



Munich Personal RePEc Archive

**Economic evaluation of country risk:
What approach and why it is essential
for investors.**

Gaombalet, Célestin Guy-Serge

12 May 2023

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/117288/>
MPRA Paper No. 117288, posted 14 May 2023 06:12 UTC

L'ÉVALUATION ÉCONOMIQUE DU RISQUE PAYS

QUELLE DÉMARCHE ET POURQUOI ELLE EST INDISPENSABLE POUR LES INVESTISSEURS

Mars 2023

Par **Célestin Guy-Serge GAOMBALET¹**

Le contenu de cette contribution n'engage que son auteur.

RÉSUMÉ

L'objectif ultime de l'évaluation économique du risque pays (EERP) est d'apprécier le niveau de risque probable que les investisseurs sont disposés à accepter. Dans cette perspective, cette note de contribution vise à faire prendre conscience du rôle, de la fonction et de la pratique de l'économiste risque pays dans le monde financier d'aujourd'hui où la mobilité transfrontalière des capitaux constitue non seulement un vecteur réel de développement économique et social pour les pays récepteurs, mais aussi, un facteur de risque souverain pour les investisseurs étrangers. Ainsi, l'étalonnage d'un pays vise à le connaître suffisamment afin de pouvoir l'expliquer aux comités exécutifs des institutions financières internationales (IFI) et/ou des entreprises multinationales (EMN) qui, de par-là, prendront une position sur ce qui pourrait se passer, afin d'aider à la décision d'y investir ou non.

Aussi, à travers ce papier, il est question d'essayer de répondre à certaines préoccupations, en apportant quelques contributions aux travaux des économistes risques-pays dans les institutions et établissements financiers, les autres sociétés financières (ASF) ne collectant pas de dépôts, mais offrant des services financiers telles que les industries d'assurances, les fonds d'investissement privés ou fonds communs de placement, les fonds de pensions, les sociétés de crédit-bail, les fonds souverains, etc. Les firmes multinationales (FMN), les cabinets d'études, les *think tanks* et même les particuliers à capacité réelle de financement sont également concernés par cette note de contribution.

Mots clés : Analyste risque pays - Émetteur souverain - Évaluation économique - Finance internationale - Investisseurs

JEL: F2, F21, F3, F31, G1, G15, G2

ABSTRACT

The ultimate objective of the economic evaluation of country risk (EACR) is to assess the likely level of risk that investors are willing to accept. In this perspective, this paper aims to raise awareness of the role, function and practice of the country risk economist in today's financial world where cross-border capital mobility is not only a real vector of economic and social development for receiving countries, but also a sovereign risk factor for foreign investors. Thus, benchmarking a country aims at knowing it well enough to be able to explain it to the executive committees of international financial institutions (IFIs) and/or multinational enterprises (MNEs), which will then take a position on what could happen, in order to help decide whether or not to invest there.

Also, this paper attempts to address some of the concerns by making some contributions to the work of country risk economists in financial institutions and establishments, other non-deposit taking financial companies (NDFCs) offering financial services such as insurance industries, private equity or mutual funds, pension funds, leasing companies, sovereign wealth funds, etc. Multinational companies (MNFs), research firms, think tanks and even individuals with real financing capacity are also concerned by this contribution note.

Key words: Country risk analyst - Sovereign issuer - Economic evaluation - International finance - Investors

JEL Classification: F2, F21, F3, F31, G1, G15, G2

« Toute action qui diminue la confiance dans le système bancaire se traduit par une diminution de la capacité de prêt à l'économie. » (Wyplosz, 1999)

INTRODUCTION

L'évaluation économique du risque pays (EERP) est un volet de l'économie internationale (EI), donc de la finance internationale. Cette EI « appliquée » permet aux investisseurs d'évaluer les pays et d'approfondir certains aspects structurels du débat économique en corrélation avec un émetteur souverain. Elle sert également à apprécier les incertitudes probabilisables pouvant détériorer la solvabilité des emprunteurs étrangers d'une part et celles inhérentes aux opportunités d'affaires économiques et financières dans des pays autres que ceux dont sont originaires les détenteurs de capitaux, d'autre part. En d'autres termes, l'EERP sert à évaluer les possibilités de développement, les antécédents et les facteurs clés ou connexes d'un pays, afin d'apprécier sa capacité à assurer le service et la couverture de ses engagements extérieurs.

Comme de coutume, toute opération de financement international comporte, au-delà des risques usuels et spéciaux encourus par les apporteurs de capitaux, des risques pays. Le remboursement des prêts internationaux et la mise en exécution des projets selon les programmations financières, les projections issues des business plans et des études d'avant-projet, peuvent se heurter à des difficultés d'origine externe, à savoir le risque pays.

Dans cette contribution, il n'est pas question de faire allusion à un *working paper* ou un *occasional paper*. Il s'agit plutôt d'une note de type *policy paper* ou *technical paper* sur la rédaction de la fiche de l'EERP. Son ultime vocation est d'essayer de répondre à certaines préoccupations, en apportant quelques éléments à la production des résultats des

économistes risques pays dans les établissements financiers et dans les autres sociétés financières (ASF) ne collectant pas de dépôts, mais offrant des services financiers, telles que les industries d'assurances, les fonds d'investissement privés ou fonds communs de placement, les fonds de pension, les sociétés de crédit-bail et les fonds souverains. Les firmes multinationales (FMN), les cabinets d'études, les *think tanks*, les particuliers ou personnes physiques à capacité réelle de financement sont également concernés par cette note de contribution qui pourra être complétée par l'exploitation d'autres grilles de lecture et livrables fournis par BNP Paribas dont le lien est repris dans la sous-partie 2.1.

Ce métier, très spécialisé d'économiste demande à la fois une connaissance profonde des problématiques économiques et financières mondiales et une appétence pour l'actualité aussi bien que pour la réflexion sur certains termes spécialisés indispensables et fréquemment employés dans le monde de la finance internationale en général et de l'analyse risque pays en particulier.

Dans la perspective d'apporter quelques éléments de réponse aux interrogations formulées à travers le sujet, nous diviserons cette note sur l'EERP qui s'apparente fortement aux exigences d'une étude PESTEL¹ en deux parties. Tout d'abord, nous rappellerons brièvement les déterminants de l'EERP pour les agents à capacité de financement désirant injecter leurs capitaux dans des pays autres que leur pays d'origine (i). Puis, nous présenterons, de manière synthétique, le cadre spécifique de l'approche rédactionnelle d'une note de risque pays (ii).

I. LE CADRE GÉNÉRAL : BREF RAPPEL DES DÉTERMINANTS DE L'EERP

Le but ultime de l'analyse économique du risque pays ou « *country risk* » chez les anglo saxons, est d'aider les détenteurs de capitaux à prendre la

décision d'intervenir ou non et de chiffrer le volume de fonds² à placer sur un marché souverain. Dans ce processus d'analyse, la note du risque pays se doit

¹ PESTEL : Politique, Économique, Sociologique, Technologique, Environnemental et Légal.

² Pour les banques, la fixation du volume des prêts à accorder doit aussi tenir compte de leurs fonds propres (capital, réserves, primes liées au

capital, écarts de réévaluation, reports à nouveau), et quasi-fonds propres (comptes courants associés, obligations convertibles, emprunts participatifs, titres à durée indéterminée) afin d'apprécier leurs capacités à supporter des pertes probables et futures en cas de crises majeures.

de faire ressortir la vigueur ou non de la situation économique et de fournir également des données et informations financières pertinentes sur la stabilité sociopolitique du pays dans lequel un projet

Greenfield, une opération de fusions et acquisitions (F & A), une émission souveraine ou des financements privés sur des marchés de capitaux sont envisagés.

Dans la suite de cette première phase, il s'agira, dans un premier temps, de s'attarder sur les concepts et enjeux sous-jacents clés de l'analyse risque pays (i) et, dans un second temps, d'aborder

l'épineuse problématique de la disponibilité des données statistiques issues des précédentes expériences comme amorce de toute EERP (ii).

1.1 LES CONCEPTS, ENJEUX ET OBJECTIFS DE L'EERP

Comme l'indiquait Touré (2014), la dimension dominante de la mondialisation se matérialise par l'intensification des échanges de biens et de services entre les différentes nations du monde. En effet, dans la dynamique de cette gouvernance globale, l'un des phénomènes majeurs, qui est apparu au début des années quatre-vingt, fait référence à la globalisation financière. Celle-ci est marquée par une explosion des mouvements internationaux des flux de capitaux dont l'ultime logique demeure la recherche de meilleurs rendements. Ce phénomène d'effacement des frontières n'est malgré tout pas exempt de risque pays qu'Hassid (2008) définit comme l'incidence de la volatilité constatée ou latente des conditions d'affaires dans un pays sur le revenu attendu d'un investissement. Selon la BRI³ (1982), on entend par risque pays : « La possibilité que les emprunteurs souverains d'un pays donné ne soient pas en mesure ou refusent – et que les autres emprunteurs ne soient pas en mesure – de remplir leurs obligations à l'égard de l'étranger pour des raisons allant au-delà des risques habituels découlant de tout prêt. » En effet, dès qu'une frontière est franchie, le détenteur de capitaux ou l'agent à capacité de financement qui désire intervenir à l'extérieur, se trouve dans une configuration socioéconomique différente de la sienne. Ceci comporte donc un environnement de risque différent. D'après Meunier et Sollogoub (2005), l'économiste qui fait l'analyse de ce risque supplémentaire, ou « l'économiste risque pays », est chargé, pour ou par un pourvoyeur de capitaux, « d'anticiper les fragilités macroéconomiques, financières ou socio-politiques d'un pays, susceptibles d'avoir des répercussions sur une opération financière ou commerciale ». Pour l'OCDE (2002), le risque est la « probabilité qu'un

événement nuisible se produise et le dommage qui pourrait potentiellement en résulter ». Ainsi, quel que soit le champ théorique retenu, un risque pays qui n'est pas anticipé ou mesuré pourrait impacter durablement les grands équilibres financiers et économiques, et fragiliser les comptes consolidés des apporteurs de capitaux. Dans ce cas d'espèce, ces investisseurs dégraderaient la qualité de leurs ressources stables en y affectant des provisions (provisions pour dépréciation des éléments d'actif, provisions pour risques et charges, etc.) ou des pertes certaines appropriées, les exposant à des chocs dont les conséquences pourraient quelquefois être dramatiques pour la soutenabilité et la viabilité de leurs activités.

L'EERP peut également contribuer aux conclusions des missions de due diligences généralement recommandées par des holdings qui désirent réaliser des investissements transfrontaliers tels que les projets Greenfield, les F & A, les investissements de portefeuille, les liens capitalistiques et contractuels (contrats de sous-traitance, licence de production, etc.). En général, ces due diligences se limitent seulement à l'analyse des grands équilibres financiers et de l'endettement, à l'évaluation des perspectives commerciales ainsi qu'aux contentieux juridiques d'une entreprise.

Le cadre sectoriel, selon la nature de la demande, devrait figurer au centre des préoccupations de l'analyste. Il s'agit, par exemple, de la volonté d'une société immobilière d'investir dans les projets de construction des logements sociaux, l'ouverture des filiales des institutions financières, des surfaces commerciales dans des pays autres que celui de l'investisseur, l'acquisition des

³ Banque des Règlements Internationaux.

titres publics émis par un État, etc. Aussi, l'étude peut être réalisée par un cabinet d'études pour des contrats de partenariat public-privé (PPP) dans les domaines du transport, de l'énergie, de l'hydraulique, des travaux de génie civil, etc.

Étant l'un des métiers les plus spécialisés des économistes, l'EERP est utilisée quotidiennement par les institutions et organisations qui s'intéressent aux questionnements liés à la prise de décision dans

1.2 LES PRINCIPAUX ACTEURS DU RISQUE PAYS

Depuis les années quatre-vingt, la planète financière est animée par plusieurs acteurs. Ces acteurs sont des intermédiaires financiers, mais aussi des créanciers ou investisseurs qui ont vocation à placer leurs capitaux sur des marchés autres que ceux de leur pays d'origine afin de maximiser leur rendement auprès des entités étrangères débitrices, à savoir les demandeurs de capitaux appelés emprunteurs. Il existe quatre acteurs principaux. Les premiers sont généralement les institutions financières telles que les banques auprès desquelles sont généralement logés les opérateurs clés des marchés financiers internationaux (MFI), les fonds d'investissement, les fonds souverains, les fonds de pension, les agences de développement, les compagnies d'assurance, les multinationales, etc. Ces investisseurs ou prêteurs sont les preneurs de risques souverains. Ils sont exposés à une multitude de risques (risques de crédit, risques financiers, risques industriels, risques exports, etc.). Les seconds acteurs peuvent être les États, les collectivités territoriales, les entreprises publiques ou privées et les filiales des grands groupes étrangers. Certes, en dépit de la performance de la gestion des finances publiques (GFP) et de la solidité des valeurs financières des

le monde financier. En d'autres termes, elle met en avant la notation financière des pays dont les orientations précèdent la prise de décision dans le monde financier.

La suite de cette première partie va s'appuyer sur la connaissance des principaux acteurs du risque pays (*i*) et l'importance des données statistiques comme esquisse de l'EERP (*ii*).

entreprises, la fragilité de ces émetteurs souverains peut provenir des effets de l'emballement lié aux tensions transfrontalières. En outre, elle peut prendre sa source dans la fluctuation (dépréciation ou appréciation) de la devise dans laquelle le marché a été conclu, dans la vulnérabilité ou la dépendance économique du pays emprunteur envers le marché international ou dans un changement brutal et violent de l'environnement politique. Les troisièmes acteurs qui interviennent dans toute opération financière internationale sont les instruments financiers utilisés par les intermédiaires financiers pour transmettre les capitaux. Ces outils financiers peuvent être la dette, les opérations de change à terme ou au comptant, les prises de participation dans l'actionariat d'une firme étrangère (*blues chips, mid-cap, small-cap, etc.*), les investissements directs étrangers (IDE), la restructuration du capital restant dû des emprunts (rééchelonnement, délais de paiements, etc.). Enfin, les quatrièmes acteurs sont les intermédiaires financiers, notamment les banques commerciales, banques d'investissement, banques de développement, etc. Ils sont chargés d'assurer la gestion du risque et de faciliter l'interrelation entre les différents acteurs.

1.3 LES STATISTIQUES COMME ÉLÉMENTS DÉCLENCHEURS DE L'EERP

Le questionnement sur la disponibilité des données utiles et pertinentes est l'un des enjeux majeurs de l'EERP. À cet égard, le détonateur de toute analyse du risque pays passe par l'accès aux informations statistiques. L'économiste en charge de l'évaluation du risque pays peut s'appuyer sur plusieurs sources d'informations. Celles-ci peuvent provenir des rapports et *Data Warehouses* internationaux et nationaux recueillant des données

variées et hétérogènes permettant de fortifier l'analyse et d'aider les principaux acteurs dans le processus de prise de décision. En ce qui concerne les sources internationales, l'analyste peut se servir d'une large gamme de statistiques macroéconomiques, financières, sociales et des indices de gouvernance. Ces données sont consolidées et mises en ligne par les organisations et institutions internationales telles que la Banque

mondiale, le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), l'Organisation mondiale du commerce (OMC), la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED), l'Organisation internationale du travail (OIT), etc. Il peut, par ailleurs, se servir des informations des structures régionales comme Eurostat, les bases de données économiques et financières de la Banque centrale des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO), de l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (ASEAN) ou des structures privées telles que Statista. Les notations des agences spécialisées comme Fitch Ratings, Moody's, Standard & Poor's (S&P), Bloomfield Investment Corporation, les conclusions du FMI sur les perspectives économiques dans « Perspectives de l'économie mondiale », l'évolution des finances publiques dans « Fiscal Monitor » et les marchés financiers dans le « Rapport sur la stabilité financière », les rapports sur l'analyse du cadre de viabilité de la dette publique élaborés conjointement par le FMI et la Banque mondiale ainsi que ceux produits par les départements des finances publiques ou encore les Caisses autonomes d'amortissement (CAA) sont, par ailleurs, des sources indispensables des statistiques et des points circonstanciés à mettre à profit. D'autres sources d'informations ad hoc sont les bulletins de la BRI sur les engagements bancaires souverains. Ils pourraient apporter des informations sur le niveau des prêts octroyés à chaque pays par les banques internationales. L'exploitation des rapports PEFA⁴ pourrait contribuer à apprécier la performance de la GFP du pays. Plusieurs parties prenantes interviennent dans la mission et la production desdits rapports. Cela leur confère une certaine crédibilité. Il s'agit des ministères des Finances, de l'Économie et

de la Planification du développement, des autres ministères sectoriels, des organes et institutions de contrôle de l'État comme la Cour des comptes, la Commission Finance et Économie du parlement, la société civile, le secteur privé, les *corporates* et agences publiques, les partenaires techniques et financiers (PTF) comme l'Union européenne, la Banque mondiale, la Banque africaine de développement, le PNUD, le FMI, etc. La notation sur la gouvernance globale de plusieurs pays est produite chaque année avec les World Governance Indicators (WGI) proposés par le World Bank Institute (WBI). Elle est évaluée sur une échelle de 0 à 1 et concerne six indicateurs comportant chacun de multiples indices provenant de sources nationales et internationales. De même, les analystes peuvent se servir des études conjoncturelles produites par les banques et établissements financiers agréés en qualité de « Spécialiste en Valeur du Trésor » ou SVT. À ce sujet, ces institutions ont le monopole de la souscription des titres publics sur les marchés primaires. Elles animent les marchés secondaires et conseillent quelques fois les Trésors publics dans leur politique d'émission des titres publics. Elles sont généralement dotées de structures adéquates correspondant à leurs activités de *front* (négociations), *middle* (gestion des risques) et *back-office* (opérations post-marché). Aussi, la note sur le risque pays pourrait être complétée par l'exploitation des rapports sectoriels et des documents de travail sur l'environnement économique et des affaires produits périodiquement par les patronats ou les associations et groupements d'entreprises nationales. Ce sont autant de sources⁵ d'informations, parmi tant d'autres d'ailleurs, qui pourraient contribuer à élaborer une fiche d'analyse pertinente et évocatrice pour les investisseurs.

Les réflexions et enjeux sous-jacents relatifs à l'évaluation des prévisions et scénarios économiques des émetteurs souverains, les méthodes utilisées par les apporteurs de capitaux pour évaluer le risque probable d'un défaut de paiement ou du non-respect d'obligations contractées par les émetteurs en contexte

international, peuvent s'appuyer sur des études économiques et sectorielles. Celles-ci peuvent être rétrospectives et/ou prospectives. Elles concernent les indicateurs socioéconomiques et sécuritaires du pays emprunteur ou de ses agents économiques qui ont besoin de financement extérieur pour consolider ou développer leurs activités.

⁴ Public Expenditure and Financial Accountability ou Dépense Publique et Responsabilité Financière (<https://www.pefa.org/>)

⁵ Voir rubrique *Data Warehouse* utiles (p.33).

II. LE CADRE SPÉCIFIQUE : L'APPROCHE D'UNE NOTE DE RISQUE PAYS ET LE COMITÉ DE DÉCISION

L'analyste doit se mettre dans la situation où il est appelé à rédiger une fiche respectant les normes de l'institution dans laquelle il exerce. Celle-ci est destinée à des décideurs économiques et financiers comme les membres des comités stratégiques des banques, des industries d'assurance, des multinationales ou des principales places financières (New York, Londres, Hong Kong, Paris, Amsterdam, etc.). Pour une répartition efficace des responsabilités au sein de ces comités, les fonctions commerciales et celles de fixation des limites par pays sont généralement séparées. Les études menées conduiront à financer ou non le projet. Elles permettront aussi aux membres desdits

comités directeurs et quelques fois aux administrateurs de décider des limites effectives et de l'ampleur des actifs financiers (prêts, placements, acceptations, titres, etc.) à injecter et à ventiler dans le pays ayant exprimé des besoins de financement extérieur.

La rédaction de la note de synthèse sur l'EERP requiert deux principaux types d'entrées. Il s'agit, d'une part, des réflexions sur la forme (i) et, d'autre part, de la perception de l'articulation des mesures économiques, financières et sociopolitiques usuelles comme question de fond (ii).

2.1 LA FORME : PRÉSENTATION DE LA NOTE D'EERP

Deux pages d'analyse (ni plus ni moins) suffiront largement. Il s'agit d'un raisonnement synthétique, élagué et produit à partir d'une analyse argumentée sur les risques à prédire dans le pays au cours d'une période à venir. À ces pages, qui sont perceptibles en un coup d'œil, sera rajoutée une dernière. Celle-ci présentera les sources des données que l'économiste risque pays a utilisées pour étayer sa note de synthèse. Au tout début d'une fiche d'EERP, il est important de faire ressortir dans le « chapeau », les principales lignes de l'analyse. Dans le jargon des rédactions, le « chapeau » représente les quatre ou huit premières lignes de l'analyse. Celles-ci ne sont pas une introduction. Cependant, c'est bien à ce niveau que se trouvent les résumés des principales analyses ou de ce qui va être dit dans la suite. À titre d'exemple, on pourra regarder les fiches pays de BNP Paribas proposées dans la rubrique « Emerging » du menu Publications (<https://economic-research.bnpparibas.com/Views/InterHomeView.aspx?Lang=fr-FR>). Dans cette note de synthèse, les annexes n'ont pas de place. Les tableaux et graphiques pourraient être utiles, mais ils ne sont pas obligatoires. S'ils sont présentés, ils doivent être commentés.

Au terme de ce paragraphe, l'économiste risque pays, dont la mission principale est d'évaluer la solidité des principaux paramètres économiques, des politiques économiques et des dispositifs institutionnels afin de prévenir d'un danger possible, ne doit pas perdre de vue la nature de ses interlocuteurs qui connaissent déjà l'environnement général du pays ayant exprimé un besoin de financement. Pour ce faire, il n'est pas utile de spécifier la forme d'organisation politique du pays (république, royaume, etc.). Néanmoins, lorsqu'un nom de personne ou un sigle est cité, il faut le restituer (parti politique, association, président de la République, etc.). Il doit aussi garder à l'esprit que les membres du comité stratégique sont pressés et veulent de « l'efficace ». Ils savent que s'ils ont besoin d'informations complémentaires afin d'infléchir ou de renforcer leurs opinions, ils retourneront vers l'économiste risque pays. Ainsi, son rôle est de rappeler sur deux pages maximum son analyse de la situation financière, économique et environnementale du pays.

2.2 LE FOND : LES INDICATEURS ÉCONOMIQUES EN LIEN AVEC LES ATTENTES DES DÉCIDEURS

Bien que les variables économiques et financières soient modélisées par les organismes nationaux et internationaux dument recommandés, les prévisions économiques n'ont jamais été une science exacte. Des *output gaps* sont généralement

constatés entre la réalité et les prévisions des politiques des finances publiques (accroissement des ressources, maîtrise des dépenses, financement de l'endettement). Ainsi, il n'en demeure pas moins que l'opinion de l'économiste risque pays est

indispensable sur la tendance des données rétrospectives et prospectives, car l'enjeu est d'une importance capitale pour les investisseurs. Il s'agit en fait pour l'analyste risque pays de disséquer la capacité prédictive desdits ordres de grandeurs officiels doublée par celle de la cohérence intersectorielle entre les principaux secteurs macroéconomiques (secteur réel, secteur extérieur, secteur monétaire, secteur public ou tableau des opérations financières de l'État (TOFE)). Il est important de noter que l'analyste risque pays n'a pas la capacité d'interférer dans les choix des politiques économiques et budgétaires du pays ayant exprimé des besoins de ressources additionnelles. Cependant, l'analyse des agrégats macroéconomiques et financiers lui permet

d'apprécier la pertinence de la viabilité des relations entre les indicateurs économiques. Elle lui permet aussi de tirer des conclusions essentielles à partir des bases raisonnables sur les variations structurelles de l'économie et celles du patrimoine des administrations publiques (AP) du pays.

Dans une perspective d'enjeux entourant l'EERP pour les investisseurs, il est devenu impératif pour l'analyste risque pays de se faire son propre avis sur l'interrelation des indicateurs clés de l'économie du pays de manière générale (i) avant d'émettre un jugement sur d'autres variables aussi pertinentes et qui sont en lien avec les attentes des investisseurs en particulier (ii).

2.2.1 L'INTERRELATION DES VARIABLES DE LA PROGRAMMATION FINANCIÈRE ET L'ANALYSE DE L'ÉVOLUTION DE L'INFLATION

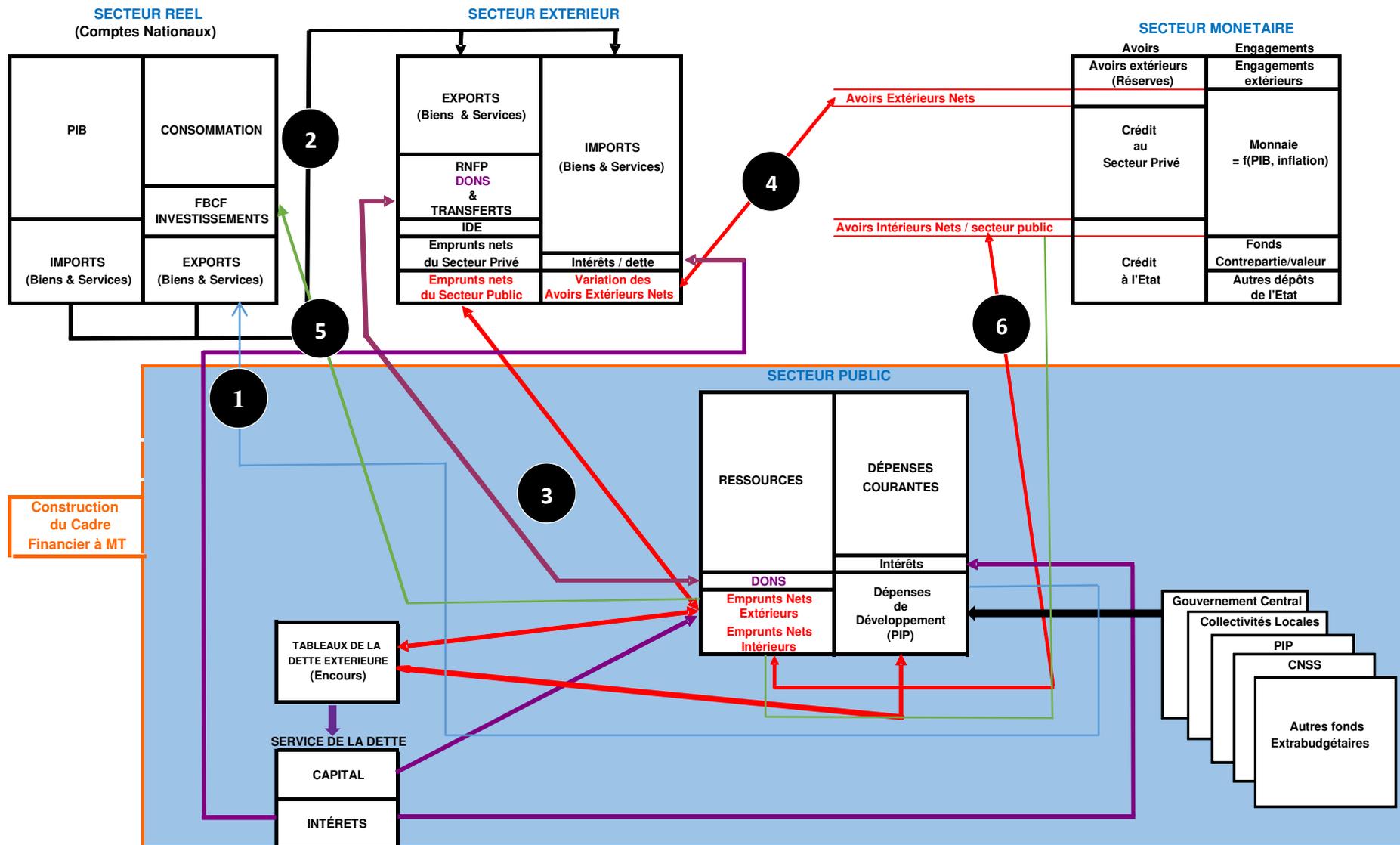
La programmation financière permet de modéliser la soutenabilité à moyen terme des politiques budgétaires, monétaires, de taux de change et d'endettement d'un pays. Dans le contexte de l'EERP, elle permet de faire l'analyse diagnostique d'une économie et vise, en économie internationale (échanges commerciaux internationaux, financement international, etc.), à apprécier les règles budgétaires permettant d'assurer la viabilité

et la solvabilité des variables économiques et financières d'un État. En recourant aux évaluations approfondies des critères de performance d'un pays, ces travaux ont aussi pour vocation de montrer les effets de contagion d'un choc sur l'économie, du fait de l'interconnexion des comptes macro, avec en prime un regard particulier sur la stabilité du secteur extérieur relativement aux opérations souveraines.

La figure 1 ci-dessous et l'exposé qui suit sont destinés à montrer les liens ⁶ très forts entre le secteur réel (marchés de biens et services, facteurs de production (travail, capital, entrepreneurs, terre, etc.)) et les autres secteurs (secteur extérieur, secteur monétaire et secteur public) d'une économie nationale. Ils permettent aussi de mesurer l'impact de la politique monétaire sur la situation monétaire (actifs financiers) et la balance des paiements (BdP) qui centralise les mouvements des capitaux avec l'extérieur.

⁶ D'après le FMI, il existe six principaux liens et vingt-et-un (21) liens comptables entre les comptes macroéconomiques.

Figure 1 : Cadre de la programmation financière de l'État



Source : D'après le FMI.

● Les interrelations sectorielles

2.2.1.1 LE SECTEUR RÉEL ET LA CROISSANCE

Le secteur réel de l'économie repose sur la production des activités économiques matérielles (biens) ou immatérielles (services). L'évolution de cette production qui n'intègre pas les opérations des marchés financiers dépend de celle des déterminants endogènes et des connaissances du marché international. Les tendances passées et la projection du « PIB ressources » émanent du secteur primaire, des industries et du tertiaire. Toute l'architecture de la viabilité ou de la faiblesse de l'économie d'un pays repose sur le dynamisme ou non des consommateurs et producteurs du secteur réel. Ce secteur est animé par les agents économiques tels que l'État (administrations publiques), les sociétés privées, les ménages, les entreprises étrangères produisant des biens échangeables et non échangeables (importations, exportations des biens et services) et relevant du secteur extérieur, et les institutions financières du système financier intérieur et extérieur assurant les transactions financières entrantes et sortantes du secteur monétaire. Les données issues des enquêtes effectuées auprès des agents économiques visent à faire des estimations conjoncturelles et simuler le taux de croissance réelle du PIB aux coûts des facteurs. Elles permettent ensuite à l'Administration centrale de prélever et modéliser les variables des ressources (impôts et taxes) de l'État afin de ressortir le PIB aux prix du marché.

De fortes interdépendances existent entre le secteur réel et les secteurs public et extérieur. En ce

2.2.1.2 LE SECTEUR EXTÉRIEUR

La BdP décrit, en termes financiers, les flux échangés entre un pays et l'extérieur et comprend la balance courante et la balance des capitaux. La première décrit un caractère définitif des flux réels. Il s'agit, au sens où on l'entend habituellement, des X et M de biens et de services appelés services non facteurs et facteurs. Elle comprend aussi les transferts sans contreparties que sont les dons (projets, programmes, etc.) et les remboursements des intérêts des emprunts. Une balance des transactions courantes négative signifie que la consommation est plus élevée que le revenu des X et que l'État vit au-dessus de ses capacités réelles. Il peut aussi s'agir de variables exogènes marquées par

qui concerne le secteur réel et le secteur public (**Lien 1**), les relations se font à travers la consommation finale des administrations publiques (CFAP), c'est-à-dire les charges des biens et services, les traitements et salaires, les transactions des comptes nationaux et les charges des comptes budgétaires. La formation brute du capital fixe (FBCF) et l'investissement public du secteur réel sont liés aux transactions sur actifs non financiers du secteur du gouvernement. Des différences sont généralement décelées entre ces postes. Dans les comptes nationaux du secteur réel, les données sont généralement comptabilisées en droits constatés, tandis que, dans le TOFE, elles sont enregistrées en base caisse. Des rapprochements entre les deux comptes sont nécessaires afin d'éliminer les sources desdits écarts. En ce qui concerne le secteur réel et le secteur extérieur (**Lien 2**), les liens intersectoriels s'établissent par le biais des relations entre les exportations (X) et importations (M) de biens et services des comptes nationaux et celles du compte des transactions courantes de la BdP. Tout comme les premiers liens, des différences peuvent apparaître entre ces deux agrégats. En effet, les X et M du secteur réel sont comptabilisées en monnaie locale, alors que celles du secteur extérieur se font en devises étrangères (essentiellement en dollars US), d'où l'intérêt du poste « Erreurs et omissions ». Par ailleurs, ces écarts peuvent provenir de différentes sources et de différences de classification ou encore des systèmes de comptabilisation qui se font en base caisse ou en base de droits constatés.

une augmentation des coûts des M et/ou de variables endogènes comme la hausse de l'absorption (consommation et investissement). La seconde décrit, quant à elle, les flux de financement à moyen et long terme tels que les emprunts et prêts et leurs remboursements en principal ainsi que les IDE entrants et sortants. Les intérêts, dividendes (rémunération du capital) reçus et payés ainsi que les revenus du travail des émigrés ou immigrés, autrement dit les revenus nets des facteurs de production (RNFP), sont « au-dessus de la ligne », c'est-à-dire qu'ils sont imputés dans la balance courante. La somme de la balance courante et de la balance des capitaux donne le « Solde global ».

Celui-ci devrait correspondre à la variation des avoirs de réserves⁷, l'un des précieux indicateurs du secteur monétaire. Si le solde global est positif, cela signifie que les financements extérieurs nets (la balance des capitaux) couvrent largement le déficit courant et que la situation nette du pays (ses réserves nettes et ses engagements à court terme) va s'améliorer. S'il est négatif, cela signifie que les financements sont insuffisants et que le pays va puiser dans ses réserves.

Ainsi, pour redresser le déficit de la BdP, l'État a le choix entre les politiques dites d'ajustement structurel et celles de stabilisation. Les premières consistent à augmenter le PIB ou le produit national brut entendu PNB (PIB + RNFP). Elles sont difficiles à réaliser et agissent à moyen et long terme. Les secondes visent à diminuer l'absorption, c'est-à-dire la consommation ou la demande intérieure publique. Elles sont plus faciles à réaliser, car, à court terme, l'Administration centrale est maître de ce qu'elle dépense et il lui suffit d'augmenter ses prélèvements fiscaux pour diminuer le revenu disponible des agents du secteur privé. Ce faisant, elle agit directement sur le budget.

De même, des liens solides existent entre le secteur extérieur et le secteur public (**Lien 3**). Ces liens s'établissent entre : les recettes d'exportations, les paiements d'intérêts du service de la dette

2.2.1.3 LE SECTEUR MONÉTAIRE

Encore appelé secteur financier, le secteur monétaire est celui qui permet de fluidifier l'accès aux ressources et en facilite la circulation entre les secteurs économiques. Il sert d'intermédiaire entre les agents qui peuvent prêter, car ils ont un excédent de ressources financières, et ceux qui peuvent emprunter, car ils ont des besoins de ressources. Dans ce contexte, il s'agira par exemple pour l'économiste risque pays, d'analyser le tableau global de l'endettement souverain (toutes les devises étrangères confondues) et des risques de change, des conditions de rapatriements des dividendes des capitaux investis dans le pays par les sociétés mères ou les holdings, etc. En effet, un niveau insoutenable de la dette extérieure d'un pays pourrait ébranler ses grands équilibres économiques et financiers,

étrangère des comptes budgétaires et le compte des transactions courantes de la BdP ; les dons sans contreparties du compte courant du secteur extérieur et ceux des tableaux de projections des flux financiers publics ; les mouvements du compte financier (IDE, investissements de portefeuille, autres investissements extérieurs, etc.) de la BdP et le compte de financement extérieur du TOFE.

Les comptes nationaux sont tenus en monnaie nationale, alors que ceux du secteur extérieur sont comptabilisés en devises étrangères, principalement en dollars US. Cela justifie des écarts de change qui sont imputés au poste « Erreurs et omissions » de la BdP.

En règle générale, si les comptes extérieurs sont excédentaires, ils permettent au pays d'engranger des devises. Si, par contre, le pays est très ouvert sur l'extérieur, ses soldes globaux sont exposés aux dérapages et aux risques récurrents de déficits. À priori, si toutes les recettes d'exportations sont répertoriées, si les importations sont contenues (excédent courant) et si le solde financier est positif, une balance globale devrait rassurer les investisseurs. Néanmoins, en cas de déficit, il est important que celui-ci soit soutenable, c'est-à-dire contenu dans la proportion de 3 % du PIB afin d'être financé, sans trop de difficulté, à moyen et long terme.

l'exposant ainsi à une vulnérabilité et fragilité avec l'extérieur. Les contrats à terme en monnaies étrangères et les créances potentielles telles que les engagements par signature ou les dettes garanties ou avalisées par l'État, constituent des « risques d'acheteur » et doivent être pris en compte dans les analyses. Ces engagements qui présentent une probabilité de rétrocession, devraient, au même titre que les opérations de tirages effectifs de prêts, faire l'objet d'une perception du risque pays. Cette surveillance du niveau de l'endettement du pays émetteur devrait se faire selon les critères de prudence et non en fonction des objectifs commerciaux. Elle devrait permettre d'apprécier et de réviser, dans la mesure du possible, les limites de l'engagement du pays. Il s'agit, par exemple, de

⁷ Balance courante + Balance des capitaux = Solde global = Variation des réserves.

déterminer la pertinence du ratio de solvabilité⁸ de l'émetteur souverain (service de la dette/recettes budgétaires) exprimé en pourcentage, en comparaison de la norme requise de 20 %. Une évaluation des avoirs extérieurs nets (AEN) exprimée par la différence entre les réserves extérieures brutes et les engagements extérieurs à court terme par l'économiste risque pays est fondamentale dans le cadre des opérations souveraines. Elle permet aux investisseurs d'estimer la capacité du pays à faire face à la couverture de ses importations et au règlement de ses services de la dette étrangère à court terme. En règle générale, un bon équilibre de l'approche monétaire de la BdP d'un pays équivaldrait au respect des cibles définies par le FMI. Celles-ci permettent de garantir le seuil minimum⁹, les niveaux confortables¹⁰ et adéquats¹¹ des importations des biens et services ainsi que la couverture extérieure monétaire¹².

Dans le cadre des opérations domestiques ou en monnaie locale, l'appréciation des positions extérieures importe peu. Tout de même, l'économiste risque pays devrait garder à l'esprit la justesse de la position nette du gouvernement (PNG) ou du crédit net à l'État, c'est-à-dire des prêts octroyés par le système bancaire national ou régional (lorsqu'il s'agit d'une Union monétaire telle que les zones CEMAC, UEMOA ou UE) à l'État, déduction faite des dépôts de l'État dans les banques locales ou régionales.

Les soldes des AEN et de la PNG peuvent être négatifs. Dans ce cas de figure, il apparaît fort plausible que, pour financer les besoins de l'État et assurer la couverture des importations et du service de la dette, l'Administration centrale fasse appel à l'endettement extérieur ou intérieur. En cas de déficits prolongés, le besoin de financement deviendrait donc chronique et l'Administration centrale enregistrerait un cumul d'arriérés. Cela entraînerait un excès de recours de l'État au financement monétaire intérieur et/ou extérieur

conduisant inévitablement à un risque de surchauffe des prix à la consommation, à un profond creusement des réserves et à un effet d'éviction des autres agents économiques (ménages, entreprises privées), car les possibilités de financement du secteur productif se trouveraient limitées. Un accès contraignant des agents économiques aux devises ne pourrait éliminer l'excès de monnaie locale ou régionale dans le circuit économique, et une création disproportionnée de la monnaie (crédits, émission monétaire, circulation fiduciaire, etc.) favoriserait l'inflation, une dépréciation de la valeur de la monnaie et du taux de couverture extérieure monétaire.

Un excellent moyen de protéger les réserves de devises sans restreindre les échanges entre un pays et le reste du monde consiste à plafonner les avoirs intérieurs nets (AIN) en limitant la création monétaire, autrement dit la distribution du crédit à l'économie quel qu'en soit le bénéficiaire (crédits nets à l'État et/ou crédits au secteur non-État). En plus de l'inflation qu'elle peut occasionner dans le pays, rappelons qu'une hausse de la masse monétaire peut aussi financer le secteur non résident. De même, dans l'optique de reconstituer le niveau des réserves extérieures, le financement extérieur (quotes-parts des droits de tirage spéciaux (DTS), facilité élargie du crédit (FEC), autres concours du FMI, de la Banque mondiale, levées de fonds sur les marchés de capitaux, interventions des fonds d'investissement, etc.) est l'une des sources adéquates si les indicateurs macroéconomiques et financiers ainsi que l'environnement politique du pays le permettent. Toutefois, en fonction des objectifs recherchés, l'AP peut limiter les tirages sur les emprunts souverains reçus ainsi que sur ceux des entreprises publiques garantis par l'État, en faisant ce que l'on appelle la stérilisation¹³. En outre, pour reconstituer les réserves de change, la Banque centrale peut influencer la masse monétaire, en activant l'un des leviers des opérations d'*open*

⁸ En finance publique, il s'agit d'un indicateur qui permet de simuler la capacité d'un État à faire face à ses engagements à terme. En finance privée, il vise à apprécier la santé financière de l'entreprise en rapportant ses capitaux propres à la totalité de son passif, le tout exprimé en pourcentage. Tout comme en finance publique, un indicateur de 20% en finance d'entreprise est suffisant. Convient-il de noter que le ratio de solvabilité se diffère de celui de la liquidité. Ainsi, la solvabilité mesure la capacité de remboursement des dettes tant de l'État que des entreprises à long terme tandis que la liquidité fait référence à la contenance de la couverture des dettes souveraines et/ou des firmes du secteur privé à court terme.

⁹ Couverture des importations = AOR/Importations des biens et services doit être supérieure à 3 mois.

¹⁰ Le niveau confortable correspond à la couverture de 5 mois d'importations des biens et services.

¹¹ Le niveau adéquat représente la couverture de 5 mois d'importations des biens et services + le service de la dette souveraine.

¹² Taux de couverture extérieure monétaire = AOR/engagements extérieurs x 100 doit être supérieur à 20%.

¹³ C'est le fait pour l'État de solliciter un concours financier plus élevé que le montant de ses besoins réels. Il conserve l'excédent sur ses comptes de dépôts à la Banque centrale.

market qui consistent à vendre les titres émis par l'État ou par elle-même, augmenter les réserves obligatoires et réduire les prêts aux banques.

Les interrelations du secteur monétaire avec le secteur extérieur (**Lien 4**) sont aussi très fortes, car les AEN de la Banque centrale et des autres institutions de dépôts (AID) sont en étroite relation avec la BdP via les opérations financières et en capital. Les variations de changes peuvent apparaître entre les deux agrégats, car les financements extérieurs peuvent être émis en devises flottantes alors que les comptes des avoirs officiels de change (AOC) sont tenus dans une autre devise. Cela va impacter le poste « Erreurs et omissions ». Il existe également une double relation de comportement

2.2.1.4 LE SECTEUR PUBLIC

Indispensable pour la compréhension de l'ensemble des autres secteurs, le secteur public ou secteur du gouvernement est mis en relief dans le tableau de synthèse des flux financiers encore appelé TOFE. Il joue un rôle moteur dans la collecte des ressources fiscales et non fiscales, des redevances, des cotisations sociales, des taxes sur le commerce extérieur, des emprunts, des dons et subventions reçus dans un cadre bilatéral et/ou multilatéral, etc. Aussi, il assure la redistribution des revenus collectés à travers les opérations de transferts (les rémunérations des salaires des fonctionnaires et agents de l'État, la production des biens et services publics non marchands, le financement des actifs non financiers (investissements publics), le service de la dette (principal et intérêts) relativement aux engagements vis-à-vis des investisseurs et bailleurs, les dons et subventions versés, les prestations sociales, etc.). Il s'agit pour l'analyste risque pays d'apprécier l'impact de l'évolution du secteur réel sur la progression des ressources de l'État. Celles-ci étant basées sur la croissance du revenu, c'est-à-dire la production ou le PIB à prix courants, leur stagnation ou repli marque une déperdition des recettes fiscalodouanières, donc un faible taux de pression fiscale (recettes fiscales/PIB en pourcentage). Cette faiblesse est généralement due aux évasions fiscales telles que les fraudes, les contrebandes, les multiples

entre, d'une part, le secteur monétaire et le secteur public et, d'autre part, le secteur monétaire et le secteur réel (**Lien 5**). En effet, les AIN du secteur monétaire sont liés au secteur public à travers des crédits nets aux AP et au secteur réel via les crédits consentis aux autres secteurs économiques intérieurs (primaire, secondaire, tertiaire). Ce faisant, le dynamisme du secteur monétaire contribue à la croissance du PIB grâce au financement de l'absorption (investissement et consommation) tant de l'État que des agents intervenant dans le secteur privé (entreprises et ménages). Bien entendu, cette intervention du système financier doit être régulée afin de contenir la croissance des prix et de protéger les AOC.

conventions fiscales et douanières accordées aux agents économiques par l'Administration centrale, à la faiblesse de l'écosystème entrepreneurial, au poids dominant du secteur informel dans l'économie du pays, etc. Dans la perspective d'une garantie de la couverture du service de la dette, le taux des ressources stables (production interne), rapportées aux ressources globales, comparé à celui des ressources non stables (exportations) est l'un des indicateurs pertinents d'analyse. Un faible poids des ressources stables (TVA, droits d'accises, impôts sur le revenu, droits de douane ou fiscalité de porte, fonciers bâtis, recettes non fiscales, etc.) par rapport aux ressources non stables (recettes sur exportations, emprunts projets/programmes, émissions de titres publics et financements externes) traduirait une extrême fragilité du pays du fait de son exposition aux conséquences des chocs extérieurs. L'inverse marquerait une probabilité réelle de résilience du pays en cas de contraction sur le marché international et du refus des bailleurs d'injecter de la liquidité dans l'économie (appuis budgétaires et financement des projets/programmes).

En outre, l'examen des comptes budgétaires permettra à l'économiste d'apprécier l'évolution à la fois du solde primaire¹⁴, du solde global base engagements¹⁵ et du solde base caisse¹⁶. La position

¹⁴ Il dépend de la capacité des pouvoirs publics en termes de collecte et d'évolution des recettes de l'État (impôts et prélèvements) et de la couverture de leurs dépenses courantes (hors intérêts).

¹⁵ Il s'agit de droits constatés ou base d'enregistrement. Il se manifeste dès le transfert ou la fourniture des biens et services y compris les intérêts échus sur emprunts. Il s'oppose à la notion de base caisse.

¹⁶ On parle de base caisse lorsque les paiements sont réellement effectués.

du solde primaire (recettes propres moins dépenses courantes) permet d'évaluer la viabilité financière de l'émetteur souverain. De même, un résultat négatif du ratio IDE et solde courant pourrait traduire un besoin d'endettement du pays.

Aussi, en cas de double déficit, c'est-à-dire de déséquilibre du solde courant et du solde budgétaire, les AP peuvent se servir des sources internes (utilisation des instruments financiers de la Banque centrale, des banques publiques et privées, mobilisation des ressources sur les marchés de capitaux domestiques) et/ou sources externes (emprunts FMI, Banque mondiale, marchés de capitaux internationaux, etc.) pour couvrir leur gap de financement. Malgré cela, il convient de noter qu'il n'existe pas de structure idéale, car, en cas de « deux gaps¹⁷ », certains pays tels que l'Allemagne et le Japon, bien qu'ayant de très forts déficits budgétaires, mènent des politiques économiques et budgétaires basées en priorité sur un financement intérieur. Ces politiques budgétaires permettent à ces pays de réduire leur déficit extérieur, voire de rendre leur solde courant positif.

Pour des besoins analytiques, l'analyste risque pays doit garder à l'esprit que pour réduire le déficit extérieur (courant), l'État devrait réduire le

2.2.1.5 L'INFLATION

La prise en compte de la gestion des politiques inflationnistes s'insère aussi en première place dans l'analyse du risque pays, car une surchauffe des prix des biens et services sur les marchés nationaux et internationaux peut occasionner des tensions au niveau des marchés financiers. À ce propos, les apporteurs d'affaires (traders ou cambistes) et les gestionnaires de portefeuille de titres savent qu'une inflation non maîtrisée peut entamer la rentabilité des opérations financières et exposer les investisseurs à des risques de compétitivité. Contrairement à toute attente, l'augmentation des prix va produire un effet inverse sur le chiffre d'affaires (faible consommation des agents économiques, car les revenus des consommateurs n'évoluent pas dans la même proportion que la flambée des prix) et sur la

déficit public en limitant ses dépenses publiques (biens et services, investissements publics) et contenir les hausses de salaires. C'est ce que l'on appelle l'approche des « deux gaps ». En outre, l'Administration centrale peut relever les taux de pression fiscale, en interférant soit sur l'accroissement des prélèvements fiscaux (performance des services fiscaux), soit sur l'élargissement de l'assiette fiscale (modification du nombre de biens et services à taxer), soit sur la revalorisation des taux de taxation des bases imposables initiales.

En plus du secteur extérieur, des liens forts existent également entre le secteur public et le secteur monétaire (**Lien 6**). Ces relations s'établissent à travers le financement des créances nettes sur l'État (secteur public) par le système bancaire intérieur (Banque centrale et AID) et les mouvements de capitaux vis-à-vis de l'extérieur. Libellées en monnaie nationale, ces transactions ne devraient pas faire apparaître des différences de données. Si des écarts sont constatés, ils peuvent provenir des réévaluations des statistiques tenues par les institutions bancaires nationales ou régionales et des créances des établissements publics garanties par l'Administration centrale.

rentabilité des investisseurs (baisse du chiffre d'affaires, renchérissement du coût des facteurs de production et augmentation du taux directeur par la Banque centrale pour contenir les effets inflationnistes). Ceci étant, la baisse de ces deux variables (chiffre d'affaires et résultats) va entraîner celle de la valeur des actions et réduire *in fine* celle des prédictions des flux des *cash-flows* et des dividendes par action, donc du pouvoir d'achat des investisseurs.

Par ailleurs, une forte inflation pourrait entraîner, une augmentation des primes de risque. Cela constituerait un fait négatif pour les émetteurs des titres, car le loyer de l'argent sera plus onéreux. Toutefois, pour les obligations émises ou souscrites bien avant la surchauffe des prix à la consommation, le décalage comparatif de taux (taux de rendement

¹⁷ Encore appelé déficit jumeaux, il s'agit du déficit courant et du déficit budgétaire.

inférieur au taux d'inflation) va entraîner une dégradation de la rentabilité du portefeuille des titres détenus. Pour éviter des pertes futures liées à l'inflation, les investisseurs pourraient indiquer dans les conventions de financement, le facteur évolutif du taux des coupons de remboursement des titres, c'est-à-dire l'indexer à échéance, sur celui de l'indice des prix à la consommation (IPC) ou du taux de base bancaire de la Banque centrale du lieu de souscription.

En résumé, l'économie est une immense mécanique dont les variables sont en relations permanentes. Un profond regard sur les séries temporelles de la programmation financière permet

de mieux rendre compte de la réalité économique et des interrelations entre les quatre principaux secteurs macroéconomiques (réel, extérieur, monétaire et budgétaire) d'un pays. Ainsi, nous savons que le niveau du déficit des finances publiques peut avoir des effets majeurs sur l'économie. Nous savons aussi que le niveau du même déficit des finances publiques peut avoir un effet important sur l'inflation, l'activité, la production, etc., et que le mode de financement du déficit n'est pas neutre. Projetés pour boucler le TOFE, les besoins d'endettement additionnel doivent tenir compte des évolutions de l'encours de la dette publique et des capacités de mobilisation des ressources de l'État.

2.2.2 AUTRES VARIABLES PERTINENTES EN LIEN AVEC LES ATTENTES DES DÉCIDEURS

Dans son approche, l'analyste risque pays aborde les indicateurs économiques et financiers et étaye plusieurs autres volets. Il s'agit, par exemple, de la sphère sociopolitique et de l'environnement des affaires en général. Aussi, il pourrait montrer l'intérêt des tendances d'autres agrégats comme les investissements, l'épargne, les ressources naturelles, etc.

Le volet sociopolitique, quant à lui, concerne la croissance de la population, les indicateurs du développement humain, le taux de chômage, la gouvernance, l'état de droit et la stabilité du pays. Il pourrait s'étaler sur les questions d'ordre sociétal, sécuritaire (conflits internes ou frontaliers, qualité des relations du pays avec les États voisins), la politique extérieure du pays dans les enjeux géopolitiques et les relations internationales. En effet, une instabilité peut rapidement se transformer en crise et obliger les apporteurs de capitaux à faire des provisions, détériorant ainsi la qualité de leurs actifs financiers, les rendant non performants. En outre, le diagnostic du secteur bancaire permettrait d'évaluer la solidité du secteur (volume des prêts accordés par rapport aux dépôts, provisions pour créances douteuses et litigieuses, etc.).

Il s'agit de toute une série d'indicateurs pertinents et utiles, mobilisés par l'économiste risque pays pour dresser la cartographie des risques, faire la quantification d'un pays et analyser sa croissance et son processus de développement.

Les économistes Kaminsky et Reinhart (1999) ont, dans leur livrable sur les crises de change, utilisé des indicateurs qui pourraient aider à analyser les grandeurs macroéconomiques et diagnostiquer la viabilité d'un pays (cf. annexe I).

L'économiste risque pays organisera son travail selon ce qui est lié au pays et selon l'importance du sujet à traiter. Il n'aura pas besoin de rappeler dans sa note tous les éléments cités ci-dessus. Ainsi, dans l'optique de soutenir son développement et son argumentation, il abordera chacun d'eux selon leur niveau de pertinence en liaison avec l'objet de l'étude.

Enfin, il faut noter que l'analyste ne prend pas position sur le sujet. Il ne lui revient pas de dire par exemple que les agents à capacité de financement doivent investir ou non dans le pays ayant exprimé des besoins de financement. La sentence finale n'est pas de son ressort. Il appartiendra au comité spécialisé d'en tirer les conclusions qui s'imposent. À ce titre, le rôle de l'analyste est de donner un avis motivé sur le pays, en lui attribuant un *rating* selon le plan de *scoring* propre à l'institution. À défaut, il s'appuiera sur les grilles de notation des agences spécialisées, car, en risque pays, c'est la note globale qui résume la situation d'un pays. Cette notation, n'est que le résultat d'un processus d'analyse. Elle permet d'apprécier l'évolution des perspectives économiques et environnementales probables d'un pays. Elle sert aussi à définir le *spread*, c'est-à-dire la

prime de risque liée au rendement et/ou au coût de l'opération financière. Elle peut être validée ou modulée par le comité stratégique.

2.3 LES INVESTISSEURS ET L'OPTIMALITÉ DE L'APPROCHE DE LA PRISE DE DÉCISION

L'organisation et la dénomination des comités de décision sont propres à chaque établissement. Il n'existe pas de processus unique. Quoi qu'il en soit, les normes et principes restent fondamentalement identiques. En effet, l'implication ou non dans un projet sur les MFI ainsi qu'au sein des institutions financières ou des entreprises transfrontalières permet une fois de plus de cerner l'importance et le poids de l'EERP. De manière générale, dans ces structures, pour éviter le phénomène d'aléa moral (être à la fois juge et partie), plusieurs niveaux décisionnaires sont requis. Toutefois, la décision majeure est du ressort du mandataire légal. C'est lui qui signera l'acte d'engagement avec son adjoint ou un autre membre du comité exécutif (principe des quatre yeux)¹⁸. À cette fin, il s'appuie sur ses experts qui sont aussi membres du comité de décision. Il est censé animer les discussions devant conduire à l'arbitrage afin qu'une décision soit prise par consensus, mais en respectant les règles hiérarchiques.

Généralement, entre le moment où une institution est appelée à consacrer (ou non) une partie de ses ressources dans un projet financier, il peut courir des semaines ou des mois, c'est-à-dire un temps assez long. Ce processus de prise de décision regroupe, au sein du comité d'investissement, les apporteurs d'affaires couramment appelés commerciaux, les économistes, les financiers opérationnels, les spécialistes des risques financiers et les juristes. Les premiers ont le plus souvent vocation à persuader l'institution de se lancer dans une opération souveraine. Dès que le comité d'investissement trouve un intérêt probable dans le projet, l'économiste risque pays entre en jeu afin d'aider les autres membres du comité à attribuer un *rating* au pays ayant un besoin de capitaux ou dans lequel les agents économiques ont des besoins de financement.

Les travaux de l'économiste risque pays permettront de soutenir les opinions des membres du comité de limites en vue d'un arbitrage lors de la prise de décision stratégique et d'investissement. En reprenant les travaux de Meunier et Sollogou (2005), nous pouvons noter, dans le tableau figurant à l'annexe II, les principales étapes de la construction d'un diagnostic pays. En outre, l'exposé de l'économiste risque pays devant les autres membres du comité sur la situation économique et sociopolitique du pays est résumé en quelques minutes (deux ou trois). En fonction de la soutenabilité du risque pays et dans le cadre d'un besoin exprimé par un émetteur souverain, le projet peut être approuvé en l'état ou en partie, voire rejeté. Par contre, si le besoin est exprimé par une collectivité territoriale ou un établissement public ou privé et si l'étude du risque pays laisse présager des perspectives prometteuses, les spécialistes des contreparties prennent le relais. Leur mission est d'analyser la solidité des grands équilibres financiers et commerciaux de l'opération ou du projet (les comptes de résultats, les bilans comptables et financiers, l'environnement concurrentiel, la portée et les limites du secteur d'activité, etc.) en vue de proposer un *scoring* devant aboutir à un rejet ou une acceptation, en l'état ou modulée de la demande. Ils sont appuyés dans leur exercice par des spécialistes de suivi du risque qui vont tenter de rapporter le rendement du projet aux risques opérationnels auxquels l'institution est exposée. Ils essayeront d'éviter que trop de ressources financières de l'institution ne soient concentrées dans une même sphère d'activité. Afin de parvenir à un tel résultat, ils mettront en relation la nature du projet et le portefeuille de risques de l'institution, car, en cas de choc conjoncturel dans le secteur, cela pourrait entraîner une détérioration de la valeur de ses actifs. Ils calculeront aussi le profit lié à l'opération. En d'autres termes, la mission des financiers et des spécialistes de risques financiers sera d'essayer de

¹⁸ Il s'agit de renforcer les processus de vérification et de contrôle des engagements financiers afin de ne pas s'exposer aux biais. Pour ce faire, tous les actes engageant les établissements financiers sont

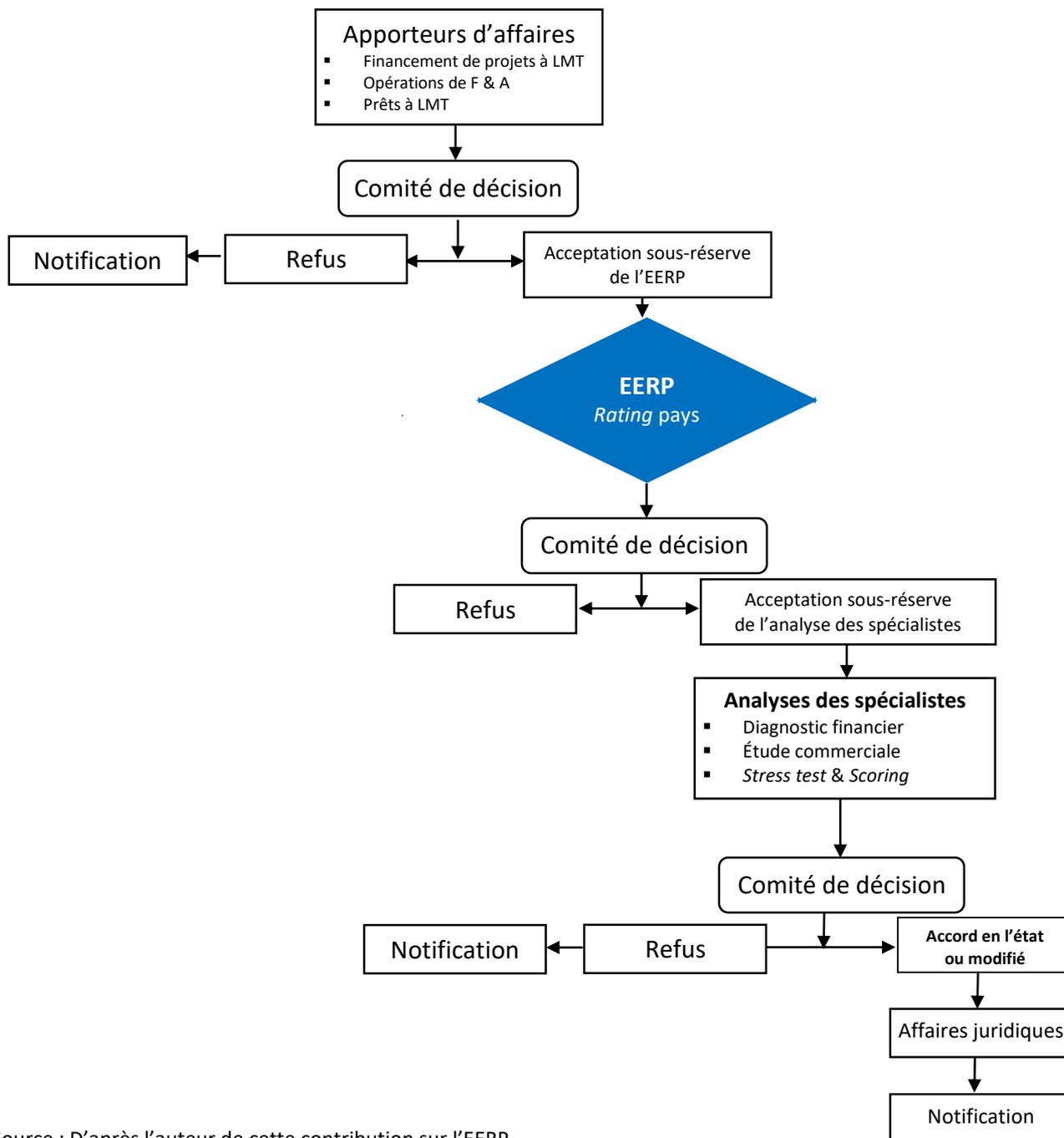
conjointement signés par le mandataire légal et son adjoint ou avec le directeur ou chef de département dont les services ont initié l'opération.

comprendre les facteurs propres aux demandeurs qui pourraient faire déraiper l'opération.

multinationale qui finance des opérations souveraines comme les prêts et investissements (les financements de projets Greenfield ou de F & A et les entrées au capital) à long et moyen terme (LMT).

La figure 2 décrit le processus requis pour une prise de décision dans une banque ou une

Figure 2 : Processus d'approbation des opérations souveraines dans les banques et corporates



Source : D'après l'auteur de cette contribution sur l'EERP.

Dès que tout l'environnement économique et financier ainsi que la réglementation et les garanties juridiques du projet sont ciselés, le comité stratégique regroupant toutes les parties prenantes se réunit au cours d'une réunion formelle pour consacrer ou non une partie des flux financiers de l'institution au financement extérieur.

Sur les MFI, le processus de prise de décision est différent de celui des institutions financières et corporates, car les temps de la décision finale s'expriment en principe en minutes ou en demi-journées. D'ordinaire, et exception faite des opérations de change, bien avant l'expression officielle des besoins par les émetteurs souverains,

La liberté d'intervention d'un opérateur n'est pas totale sur un marché financier. Elle est encadrée par des limites, c'est-à-dire qu'elle est fonction du volume de chaque transaction. En deçà d'un certain montant, le cambiste a les mains libres. Au-delà, il est tenu de se référer à sa hiérarchie. Cette exigence procédurale est aussi valable dans les institutions financières et les *corporates*.

La recherche de l'équilibre entre le rendement et le risque reste l'objectif premier de

toute institution financière, voire des *corporates*. Leurs acteurs ne doivent pas perdre de vue qu'elles ont une mission duale : la rentabilité et la liquidité. La première consiste à faire fructifier les dépôts des clients et les apports des actionnaires, tandis que la seconde devrait assurer, à tout moment, la part qui doit être consacrée aux retraits des déposants et à la couverture des charges d'exploitation. À ce titre, trop de prudence ou de garde-fous limite la croissance de leurs revenus. Par contre, un optimisme non quantifié les expose à des fragilités très probables.

CONCLUSION

Relativement à la nature des questions à traiter, il appartient à l'analyste de savoir comment faire « parler » les indicateurs qu'il a lui-même choisis. Cette EERP qui a les traits d'une note de diagnostic pays, s'appuie entre autres, sur l'évaluation de la dynamique de la croissance, de la structure socio-économique ainsi que des principales tendances (rétrospectives et prospectives) des comptes extérieurs, des finances publiques et des aspects concernant la politique et le secteur monétaires du pays. Dans la mesure du possible, l'analyste peut en outre, aborder les questions transversales telles que la gouvernance, l'environnement politique et social, la sécurité, la fragilité, les ressources naturelles, la démographie, le capital humain et l'employabilité, le changement climatique, la structure du secteur privé en termes de contribution à la création de chaînes de valeur locales, régionales et mondiales, les régimes de l'intégration régionale ou de l'OMC, etc.

Par ailleurs, il importe de noter qu'il n'existe aucun choc qui impacte au même moment tous les secteurs d'activité. Le caractère diffus et les effets d'entraînement de la crise dans un secteur ont généralement des conséquences dans d'autres sphères d'activité. Étant donné toutes ces variables complexes et bien que le risque final d'un financement souverain soit difficile à prédire, la décision d'investir à l'international est en grande partie une affaire de probabilités, d'anticipation, de pari, de jugement, etc. Dans cette incertitude, l'étalon du risque pays peut servir de pilotage

stratégique aux décideurs opérationnels et financiers. Son but ultime est de permettre aux investisseurs d'être résilients en cas de chocs endogènes ou exogènes.

Ceci dit, vu la complexité de la thématique et sachant que l'EERP n'est pas une science exacte, car comportant un degré d'imprévisibilité, donc d'incertitude, la fiche d'analyse risque pays permet tout de même aux investisseurs d'adopter une attitude prudente vis-à-vis des émetteurs souverains. Elle aborde la manière de quantifier et d'évaluer un pays dans le cadre d'un risque afférent à une opération financière au passage d'une frontière. Au-delà des risques habituels liés à la couverture financière d'une opération extérieure, des événements imprévisibles tels que les changements sociopolitiques majeurs, les désastres naturels, les conflits militaires et politiques, les dépressions mondiales peuvent avoir des effets variables sur la qualité du portefeuille des engagements souverains. Ceci dit, faire du risque pays, c'est en réalité faire de l'incertitude pays.

Enfin, reprenant le passage sur les termes spécialisés évoqués dans l'introduction afin de bien mener une EERP, nous avons décidé, pour ceux ou celles qui veulent approfondir leur compréhension sur cette thématique tirée de l'EI et plus loin de la finance internationale, de présenter dans la rubrique suivante, quelques terminologies (non exhaustives) qui reviennent régulièrement dans ce genre d'études économiques et financières.

LEXIQUE

Actifs financiers : c'est l'ensemble des instruments ou des produits financiers entrant dans le cadre de toute opération financière telle que la dette, les actions, les obligations, le change, les placements de fonds, etc.

Actions : ou *equity* en anglais, ce sont des titres de propriété cessibles et négociables, qui donnent à son détenteur le droit d'avoir une fraction des résultats (dividendes), le boni de liquidation et la possibilité de prendre part aux assemblées générales.

Accord de Bâle I : avec la création du Comité de Bâle²⁰ par les pays du G10 en 1974, la réforme Bâle I de 1988 vise à renforcer la stabilité du système bancaire contre les risques de crédit et de marché. Selon l'Accord de Bâle I, ces deux risques doivent être couverts, via le ratio de Cooke²¹ à hauteur de 8% au minimum par les fonds propres.

Accord de Bâle II : tout comme l'Accord de Bâle I, l'outil principal des normes Bâle II de 2004 s'articule autour du renforcement des fonds propres qui doivent couvrir, en plus des risques de crédit et de marché, les risques opérationnels à hauteur de 8% à travers le ratio Mc Donough²². La réforme Bâle II intègre aussi la possibilité pour les institutions financières de recourir aux *ratings* propres à elles ou à défaut, de faire recours à l'évaluation des risques des agences de notation dans le cadre de l'évaluation du risque de crédit. Cette nouvelle approche voulait intégrer, en plus de la grandeur quantitative (valeur totale du crédit distribué), la variable relative à la probabilité de défaut donc de la qualité de l'emprunteur. Ce faisant, Bâle II repose sur trois piliers (Pilier 1 : Niveau minimum exigé de fonds propres – Pilier 2 : Surveillance prudentielle – Pilier 3 : Transparence et discipline du marché) (www.halifaxinitiative.org/fr/content/lexique-de-termes-financiers).

Accord de Bâle III : la réforme Bâle III de 2010 vise à pallier les insuffisances de Bâle II révélées par la crise des *subprimes* en 2008. La particularité de l'Accord de Bâle III est le renforcement de la résilience des établissements financiers en termes de liquidités en cas de crises financières et économiques importantes. Ainsi, cette réforme a introduit deux ratios de liquidités. Il s'agit de Liquidity coverage ratio (LCR) ou ratio de couverture des liquidités et de Net Stable Funding Ratio (NSFR) en français, ratio de financement net stable. Le premier, à court terme, oblige les établissements financiers à maintenir en permanence un stock d'actifs liquides leur permettant de couvrir pendant trente (30) jours, leurs besoins de trésorerie en cas de crises aiguës (www.scribd.com/document/53360454/Les-Accords-de-Bale). Le 2nd, à long terme, complète le premier et exige aux banques d'avoir un financement stable de leurs flux de sortie de trésorerie pendant une année.

Aléa moral : c'est un phénomène qui indique qu'on est à la fois juge et partie. Ce qui peut occasionner des risques de collusion pouvant biaiser les résultats d'une analyse et entraîner une erreur d'appréciation donc de décision.

Biais : tirés de la finance comportementale, ce sont des facteurs irrationnels tels que les manœuvres dolosives, les probabilités subjectives, l'excès de confiance, l'illusion monétaire, les croyances, les réalisations passées, les humeurs, les erreurs de perception, le mimétisme, l'ignorance d'apparition des signaux contraires dus à l'évolution dégradée de la situation financière des demandeurs de capitaux. Ces facteurs peuvent influencer les choix d'intervention des souscripteurs sur les marchés et la valeur de leurs actifs. Ils peuvent aussi entraîner des bulles spéculatives, des krachs, etc. Ces anomalies

²⁰ Comité de Bâle ou *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) vise à assurer à travers des standards minimaux, la stabilité et la fiabilité du système bancaire (www.scribd.com/document/53360454/Les-Accords-de-Bale).

²¹ Du nom de Peter Cooke, ancien Directeur de la Banque d'Angleterre, ce ratio signifie que lorsqu'un établissement financier accorde à un de ses clients un prêt de 10.000 \$ US p. ex., il doit disposer au minimum de 800 \$ US de fonds propres.

²² Les fonds propres de la banque doivent être > à 8% des [risques de crédits + risques de marché + risques opérationnels]. Ces risques, en lien avec l'exigence de 8% des fonds propres sont pondérés comme suit : risques de crédits : 75% - risques de marché : 5% - risques opérationnels : 20% (www.space-horizon.com/top-documents/les-crisis-financieres/).

sont généralement motivées par des connaissances et des informations stratégiques détenues par un acteur.

Blues chips : ce sont les actions de grandes entreprises. Elles sont différentes des **mid-caps** et **small-caps** qui sont respectivement les valeurs financières des moyennes et petites entreprises.

Bons du Trésor Assimilables (BTA) : ce sont des titres émis par les États sur les marchés financiers. Ils visent pour les émetteurs, à mobiliser des ressources devant leur permettre de couvrir à court terme, leurs besoins de financement. De maturité courte donc à

Cash-flow : il s'agit des flux de liquidités encore appelés flux financiers ou flux de trésorerie. Ils s'obtiennent à travers la relation suivante :

$$\begin{aligned} & \text{Excédent brut d'exploitation (EBE)} \\ & - \text{Dotations aux amortissements (DA)} \\ & = \text{Résultat d'exploitation (RE)} \\ & - \text{Impôt sur les sociétés (IS)} \\ & + \text{Dotations aux amortissements} \\ & - \text{Variations de besoins en fonds de roulement (BFR) décalés de 1 an} \\ & = \text{Cash-flow, flux de liquidité ou flux financiers.} \end{aligned}$$

Club de Paris : il regroupe les représentants des bailleurs bilatéraux (États) et multilatéraux (FMI, Banque mondiale) ayant octroyé des flux publics aux pays qui ont fait défaut. Son objectif consiste à régler le sort de la dette due par le pays débiteur aux autres États ainsi qu'aux institutions de Bretton Woods. Les réunions du Club de Paris sont précédées par les missions de consultations dont le processus est mené par les experts du FMI. L'objectif pour le Fonds est de proposer une politique économique devant permettre au pays « défaillant » de remédier à ses problèmes de « solvabilité » et de « liquidité » à moyen terme. L'entrée en scène des négociateurs des bailleurs publics pour restructurer (durée de remboursement, taux, rééchelonnement, etc.) les encours des prêts du débiteur défaillant, est conditionnée par les conclusions des discussions avec le FMI. Ce sont les prêteurs officiels, bilatéraux et multilatéraux du Club de Paris dont le Secrétariat est installé au Ministère des Finances français qui

moins d'un an, les adjudications se font par appel d'offres et leur valeur nominale est fixée en fonction du capital réglementaire de chaque marché. Les intérêts adossés aux BTA sont précomptés et le montant du principal est remboursé à échéance. Parmi les souscripteurs aux BTA, on peut trouver les établissements financiers, les fonds de pensions, les industries d'assurances, les entreprises et les personnes physiques.

Cartographie des risques : il s'agit d'un processus d'identification, de hiérarchisation et d'évaluation des risques permettant de les positionner sur des échelles afin de les traiter (Hassid, 2008).

donnent une orientation aux négociations avec les prêteurs privés du Club de Londres.

Club de Londres : Dans la foulée du Club de Paris, se réunit le Club de Londres. Celui-ci regroupe les représentants des banques privées internationales détentrices de créances du pays qui a fait défaut. D'ordinaire, leurs réunions durent plus longtemps (des années quelques fois) que celles du Club de Paris (quelques semaines).

Le dernier acteur à savoir les marchés financiers suivent de très près l'évolution des négociations au niveau du Club de Paris et du Club de Londres car juste après la signature des accords avec ses créanciers, les pays défaillants ont tendance à les solliciter pour de nouveaux tirages.

Collatéral : c'est le fait, pour une tierce partie, principalement un émetteur de remettre des actifs financiers (titres, liquidités) en garantie à un

souscripteur. Cette opération vise à couvrir le risque de crédit auquel est exposé le prêteur en cas de défaut de l'emprunteur. En cas de non-respect des termes du contrat, le souscripteur a la faculté de garder les actifs reçus en collatéral pour couvrir les préjudices financiers auxquels il est exposé.

Combiste : ou *Forex trader* en anglais, c'est un professionnel spécialiste des opérations des marchés de change. Il achète et vend des devises dans les salles de marchés pour le compte des agents ayant besoins ou possédant des devises. Dans son expression de besoin, il ne précise jamais s'il est acheteur ou vendeur. Il ne fournit que le montant dont il a besoin en disant p.ex. 2 millions de \$ US car si sa contrepartie contactée sait qu'il est vendeur (ou acheteur), il pourrait y avoir un biais.

Compliance : il s'agit des différentes réglementations régissant une activité (p. ex. la réglementation de change édictée par les banques centrales ou celle relative à la lutte contre le blanchiment d'argent dans le secteur bancaire).

Corporate : dans le monde *anglo-saxon*, il désigne une personne morale comme une entreprise. Dans l'environnement des institutions financières, il fait référence aux investisseurs, aux flux de capitaux et les conventions s'y rapportant.

Cotation au certain : elle exprime le nombre d'unités monétaires de la monnaie étrangère pour une unité de la monnaie locale cotée (p. ex. le dollar US étant régulièrement coté au certain, pour avoir 1 euro, il faut déboursier 1,12 dollar US).

Cotation à l'incertain : c'est lorsqu'on donne le nombre d'unités de monnaies locales cotées pour une unité de monnaie étrangère (p.ex. pour avoir 1 dollar US, il faut déboursier 0,89 euro).

Coupons : ils désignent les intérêts versés périodiquement aux investisseurs détenteurs d'obligations ou des dividendes distribués aux propriétaires d'actions ou de parts sociales d'entreprises.

Créancier/Bailleur de fonds/Investisseur/Prêteur : c'est celui qui décide d'octroyer à un emprunteur ou dans un projet, une partie de ces ressources propres ou des fonds qui lui ont été mis à disposition par d'autres agents disposant d'excédent de trésorerie. Ce faisant, il prend du risque pour un rendement supplémentaire.

Cross rate : c'est le cours de change auquel on peut échanger différentes devises par rapport au dollar US.

Défaut : c'est le fait pour un emprunteur de ne pas respecter ses engagements en termes de remboursement à échéance. Il peut être total ou partiel ou simplement un retard de paiement. Cela constitue un risque financier pour l'investisseur.

Deviser : une devise est considérée par les opérateurs comme une unité monétaire qui facilite les échanges financiers et commerciaux sur les marchés internationaux. Son poids dans le monde des marchés financiers dépend du volume des transactions internationales qui y est rattaché.

Devises exotiques ou devises faibles : ce sont les monnaies des pays émergents tels que le yuan chinois (¥, Kuai, RMB ou CNY) le rouble russe (₽ ou RUB), le real brésilien (R\$ ou BRL), etc.

Devises fortes : il s'agit de la livre sterling (£ ou GBP), du dollar canadien (\$ CAN, \$ CA, \$C ou CAD), du dollar australien (\$A, A\$, AU\$, « Aussie » ou AUD), de la couronne danoise (kr ou DKK), etc.

Devises grandes (Grandes devises) : ce sont les monnaies dans lesquelles s'échangent la quasi-totalité des transactions financières et commerciales internationales. Il s'agit surtout du dollar américain (\$ ou USD) et un peu de l'euro (€ ou EUR) et du yen (¥ ou JPY).

Économie internationale (EI) : c'est une branche de la science économique qui étudie les principaux facteurs et le volume des transactions commerciales et financières intervenues sur les marchés

internationaux. À ce titre, elle analyse et décrypte les opérations financières et monétaires comme la mobilisation des ressources et la gestion des devises, les biens et services commerciaux échangés entre États. Elle se différencie de l'économie politique internationale (EPI), car celle-ci traite des questions d'ordre géopolitique, orientées à la fois sous l'angle du *hardware* et du *software*, telles que l'influence dans les relations internationales, les politiques économiques, les stratégies internationales, les régimes c'est-à-dire, les réglementations commerciales et financières internationales, etc.

Écrans Bloomberg ou Reuters : ce sont des plateformes d'informations spécialisées qui permettent d'enregistrer et de rendre public en temps réel, chaque transaction conclue dans les salles de marchés à travers le monde.

Emprunt d'État : l'emprunt d'État est un titre de créance négociable (TCN) ou une obligation émise par un État sur le marché financier domestique, donc dans sa propre devise.

Emprunt souverain : aussi appelé obligation souveraine, c'est une dette contractée par un État sur les MFI ou auprès des institutions financières internationales (IFI). Y sont aussi rattachés, les fonds levés par les collectivités locales et les établissements publics à l'extérieur et avalisés ou cautionnés par l'État.

Évaluation économique du risque pays : il s'agit d'un ensemble d'instruments, d'indicateurs et de démarches mobilisés par les investisseurs tels que les établissements financiers, les multinationales, etc., pour évaluer le degré de risques probables de cessation d'une activité ou de manquement aux obligations contractuelles d'un pays ou de ses agents économiques envers leurs créanciers.

Finance internationale : on entend par finance internationale, une section de l'économie internationale qui traite les questions relatives à la globalisation financière à travers le monde. Elle

mobilise les instruments des MFI comme les flux de capitaux et les échanges de devises entre pays et analyse les facteurs de croissance et d'instabilité économique et financière inhérents aux transactions intervenues entre acteurs souverains.

Firmes multinationales (FMN) : aussi appelées sociétés transnationales (STN) ou firmes transnationales (FTN), ces sociétés mères détiennent au moins 10 % du capital social de leurs filiales respectives et contrôlent leurs activités de production par des liens capitalistiques (F & A, investissements Greenfield) ou par des relations contractuelles à l'instar des firmes réseaux (Sans participation au capital (SPC)) telles que les contrats de sous-traitance, les licences de production, etc. Cette stratégie est caractérisée par la mobilité des capitaux comme les IDE, les avances de fonds, les cessions internes, etc., de la maison mère vers ses filiales ou entre les filiales elles-mêmes. L'objectif des FMN est de maximiser les profits et d'occuper les marchés du fait des avantages comparatifs compétitifs (fiscalité, taxe douanière, coût et qualité de la main-d'œuvre, environnement propice des affaires, etc.).

Fluctuation : ce sont les variations successives de la valeur des actifs financiers comme les devises par rapport à une moyenne rapportée à une période donnée.

Flux privés : les ressources telles que les emprunts obligataires contractés sur les marchés financiers, les prêts syndiqués, les TCN venant des créanciers qui sont ni gouvernements ni organismes du secteur public sont des flux privés. Sont aussi imputés sous ce chapitre, les IDE, les investissements de portefeuille, les ressources des fondations, etc.

Flux publics : ils sont constitués des aides publiques au développement (APD), les autres apports du secteur public (AASP), le financement public du développement (FPD), les aides budgétaires, le Programme de Conversion de dettes en projets de Développement (PCD), la conversion en don de la remise de la dette éligible au Contrat de Désendettement et Développement (C2D) émis ou souscrits dans un cadre bilatéral. Ces apports des flux publics concernent en outre, les prêts des institutions

multilatérales (FMI, Banque mondiale, les banques de développement régionales et sous régionales).

Forward : c'est le taux auquel on échange à terme, deux monnaies.

Gearing : c'est le niveau d'endettement d'une société par rapport à ces capitaux propres. Un *gearing* de 30% indique un niveau d'endettement soutenable, une indépendance et une capacité de croissance de l'entreprise (p.ex. l'endettement total de la société *Alpha* est de 185 millions de \$ US. Ses capitaux propres sont de 205 millions de \$ US. Soit un *gearing* de : $185 / 205 = 90,24\%$).

En finance publique, on parle plutôt de soutenabilité de la dette de l'Administration centrale ou de la dette publique. Elle est mesurée par le rapport entre l'encours de la dette publique (y compris les engagements par signature ou les hors bilans) et le PIB nominal ou PIB en valeur. Pour une dette publique soutenable, le ratio ne doit pas dépasser 70%.

Hors-bilan : il désigne un engagement (caution, aval) ou un actif (cession des prêts, *swap*, opérations financières à terme, etc.) non inscrit au bilan d'une entreprise ou dans les comptes d'une administration centrale. Leurs valeurs respectives doivent être insérées dans l'appréciation de la viabilité de la dette totale d'une *corporate* ou d'un secteur public car elles sont des sources de risque financier en cas de défaut du sous-jacent.

Indice de rentabilité (IR) ou de profitabilité (IP) : il relativise la somme des *cash-flows* actualisés rapportés à l'investissement initial. Il permet d'apprécier la performance de l'investissement ou d'un projet.

Intérêt indirect ou indice composite : il s'agit d'un proxy c'est-à-dire d'un ensemble d'intérêts synthétisés sous forme d'information financière. Son évolution reflète la perception des risques par les marchés financiers.

Investissements de portefeuille : il s'agit des actions et obligations acquises par des investisseurs pour des motifs de rentabilités financières. Ils se diffèrent des IDE qui sont des flux ou des stocks initiés par les FMN au cours de la réalisation de leur stratégie à l'étranger.

Marché des changes : mondialement connu sous la dénomination « FOREX » (FOREign Exchange market), il est le lieu de cotation et des échanges de devises. Devançant la bourse des valeurs, il est le deuxième plus important marché d'échanges après celui des taux d'intérêts.

Marché de change au comptant : l'opération de change au comptant est régie par l'achat ou la vente des devises ou des biens selon le cours et les conditions à la date du marché. La livraison est généralement effective deux jours maximum après la conclusion de la transaction.

Les principales places du marché au comptant sont :

- Europe : Londres, Paris, Francfort, Zurich et Amsterdam.
- États-Unis et Canada : New York, Chicago, Los Angeles, San Francisco et Toronto.
- Australie : Sydney.
- Asie : Tokyo, Hong Kong et Singapour.
- Pays arabes: Djeddah et Bahreïn.

Marché de change à terme : aussi appelé *forward*, le marché de change à terme est un contrat au terme duquel deux acteurs s'engagent à échanger (vendre et acheter) un produit financier tel que les devises ou un produit à un cours et dont la date de dénouement de la transaction est fixée d'un commun accord à l'avance.

Marché des capitaux : c'est le lieu de rencontre entre les émetteurs et les investisseurs financiers. Il regroupe le marché financier, le marché monétaire, le marché obligataire et le marché hypothécaire.

Marché des valeurs mobilières : c'est le lieu où on échange les actions et les obligations à moyen et long terme.

Marché financier : sur ce marché, deux acteurs à savoir les émetteurs et les souscripteurs sont mis en relation grâce à des moyens de communications servant à l'échange d'informations et des transactions des actifs financiers tels que les actions, les obligations ou les opérations de change de devises.

Marché hypothécaire : sur ce marché, les établissements financiers qui allouent à long terme des concours financiers garantis par des hypothèques peuvent se refinancer via l'émission des obligations, la titrisation, etc.

Marché monétaire : c'est le marché sur lequel sont regroupés les TCN. Il concerne aussi le marché interbancaire (échange des capitaux entre les établissements de crédit et ASF).

Marché primaire : c'est le lieu sur lequel les émetteurs mettent en vente leurs titres. C'est sur le marché primaire que les ressources sont mises à la disposition des demandeurs de capitaux par les contreparties ou souscripteurs c'est-à-dire des agents qui ont des excédents de trésorerie (p.ex. les marchés des TCN, etc.).

Marché secondaire : c'est le marché sur lequel, les détenteurs des titres souscrits sur le marché primaire décident de les revendre, avant leur maturité à d'autres agents à capacité de financement. Il est assimilé au marché de la seconde main ou marché d'occasion.

Market maker : ou "teneur de marché" est une personne physique ou une *corporate* dont la vocation est d'apporter de la liquidité sur les marchés des capitaux. Ce faisant, il y achète et revend des actifs financiers dans le but de profiter des *spreads* (marges) entre l'offre et la demande.

Obligation : est un titre négociable permettant à un agent à besoin de financement d'obtenir des fonds

pour financer des investissements à moyen et long terme. Ce titre fait obligation à l'émetteur de payer un intérêt (coupon) et l'amortissement du capital au souscripteur suivant les conditions prévues dans un contrat.

Obligations du Trésor assimilables (OTA) : ce sont des titres émis par les acteurs des finances publiques d'un pays. Ils permettent à l'Administration centrale de financer ses besoins de trésorerie et d'investissement à moyen et long terme (plus d'un an). Leur valeur nominale est fixée selon la réglementation du régulateur et les adjudications s'effectuent, comme pour les BTA, par voie d'appel d'offres. Contrairement aux BTA, les intérêts des OTA sont payables annuellement et le principal est remboursé à la maturité. Les acteurs (souscripteurs) sont les mêmes que ceux du BTA à savoir, les *corporates* et les particuliers.

Opérateurs de marché : ce sont les traders, cambistes ou toutes autres personnes qui opèrent dans les salles de marchés.

Opération : à l'opposé du projet, une opération est un ensemble d'activités répétitives ou de processus récurrents conduits par des organisations ou entreprises stables (p. ex. entreprise de fabrication des emballages comme les casiers, les bouteilles et les canettes, destinés aux sociétés brassicoles, etc.). Par essence, l'objectif d'une opération est de pérenniser une capacité à faire des profits.

Pay-Back : ou délai de récupération du capital investi, représente le nombre de périodes (années, mois, jours) nécessaires pour récupérer le montant total de l'investissement initial.

PEFA : il s'agit d'un outil qui permet d'évaluer la performance de la GFP d'un pays. Il analyse la pertinence de trente-et-un (31)²³ indicateurs répartis dans six dimensions. Il s'agit de la crédibilité du cycle budgétaire (i) ; de l'exhaustivité et de la

²³ Grille de notation des indicateurs selon la norme internationale de bonne pratique : A (Très bonne performance) – B (Bonne performance) – B+ (Bonne performance intermédiaire) – C (Performance de base) – C+

(Performance de base intermédiaire) – D (Mauvaise performance) – D+ (Mauvaise performance intermédiaire) – D* (Insuffisance d'informations pour noter) – NA (Non applicable) – NN (Non noté) – NU (Non utilisé).

transparence (ii) ; de la budgétisation fondée sur les politiques nationales (iii) ; de la prévisibilité et du contrôle de l'exécution du budget (iv) ; de la comptabilité, de l'enregistrement de l'information et de la production des rapports financiers (v) ; du contrôle externe et de l'audit (vi).

PESTEL : c'est une étude stratégique qui vise à diagnostiquer les avantages comparatifs d'un secteur de production. Elle permet aussi de comprendre les facteurs extérieurs qui peuvent impacter une activité. Beaucoup plus large que l'analyse SWOT qui est interne à l'entreprise, il fournit des données plus globales telles que la dynamique de la croissance, la structure de l'économie, les questions transversales notamment la gouvernance, la stabilité politique et sécuritaire, l'environnement des affaires, etc. d'un pays.

PIB : encore appelé PIB au prix du marché ou production, il permet de mesurer la dynamique économique (croissance, dépression ou récession) d'un pays à travers la quantité de biens et services produite au cours d'une période donnée. Il peut se mesurer soit du côté de la production (VA brute au prix de base + impôts sur les produits - subventions sur les produits), soit du côté du revenu (rémunérations des salariés + EBE et revenu mixte brut + impôts sur la production et les importations - subventions), soit enfin du côté de la demande (CF + FBCF + Δ de stocks + acquisitions nettes des cessions d'objets de valeur + solde extérieur courant (X-M) de biens et services).

PIB à prix constants : c'est le PIB qui neutralise les variations de prix en termes de l'inflation ou de la déflation ((PIB à prix courants / indice des prix à la consommation) \times 100). Il permet de faire des comparaisons de production entre des années.

PIB à prix courants : encore appelé PIB en valeur ou PIB nominal, c'est le PIB sans correction au cours d'une période donnée. Les prix des biens et services sont pris tels qu'ils sont sans que l'inflation ou la déflation ne soit isolée.

PIB au coût des facteurs : il s'agit du PIB réel créé par les agents économiques (ménages et administration publique) résidents excluant toutes les taxes indirectes de production et incluant les subventions d'exploitation pendant une période donnée.

PIB réel : le PIB réel ou PIB en volume neutralise les variations des prix de la production des biens et services. Il permet de faire des comparaisons entre années en termes de croissance économique.

PIB ressources : il s'agit de la capacité d'un pays à produire des biens et services au coût des facteurs sur lesquels le secteur du Gouvernement s'appuie pour prélever les recettes fiscales.

Points de swap : ils représentent, dans le cadre d'une opération de *swap* de change, la transformation d'un différentiel d'intérêt en nombre de points (<http://www.cambiste.info/sdmpage/prodswap/swapch20.php>).

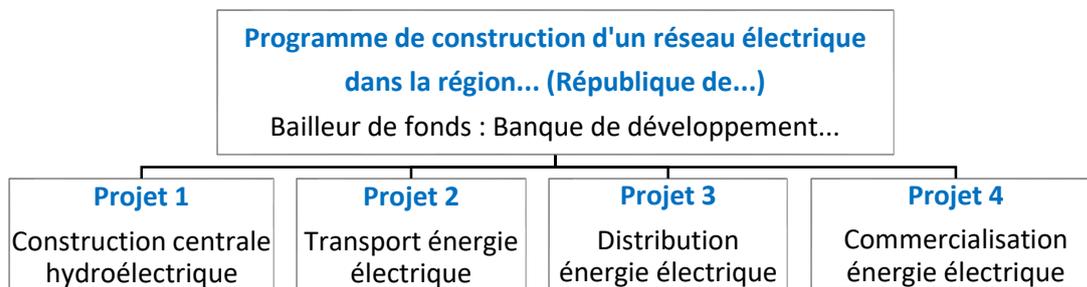
Produits dérivés : ce sont des flux financiers futurs fondés sur des actifs sous-jacents (p. ex : les plus-values sur les actions cotées en bourse, les gains futurs sur les obligations, les économies réalisées sur l'achat des matières premières ou les produits intermédiaires grâce à une variation baissière de l'indice des prix à la consommation, les bonis sur les taux d'intérêts, etc.).

Prop trading : ou *proprietary trading* exprime l'ensemble des actions réalisées par un détenteur d'actifs financiers pour ses propres intérêts sur les marchés financiers. Il s'agit en d'autres termes pour un acteur de marché de prendre des options sur des produits financiers non pas pour le compte de ses clients, mais plutôt pour son propre compte.

Prime de risque : aussi appelée *spread*, elle se calcule comme un surcoût par rapport au taux d'intérêt auquel prête, dans la même monnaie et pour la même échéance, le prêteur le plus certain. Elle est en général annoncée en « points de base », c'est-à-dire en centième de points de pourcentages (p. ex. entre un taux à 4 % et un autre à 6 %, il y a 200 points de base soit 0,02% ou 0,02 point de pourcentage).

Programme : c'est un groupe de projets reliés par un objectif, une taille et une source commune de financements affectés à des fins spécifiques (p. ex. cf. figure 4). Les projets sont gérés de façon coordonnée afin d'atteindre des objectifs qui ne seraient pas envisageables s'ils étaient gérés individuellement. La gestion conjointe de plusieurs projets contribue à la réalisation des objectifs du programme, aux économies d'échelle et au partage des connaissances.

Figure 4 : Programme de construction d'un réseau électrique



Source : D'après l'auteur de cette contribution sur l'EERP.

Projet : un projet est une entreprise temporaire qui vise à réaliser des buts et objectifs spécifiques, afin d'apporter des changements bénéfiques ou une valeur ajoutée. Il se définit par un point de départ et un point d'arrivée, un budget, des prestations et des objectifs spécifiques qui, lorsqu'ils sont atteints, indiquent la fin du projet (p. ex. projet de construction d'un barrage hydroélectrique, délai d'exécution des travaux : 24 mois, soit de janvier 2021 à décembre 2023).

Projet Greenfield : un projet Greenfield est un projet de création d'entreprise *ex nihilo* (p. ex. une start-up).

Provisions : les provisions correspondent à l'amoinissement de la valeur du patrimoine ou d'un élément d'actif résultant de causes dont les effets ne sont pas jugés irréversibles. Elles intègrent les risques encourus par l'entreprise. Cette perte de valeur probable augmente les charges de l'entreprise qui sont imputées dans un compte de résultat appelé dotations aux provisions. Leur contrepartie consiste soit à diminuer la valeur du bien à l'actif du bilan, soit à augmenter les provisions pour risques et charges au passif du bilan.

Provisions pour risques et charges : elles visent à intégrer dans la comptabilité, des risques probables identifiés, mais non encore réalisés. Ce sont, par exemples, les risques de change, les risques liés aux

restructurations, les risques pour litiges, les risques pour grosses réparations, etc.

Provisions sur éléments d'actif : elles concernent la dépréciation de la valeur des éléments d'actifs tels que les investissements, les stocks, les créances clients et les valeurs mobilières de placement.

Rating ou scoring : encore appelé « étalonnage », c'est la notation financière d'un pays ou d'une *corporate*. Elle découle d'un processus d'analyse de variables complexes et variées. Elle permet en d'autres termes, de quantifier le risque probable de défaut d'un emprunteur ou d'un agent qui a des besoins de financement.

Return on equity (ROE) : ou retour sur capitaux propres, est un ratio qui permet de mesurer la rentabilité des capitaux propres. Il met au numérateur, le résultat net d'exploitation (RNE) et au dénominateur, les capitaux propres apportés par les actionnaires ($ROE = RNE / \text{Capitaux propres}$).

Return on investment (ROI) : retour sur investissement ou taux de rendement comptable, est le rapport entre deux variables à savoir le résultat d'exploitation (RE) après impôts sur les sociétés (IS) réalisé sur la durée moyenne de l'investissement et la valeur actuelle nette (VAN) moyenne de l'investissement ($ROI = RNE / \text{Investissement}$).

Risque de crédit : c'est le risque de perte financière résultant d'un retard de paiement, du défaut d'une contrepartie, de la défaillance d'un garant à faire face à ses engagements (*default risk*) ou de dégradation de la valeur de la créance (*downgrading*

Risque de liquidité : on parle de risque de liquidité lorsqu'une institution financière est exposée à des difficultés de *cash-flow*. Dans ce cas d'espèce, ses activités ne lui permettent pas de générer des ressources à tout moment afin de faire face à la couverture des demandes de ses déposants, des emprunteurs et aux dépenses d'exploitation.

Risque de marché : il est caractérisé par la perte liée à la volatilité ou à la fluctuation des prix des instruments financiers composant un portefeuille tels que les actions, la créance, le taux d'intérêt, les changes, les options, la valeur des matières premières...

Risque export : il s'agit des éléments qui peuvent perturber la livraison, l'échange et le paiement des marchandises dans le cadre d'une opération commerciale (www.cairn.info/economie-du-risque-pays--9782707142030-page-3.htm).

Risque financier : c'est le risque qui consiste à modifier les conditions de rémunération données le jour de l'achat ou de la mise à disposition d'un actif financier. En d'autres termes, c'est la probabilité pour que l'emprunteur ne rembourse pas sa dette à échéance (Laurent, 2001).

Risque industriel : c'est un accident intervenu sur des installations industrielles et dont les conséquences peuvent impacter non seulement le personnel, le voisinage, l'environnement, mais aussi la viabilité commerciale et financière des entreprises du secteur touché.

Risque opérationnel : c'est le risque de perte lié à une inadéquation ou une défaillance de procédures, de systèmes, de personne ou d'évènements extérieures (contrôle interne, fraude, système

risk). « Pour des États financièrement solides, il est quasi nul ; pour une entreprise qui a de lourdes dettes, il est plus élevé ; pour une société présentant une excellente structure financière, il est faible » (<https://fr.scribd.com/document/53360454/Les-Accords-de-Bale>).

d'information, actions en justices, faiblesses juridiques et technologiques, catastrophes naturelles, etc.).

Risque stratégique : c'est le risque de perte résultant d'un changement de l'environnement de l'activité ou à la mise en place de décisions inappropriées dans le pilotage de l'activité ou de manque de responsabilité suite à un changement opéré dans l'environnement (mauvaise estimation de la croissance économique, production de biens inappropriés aux besoins du marché, absence de stratégie en communication, etc.).

Risque systémique ou risque de contagion : c'est un risque qui fait suite à une crise dans un segment particulier de marché et dont les conséquences peuvent impacter simultanément, du fait des enchaînements, l'ensemble des secteurs (p. ex. la contraction de la demande mondiale (particulièrement aux États-Unis) avait emmené les autorités thaïlandaises à procéder à la dévaluation du Baht en juillet 1997. Cette dépréciation de la monnaie thaïlandaise face au dollar américain avait pour objectif de relancer les secteurs productifs locaux et la capacité exportatrice du pays et *in fine* rééquilibrer le solde courant thaïlandais. Malheureusement, ce décrochement du Baht dont l'origine était liée aux chocs du commerce extérieur avait emmené les investisseurs financiers internationaux à retirer leurs capitaux placés à court terme pour la plupart (alors que les institutions financières nationales les prêtaient à moyen et long terme aux acteurs économiques locaux) sur le marché financier thaïlandais, créant ainsi une crise de solvabilité et de liquidité dans le pays. Celle-ci, vu l'interaction de l'économie thaïlandaise avec les autres pays du sud-est asiatique a eu des effets de contagion envers ces économies. Cet effet domino

marquait alors le début de la crise de 1997 dite « crise asiatique »).

Road shows : ce sont les conférences pendant lesquelles vont s'exprimer, devant les investisseurs intéressés aux émissions futures d'obligations, les personnes importantes dans la hiérarchie de l'émetteur. Sur ces places financières, l'émetteur cherche à rassurer les financeurs potentiels avant le lancement effectif de l'appel d'offres.

Salle de marchés : la salle de marchés est-elle même le lieu d'exercice des métiers du *front office*. On y trouve les traders et les cambistes.

Spot : c'est le cours négocié auquel s'échangent deux monnaies à l'instant où se fait la cotation.

Spread : il s'agit de l'écart entre le *bid* « offre », c'est-à-dire le cours auquel une banque est disposée à céder les devises à son correspondant, et le *ask* « demande », c'est-à-dire celui auquel elle peut les acquérir auprès de sa contrepartie. Dans certains contextes, il est appelé « *range* » (intervalle) ou « fourchette ».

Stress test : ou test de résistance, est un exercice qui consiste, dans le cadre d'un *business model* ou d'un plan d'affaires, à simuler et tester la fiabilité des hypothèses économiques, financières et commerciales déclinées en termes de projections de développement. Réalisé par les administrations centrales, les institutions financières, les entreprises publiques et privées, il permet aussi aux investisseurs d'évaluer la capacité de résistance des agents à besoins de ressources en cas de chocs ou de crises majeures tant sur le plan national qu'international.

Swap : c'est un produit financier qui s'échange de gré à gré entre deux parties. Il permet aux cocontractants d'échanger, à terme, les conditions d'emprunt dans une devise, par d'autres conditions dans une autre devise. Il existe les *swaps* de change

ou cambistes, les *swaps* de devises et les *swaps* de taux.

Swap de change ou swap cambiste : contracté généralement sur des périodes à court terme, c'est un engagement bilatéral de livrer, à un jour convenu, une quantité fixe de devises contre une quantité variable d'une autre devise, pour une durée déterminée avec promesse réciproque de restitution des fonds à l'échéance.

Swap de devises : c'est une opération par laquelle deux parties échangent sur des périodes à long et moyen terme (30 ans maximum), les engagements de payer et de recevoir les flux d'intérêts et de remboursement en capital liés à des dettes. Ce *swap* met en jeu des dettes libellées dans des devises différentes.

Swap de taux : dans cette opération de produit dérivé, aucun échange n'est effectué sur le capital. Il se fait uniquement sur les flux d'intérêts donc des taux dans une même devise et ce, conformément à une échéance fixée à l'avance.

Taux constant : c'est le taux auquel les coupons versés restent identiques tout le long de la vie de la dette.

Taux de change : c'est la valeur relative des différentes monnaies entre elles. Ce taux résulte en général de la confrontation de l'offre et de la demande.

Taux de change nominal : c'est le taux auquel on peut échanger une devise contre une autre. Il est exprimé en comparaison entre des devises étrangères (p. ex. pour avoir 1 euro, il faut déboursier 655,957 Francs CFA).

Taux de change réel : c'est le taux auquel on peut échanger un bien d'un pays contre le même bien dans un autre pays. Il est exprimé en biens physiques et non en devises (p. ex. si une baguette de pain flûte de 200 grammes du pays A, coûte deux fois plus que

celle du pays B, le taux de change réel est de 0,5 baguette A pour une baguette B).

Taux de rendement ou de rentabilité interne (TRI) : c'est le taux d'actualisation qui égalise la VAN d'un investissement.

Titre : encore appelé titre financier ou valeur mobilière, il donne droit à une personne morale ou un particulier d'être propriétaire d'une action (une partie du capital d'une société) ou obligation (souscripteur de la dette d'une société ou d'un État). En marge des actions et obligations qui sont les titres les plus connus, il y a les warrants, les options, etc.

Titres de créances négociables (TCN) : ce sont des emprunts émis sur les marchés de capitaux. Ils permettent de financer des besoins de trésorerie à court terme (moins d'un an). Dans ce contexte, on parle de « Bons de Trésor », lorsqu'ils sont émis par l'État, de « Billets de Trésorerie » quand ils sont émis par une entreprise et de « Certificats de Dépôts » quand ils sont émis par des institutions financières.

Titre hybride : c'est un titre cumulant à la fois une partie en capitaux propres et l'autre partie en emprunts. Il peut être converti en actions (p. ex. un titre participatif qui est à mi-chemin entre l'action et l'obligation).

Titrisation : une dette titrisée consiste pour les établissements financiers à transformer des crédits alloués en valeur mobilière telle que les obligations. Dans ce type d'opération, l'objectif recherché par les investisseurs est de s'affranchir des actifs risqués en les sortant de leur bilan afin d'avoir la possibilité d'accorder de nouveaux prêts (plus seins ou moins risqués) à leur clientèle.

Trader : est celui qui prend des positions sur les produits financiers, c'est à dire celui qui décide de risquer ou non, d'acheter ou de vendre les produits sur lesquels il travaille. Il peut agir pour le compte de la banque elle-même ou pour le compte des clients.

Trading : c'est du négoce, c'est-à-dire une opération d'achat et de revente rapide d'un titre. Son déterminant se résume par la volonté d'un

opérateur de réaliser un gain à très court terme (même dans la journée) sur un actif financier.

Valeur Actuelle Nette (VAN) : la VAN est égale à la somme des *cash-flows* actualisés au taux d'actualisation (taux d'intérêt + prime de risque éventuellement) générés par l'investissement, déduction faite du coût de l'investissement initial. Si la VAN est négative (inférieur à 0), cela traduit que l'investissement n'est pas rentable, il est alors à rejeter. Si elle est nulle, il s'agit du seuil de rentabilité pour le projet. En cas de résultat positif, cela suppose que l'investissement est d'autant plus attractif.

Volatilité : elle est définie comme étant un changement rapide et inattendu de la valeur des actifs financiers sur le marché. Élevée, elle peut générer des gains importants pour les détenteurs des actifs financiers. Faible, elle peut provoquer la détérioration de la valeur nominale des titres. Mobilisée dans l'analyse de risque pays, elle vise à quantifier le risque de perte encourue par un investisseur dans le cadre d'une transaction souveraine (Hassid, 2008).

Vulnérabilité : la vulnérabilité est mesurée par l'état de faiblesse de l'économie et de l'équilibre financier d'un pays. Son aggravation peut conduire à la fragilité des principaux indicateurs économiques et financiers d'un État ou des agents économiques.

Warrant : c'est un instrument financier (action, devise, valeur des matières premières telles que le pétrole et le lingot d'or) visant à acheter ou vendre, à une échéance fixée à l'avance, un autre actif financier à un prix initialement convenu par les différentes contreparties. Dans ce cas d'espèce, ce prix est appelé "prix d'exercice". La particularité du *warrant* est qu'à l'échéance, il doit être exercé, c'est-à-dire l'option doit être levée sinon, il perd toute sa valeur. Afin d'éviter toute déconvenue, il est fortement recommandé de le revendre avant son échéance. Ce faisant, une bonne maîtrise de gestion de portefeuille est recommandée par l'opérateur qui a en charge, la gestion des actifs financiers collectés.

ANNEXES

Annexe I : Les principales étapes d'une analyse risque pays

<p>Comptes extérieurs</p> <ul style="list-style-type: none"> - Exports/PIB - Exports/Imports - Exports et Imports par produits - Exports et Imports par pays et produits - Balance commerciale/PIB - Évolution des termes de l'échange - Évolution des prix à l'exportation - Soldes des services/PIB - Solde courant/PIB - IDE/PIB - Part des financements à court terme 	<p>Économie réelle</p> <ul style="list-style-type: none"> - Taux de croissance réelle du PIB - PIB par habitant - Production - Salaires réels dans l'industrie - Croissance des salaires (et de la productivité) - Taux de chômage - Création d'emplois - Évolutions des cours boursiers - Investissement/PIB - Épargne/PIB
<p>Dettes (Solvabilité)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Dette totale/PIB - Dette totale/Exports - Dette publique/PIB - Part des banques commerciales - Part dette à taux variable - Dette à court terme/Dette totale - Service de la dette – Échéances - Composition par devise et maturité 	<p>Variables financières</p> <ul style="list-style-type: none"> - Taux d'intérêts réels - Croissance du crédit - Croissance du crédit/PIB - <i>Spread</i> taux prêteur/acheteur - Crédit banque centrale au secteur bancaire - Masses monétaires 1 (M1) - 2 (M2) - 3 (M3) - Évolution des dépôts bancaires - Indice des prix à la consommation (IPC)
<p>Réserves de change (Liquidité)</p> <ul style="list-style-type: none"> - Réserves : Stock et taux de croissance - Réserves/Base monétaire - Réserves/PIB - Réserves en mois d'importations - Dette à court terme/Réserves - Intérêts à payer/Réserves 	<p>Change</p> <ul style="list-style-type: none"> - Taux de change nominal et réel - Autres taux de change existants - Parité centrale - Position dans la bande de fluctuation - Évolution du taux de change réel
<p>Variables exogènes</p> <ul style="list-style-type: none"> - Croissance OCDE - Croissance US - Croissance partenaires commerciaux - Niveau des taux d'intérêts mondiaux - Prix des matières premières 	<p>Fiscalité</p> <ul style="list-style-type: none"> - Déficit central/PIB - Déficit consolidé/PIB - Dépenses/PIB - Taux de pression fiscale ou Recettes/PIB - Crédit au secteur public/Total crédit - Croissance du crédit au secteur public

Source : D'après Kaminsky et Reinhart.

Annexe II : Quelques indicateurs de mesure de risque pays

Diagnostic = Analyser	
Vulnérabilité = Déséquilibres : Évaluer l'existant	Typologie des risques : Nommer les risques
<ul style="list-style-type: none"> - Repérages préliminaires - Bilan humain - Risque politique - La sphère réelle - Les politiques économiques - Les comptes extérieurs et la dette - Crise localisée - Crise généralisée - Crise forte - Crise faible - Tensions - Volatilité 	<ul style="list-style-type: none"> - Risque politique - Volatilité des tendances - Risque de change - Risque conjoncturel - Solvabilité, liquidité - Risques systémiques - Défaut de paiement - Retards de paiement - Pertes d'activités - Risque de transfert
Crise : Intensité et diffusion	Impact pour l'investisseur

Source : D'après Meunier et Sollogoub.

BIBLIOGRAPHIE

1. BIS (1982). Gestion des prêts bancaires internationaux - Analyse du risque pays, calcul et gestion de l'engagement par pays, Basel Committee on Banking Supervision.
2. Hassid, O. (2008). La gestion des risques, Dunod, 2^{ème} édition, P. 142, Paris.
3. Kaminsky, G. et Reinhart, C. (1999). Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress, International finance discussion paper 629, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)
4. Laurent, P. (2001). Risque de marché, risque de crédit et défaut : la problématique particulière de la dette souveraine émergente, Étude Marché Émergents, CDC-Ixis, n°2, septembre 2001.
5. Meunier, N. et Sollogoub, T. (2005). L'économie du risque pays, La Découverte, Coll. Repères, Paris.
6. OCDE (2002). Les risques émergents au XXI^e siècle : vers un programme d'action, OCDE, Paris.
7. Toure, S. (2014). BRICS-BIITS : Une anticipation des économies émergentes, <https://bloguegie6081.wordpress.com/author/sidy14/>
8. Wyplosz, C. (1999). L'instabilité financière internationale, Global public goods: International cooperation in the 21st century, Oxford University Press.

DATA WAREHOUSE UTILES²⁴

ASSOCIATION DES NATIONS D'ASIE DU SUD-EST (ASEAN)

- 1- Données économiques, financières et démographiques.
Link : <https://asianbondsonline.adb.org/>

BANQUE AFRICAINE DE DÉVELOPPEMENT (BAD)

- 2- Base de données socio-économiques.
Link : <https://dataportal.opendataforafrica.org/>

BANQUE CENTRALE DES ÉTATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST (BCEAO)

- 3- Données économiques et financières des pays membres de l'UEMOA²⁵.
Link : <https://www.bceao.int/fr/content/la-base-des-donnees-economiques-et-financieres>

BANQUE INTER-AMÉRICAINNE DE DÉVELOPPEMENT (IDB)

- 4- Indicateurs sur les partis politiques, les résultats institutionnels et électoraux.
Link : <https://publications.iadb.org/en/database-political-institutions-2020-dpi2020>

BANQUE MONDIALE (BM)

- 5- Indicateurs du développement mondial.
Link : <https://donnees.banquemondiale.org/indicateur>
- 6- Indicateurs de gouvernance dans le monde.
Link : <http://info.worldbank.org/governance/wgi/>
- 7- Statistiques des dettes internationales.
Link : <https://www.worldbank.org/en/programs/debt-statistics/ids/products>
- 8- Marchés des matières premières.
Link : <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>
- 9- Base de données sur l'économie informelle.
Link : <https://www.worldbank.org/en/research/brief/informal-economy-database>
- 10- Base de données sur l'épargne, les paiements et la gestion des risques des adultes.
Link : <https://globalindex.worldbank.org/>
- 11- Cibles et indicateurs des objectifs du développement durable (ODD).
Link : <https://datatopics.worldbank.org/sdgs/>

CENTRE DE CROISSANCE ET DE DÉVELOPPEMENT DE GRONINGUE

- 12- Données sur la transformation économique, les revenus, la production, les intrants et la productivité.
Link : <https://www.rug.nl/ggdc/structuralchange/etd/>

CENTRE D'ÉTUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATION INTERNATIONALE (CEPII)

- 13- Données sur l'économie, la géographie, la culture et les langues officielles communes.
Link : http://www.cepii.fr/cepii/fr/bdd_modele/bdd.asp

COMTRADE DES NATIONS UNIES

- 14- Données sur la dynamique des flux du commerce international.
Link : <https://comtrade.un.org/data/>

CONFÉRENCE DES NATIONS UNIES POUR LE COMMERCE ET LE DÉVELOPPEMENT (CNUCED)

- 15- Données du commerce, des IDE, du développement économique et de la population mondiale.
Link : https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en

EUROSTAT²⁶

- 16- Statistiques économiques, monétaires, financières, transports, démographiques...
Link : https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_maineu&lang=fr

²⁴ Liste non exhaustive.

²⁵ <http://www.uemoa.int/>.

²⁶ Elle a pour rôle de produire les statistiques officielles de l'Union européenne.

FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI)

17- Statistiques financières internationales.

Link : <https://data.imf.org/>

18- Tableau de bord des indicateurs de changement climatique.

Link : <https://climatedata.imf.org/>

19- Statistiques des exportations et importations mondiales de marchandises.

Link : <https://data.imf.org/?sk=9d6028d4-f14a-464c-a2f2-59b2cd424b85>

INDICE MONDIAL D'INCERTITUDE (WUI)

20- Indice mondial d'incertitude sur le revenu et le commerce.

Link: <https://worlduncertaintyindex.com/data/>

INSTITUT POUR L'ÉCONOMIE ET LA PAIX (IEP)

21- Indicateurs qualitatifs et quantitatifs de mesure de la paix dans le monde.

Link : <https://www.visionofhumanity.org/public-release-data/>

KNOEMA

22- Données mondiales et nationales, cartes et classements sur l'économie, l'environnement...

Link: <https://knoema.fr/atlas/groups>

OBSERVATORY OF ECONOMIC COMPLEXITY (OEC)

23- Statistiques des échanges commerciaux par type de produits entre les pays.

Link: https://oec.world/en/visualize/tree_map/hs92/export/usa/mex/show/2008/

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES (OCDE)²⁷

24- Données économiques, financières, agricoles, marché du travail, démographiques...

Link: <https://stats.oecd.org/index.aspx?lang=fr>

ORGANISATION DES NATIONS UNIES POUR L'ALIMENTATION ET L'AGRICULTURE (FAO)

25- Données sur l'alimentation, l'agriculture, la foresterie et le changement climatique.

Link : <https://www.fao.org/faostat/en/#home>

ORGANISATION INTERNATIONALE DU TRAVAIL (OIT)

26- Indicateurs sur l'emploi à travers le monde.

Link: <https://ilostat.ilo.org/data/data-catalogue/>

ORGANISATION MONDIALE DU COMMERCE (OMC)

27- Statistiques sur les tarifs et échanges commerciaux internationaux.

Link: <https://stats.wto.org/>

PROJET DE DONNÉES SUR LA LOCALISATION ET LES ÉVÉNEMENTS DES CONFLITS ARMÉS (ACLED)

28- Cartographie des protestations et des violences politiques dans le monde.

Link : <https://acleddata.com/data-export-tool/>

STATISTA²⁸

29- Données sur la population mondiale et les secteurs économiques spécifiques.

Link: <https://fr.statista.com/statistiques/565285/>

UNIVERSITÉ DU TEXAS À AUSTIN

30- Données sur les conflits et mouvements sociaux dans le monde.

Link : <https://www.strausscenter.org/ccaps-research-areas/social-conflict/database/>

²⁷ Données des pays de l'OCDE et de quelques économies non membres.

²⁸ Accès gratuit et payant.