qui concerne les risques de défaut. L'articulation entre les données macro-économiques structurelles, les données sectorielles (banque et immobilier en particulier), et la logique des flux de capitaux vers les pays émergents constitue une réflexion en gestation. Ces recherches ont un coût que les investisseurs ne souhaitent pas nécessairement assumer.

Elles peuvent d'ailleurs être biaisées, lorsqu'elles débouchent sur des publications destinées à déclencher des ordres d'achat ou de vente chez les

investisseurs. Au total, face aux lacunes des analyses transversales et aux déceptions des tentatives de *scoring*, domaines qu'il convient néanmoins de creuser, l'étude monographique approfondie des pays émergents et de leur environnement macro-économique et financier reste encore l'approche la plus opérationnelle des risques de marché.

• **De la matérialisation des risques de marché à celle du risque de non-transfert, la frontière est ténue.** Le Mexique n'a échappé au défaut de paiement que grâce à une aide financière internationale massive et rapide. La Thaïlande, bien que disposant avant la crise de réserves substantielles, a dû recourir à une aide analogue pour éviter un effondrement de sa monnaie, voire la mise en place d'un contrôle des changes.

De plus, les deux schémas de crise, défaut de paiement, puis rééchelonnement et baisse des variables de marché, aboutissent au même résultat : une dévalorisation de la dette extérieure.

Le risque systémique de contrepartie : une approche encore négligée

Si les risques de marché peuvent relever sans conteste de l'analyse du risque-pays, en revanche, la prise en compte du risque systémique de contrepartie paraît plus discutable. La situation financière de chaque entreprise ou banque fait en effet l'objet d'une cotation suivant une grille propre à chaque établissement financier, indépendante de la cotation du risque-pays.

Et pourtant, l'histoire économique montre qu'un ensemble d'entreprises a priori saines ou viables dans un environnement macro-économique donné peut basculer dans la faillite si celui-ci se dégrade avec des effets en cascade. Un risque systémique de contrepartie peut alors être identifié. Ce dernier a-t-il progressé au cours des années récentes ? Probablement oui.

Traditionnellement, les pays en développement subissent des fluctuations cycliques dommageables pour les entreprises, parfois pour les banques, liées aux aléas climatiques, aux variations de prix des matières premières ou aux fluctuations du cycle économique.

La montée récente des risques de marché a mécaniquement aggravé le risque systématique de contrepartie. Ainsi en va-t-il des banques dont les liquidités peuvent être brutalement asséchées, la rentabilité compromise ou la qualité des actifs dégradés par des retournements des taux de change, d'intérêt ou du prix des actifs. Ainsi en est-il d'entreprises industrielles, parfois de grands groupes endettés en devises fortes, lorsqu'ils subissent une récession non anticipée, éventuellement provoquée par une crise financière. Les exemples récents en Asie du Sud-Est (quasi-faillite des sociétés financières et situation délicate des conglomérats en Thaïlande, crise en Corée du Sud, etc.) illustrent cette évolution.

Le risque systémique de contrepartie relève-t-il du champ du risque-pays ? La réponse est de même affirmative car les analyses nécessaires à son identification sont de même nature que celles qui concernent les risques de non-transfert et les risques de marché, en intégrant des dimensions politiques, sociales, économiques, financières et sectorielles.

Entre le risque systémique de contrepartie et les deux autres catégories de risque, la frontière est de même ténue.

D'une part, une crise systémique des banques peut déclencher une crise des marchés financiers et de change, qui ultérieurement peut se matérialiser en un risque de non-transfert.

D'autre part, le sauvetage massif par la puissance publique d'entreprises ou de banques peut accroître le risque souverain et le risque de non-transfert, sans que le pays n'ait pour autant subi une crise financière.

De même que pour les risques de marché, l'expertise du risque systémique de contrepartie en est à un stade peu avancé, rarement investi par les services d'étude risque-pays. Certes, l'analyse et la théorie économique ont développé des approches sectorielles concernant les systèmes bancaires, dont une typologie des crises de ces derniers.

Mais en pratique, les interactions entre les structures sectorielles (industrie, banque, agriculture) et les évolutions conjoncturelles (sphère réelle et financière) ne sont guère suivies par les services d'étude de risque-pays, bien qu'elles soient formalisées par la recherche économique s'agissant des systèmes bancaires. ■

Rédaction achevée le 10 septembre 1997.