

AZERBAÏDJAN, KAZAKHSTAN ET GÉORGIE APPLICATION D'UNE MESURE DE RISQUE PAYS AU CALCUL D'UNE NORME DE RENTABILITÉ ATTENDUE

La méthode RiskMonitor a été mise au point pour mesurer le risque pays pour des investisseurs internationaux. Elle permet d'évaluer le coût supplémentaire du capital nécessaire pour couvrir le risque pays, afin de déterminer un niveau minimum de rentabilité à attendre d'un investissement dans le pays considéré. Elle est ici appliquée à trois pays de la zone allant du Caucase à l'Asie centrale.

La crise économique et financière de 2008-2009 a illustré à la fois la vulnérabilité d'un monde globalisé et la disparité entre les pays quant à leur résistance face aux chocs et aux risques. En parallèle, les entreprises mesurent à quel point les marchés émergents vont constituer les principaux vecteurs de croissance à moyen terme. Il existe donc un impératif de prise de risque à l'international, y compris sur des pays *a priori* difficiles d'accès, et simultanément un besoin de mesure précise de ce que le risque pays implique du point de vue de la rentabilité à attendre d'un investissement dans ces pays émergents ou en transition.

Dans ce cadre, la méthode d'analyse du risque pays a été appliquée à trois pays témoins de la zone allant du Caucase à l'Asie centrale : Géorgie, Azerbaïdjan et Kazakhstan.

Le risque pays est compris comme l'incertitude créée, pour

Les marchés émergents vont constituer les principaux vecteurs de croissance à moyen terme. Il y a donc, pour les entreprises, un impératif de prise de risque à l'international, et un besoin de mesurer ce risque.

l'investisseur, par le rythme, les modalités et la structure de développement de ces pays. Nous nous concentrons sur les risques macroéconomiques et financiers, d'une part (risques de change, de non-paiement, de conjoncture), et sur le risque politique. Ce dernier est pris au sens large et couvre, outre les questions de stabilité politique *stricto sensu*, les aspects de gouvernance et de qualité de la réglementation.

RISKMONITOR, UNE MÉTHODOLOGIE QUANTITATIVE

RiskMonitor est un ensemble d'outils quantitatifs développés par TAC pour traduire de façon opérationnelle ce risque pays pour des investisseurs internationaux. Le graphique 1 résume la structure d'ensemble de la méthode, les détails ont été publiés par ailleurs⁽¹⁾.

Les principes fondamentaux de cet ensemble d'outils incluent à la fois une vision « non linéaire » de la matérialisation du risque, une distinction entre le risque en période « normale » (les notations de risque ou *ratings*) et le risque de choc systémique ou de crise violents (les signaux de crise, ou, dans une version moins aiguë, les indications de vigilance), et l'utilisation d'une référence de marché pour le « coût global du risque émergent », construite à partir de l'indice obligataire EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index*) de la banque JP Morgan. Les données d'entrée sont des indicateurs économiques et financiers, définissant



THIERRY APOTEKER, DIRECTEUR GÉNÉRAL DE TAC, société d'analyse et de recherche économique, spécialiste des mesures de risque dans les pays en développement et en transition. Jusqu'en 1997, Thierry Apoteker enseigne également à HEC et à l'université de Rennes. Auparavant, il a été chef économiste et directeur du département d'études de la banque Indosuez, où il a créé la division risque pays, après avoir commencé sa carrière au BIPE (1978-1982). Thierry Apoteker est diplômé d'HEC et docteur en économie monétaire (université Paris-Dauphine).
www.tac-financial.com



ARMAN AHUNBAEV, ÉCONOMISTE À TAC, où il travaille sur les études macroéconomiques et les mesures de risque dans les pays émergents. Titulaire d'un doctorat en sciences économiques et d'un DEA en politique économique et sociale de l'université Grenoble II, il a donné des cours sur les pays en transition à l'IUT 2 de Grenoble et sur l'économie monétaire à l'université Grenoble II, avant de rejoindre TAC.

des équilibres fondamentaux, des indicateurs politiques et de gouvernance, fournis par la Banque Mondiale, et l'indice EMBI+. Les résultats « ultimes » sont des mesures de coût supplémentaire du capital nécessaire pour couvrir le risque pays⁽²⁾, exprimé en points de base. Ce coût supplémentaire peut alors être ajouté au coût du capital de l'entreprise, mesuré par exemple par un modèle MEDAF traditionnel, pour déterminer un niveau minimum de rentabilité à attendre d'un investissement dans les pays considérés.

DES NATURES ET DEGRÉS DE RISQUE TRÈS DIFFÉRENTS

Vingt ans après l'effondrement de l'URSS, les trois pays étudiés se trouvent toujours en processus de transition de l'économie planifiée vers l'économie de marché, avec une persistance de vulnérabilité économique et de fragilité institutionnelle. Malgré cette « communauté historique », les équilibres économiques et financiers de ces trois pays sont aujourd'hui très différents, comme l'illustre le graphique 2. Chacun des équilibres est noté de 0 (la situation la plus favorable) à 100 (la situation la plus risquée) et le graphique représente la moyenne observée au cours des trois années passées.

Pour l'Azerbaïdjan, qui a confirmé ses positions solides face à la crise avec une décélération de la croissance économique à 9,3% en 2009, le risque d'enregistrer une croissance écono-

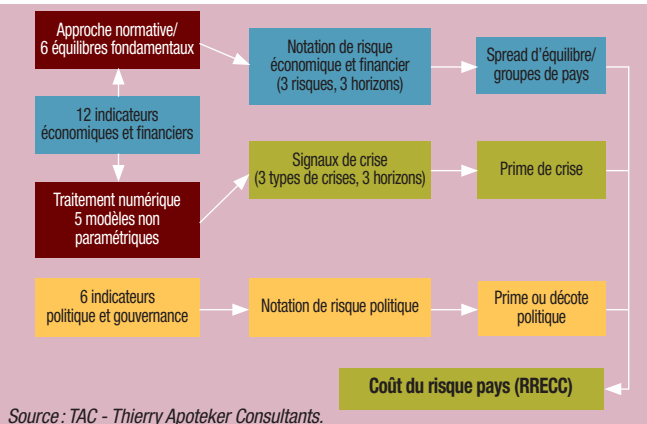
mique accompagnée d'un déséquilibre extérieur est très faible. L'importance des entrées de devises assurées par les exportations du secteur pétrolier, un faible endettement, un rôle important de l'État dans le secteur bancaire et sa faible intégration internationale expliquent sa position favorable sur les équilibres de dette, de liquidité et bancaire. La contrepartie de ces exportations pétrolières et de la présence de l'État constitue en même temps ses faiblesses par rapport au taux de change largement surévalué et aux investissements directs étrangers (IDE) devenus très volatils. L'Azerbaïdjan, malgré sa résistance face à la crise globale, souffre de la qualité de la gestion de la politique économique et de la faiblesse relative de sa demande interne provoquée par la crise globale. Les risques associés aux équilibres de change et de conjoncture, qui ont été compensés par une bonne position sur d'autres équilibres, sont désormais plus élevés et ont entraîné l'apparition d'un signal de crise suggérant une probabilité élevée de voir la devise chuter brutalement à court ou moyen terme, sans doute en liaison directe avec les aléas probables des cours du brut.

Le Kazakhstan, malgré la chute massive de ses exportations et le ralentissement de l'activité, présente une position encore favorable, sur la moyenne des trois années passées. L'équilibre de croissance s'appuie sur une balance commerciale largement positive et une modeste

croissance économique en 2009 (+1,2% pour le PIB). Par contre, les cinq autres équilibres fondamentaux sont simultanément médiocres, et cette combinaison pèse fortement sur les mesures de risque. De fait, la faillite d'une

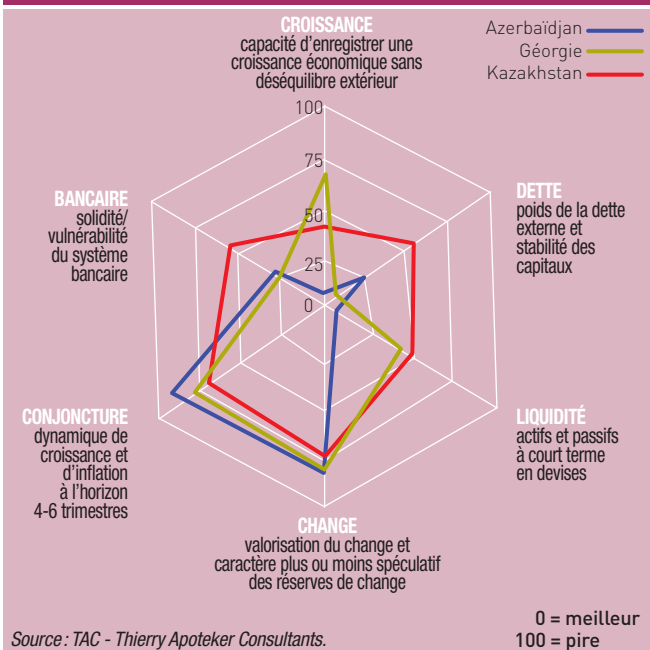
des plus grandes banques du pays (banque BTA), son sauvetage par les autorités publiques, puis la restructuration « lourde » de sa dette (60% de décote pour les créanciers) ont matérialisé ce risque élevé en 2009 et 2010. ▶

1. RISKMONITOR : PRINCIPES MÉTHODOLOGIQUES



Source : TAC - Thierry Apoteker Consultants.

2. ÉQUILIBRES FONDAMENTAUX DU RISQUE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER



Source : TAC - Thierry Apoteker Consultants.

► Nos mesures enregistrent désormais une amélioration sensible, mais laissent un risque encore substantiel, avec la persistance d'indications de vigilance suggérant une vulnérabilité toujours élevée.

La Géorgie, le seul de ces trois pays à être non exportateur de pétrole, est celui qui a eu le plus de difficultés à obtenir des soldes extérieurs satisfaisants. La combinaison de la tension et de l'affrontement avec la Russie en 2008 et de la crise économique mondiale ont entraîné une nette contraction de l'activité en 2009 (-3,6% pour le PIB). Le pays est caractérisé également par un taux de change surévalué, en partie grâce au soutien des transferts des travailleurs géorgiens émigrés, par des flux de capitaux volatils et une demande domestique régulièrement insuffisante. Symétriquement, le pays

affiche de bons résultats sur les équilibres de dette, bancaire et de liquidité, suggérant donc une composante strictement financière du risque moins prégnante. Cette analyse permet d'identifier les principaux points de faiblesse ou de vulnérabilité économique et financière de ces trois pays : le taux de change pour l'Azerbaïdjan, le risque de paiement externe pour le Kazakhstan et le risque d'activité pour la Géorgie. L'analyse du risque économique et financier est complétée par une analyse plus politique, mais menée également au travers d'un exercice de quantification (sur la même échelle que précédemment, de 0, le plus favorable, à 100, le plus risqué, voir graphique 3).

On constate les très mauvaises notations et la similitude des composantes du risque politique pour les deux exportateurs de pétrole,

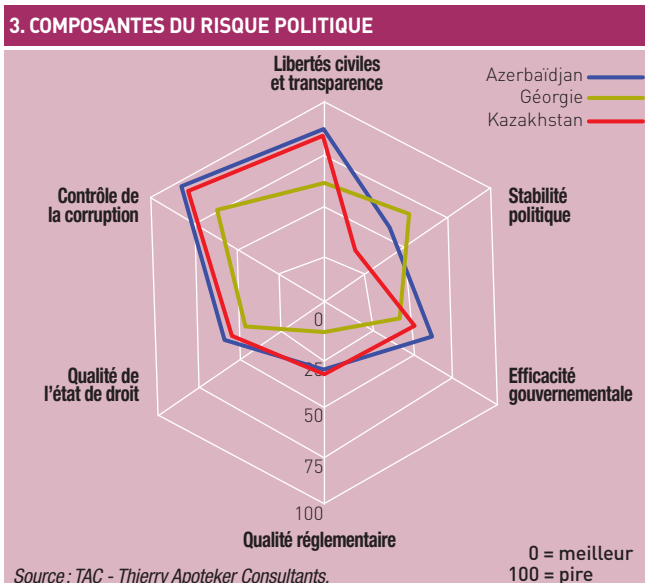
L'analyse permet d'identifier les principaux points de faiblesse ou de vulnérabilité économique et financière de ces trois pays : le taux de change pour l'Azerbaïdjan, le risque de paiement externe pour le Kazakhstan et le risque d'activité pour la Géorgie.

en lien direct avec les effets habituels de ressources «rentières» dans des pays gérés de façon autoritaire. De fait, durant toute la période de transition, ils ont connu des pouvoirs politiques très personnalisés, autour de la famille Aliev (Azerbaïdjan) et Nazarbaïev (Kazakhstan). Sans surprise du fait du caractère très autoritaire et centralisé de ces deux régimes, la stabilité politique apparaît comme un meilleur indicateur, du moins dans une vision de court ou moyen terme. Au contraire, la Géorgie, soutenue par la communauté internationale, a réalisé des réformes institutionnelles et politiques substantielles après la révolution des Roses, en 2003, mais affiche un indicateur de stabilité politique nettement plus mauvais, en particulier après le conflit avec la Russie en août 2008.

DIFFÉRENCIATION MOINS MARQUÉE POUR LE COÛT GLOBAL

La combinaison des performances enregistrées par les trois pays sur les équilibres fondamentaux permet de calculer des notations de risque économique et financier (*ratings*), situés eux aussi sur une échelle de 0 (risque le plus faible) à 100 (risque le plus élevé), sachant que le seuil de 60 dénote, selon cette méthode, un degré de risque aigu.

Le graphique 4 illustre l'évolution de ces notations pour les trois pays depuis 2005. L'Azerbaïdjan enregistre les meilleures notes pour toute la période, tandis que la Géorgie est restée dans une

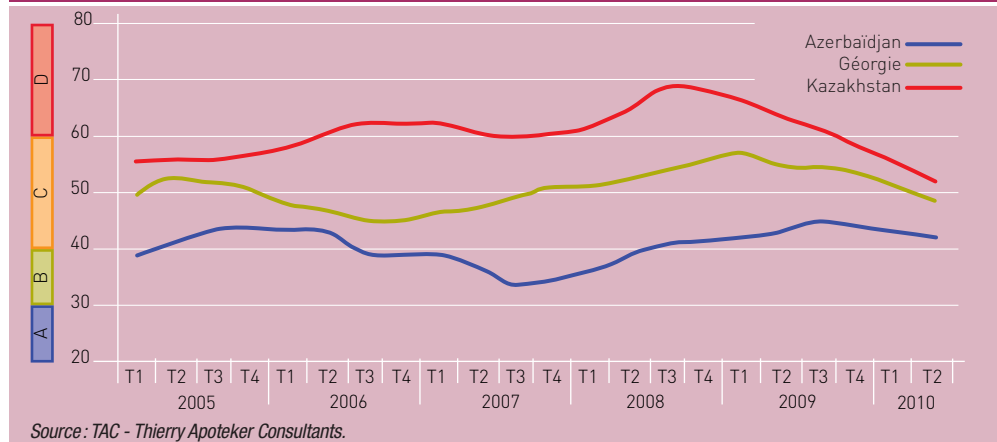


zone du risque moyen (note C) et le Kazakhstan, exportateur de pétrole, est passé plusieurs fois par la zone de risque le plus élevé (note D). Malgré ces différences, tous enregistrent des détériorations avant l'éclatement de la crise globale, avec une amplification des risques pendant la crise et une amélioration, différenciée en termes de calendrier (précoce au Kazakhstan, plus tardive en Géorgie et en Azerbaïdjan) et d'ampleur (forte au Kazakhstan, ici encore plus modeste pour l'Azerbaïdjan). Au total, ces évolutions témoignent d'une convergence relative des degrés de risque, même si la nature de ces risques reste très différente.

Une approche similaire permet de calculer une notation du risque politique. Ces deux notations peuvent alors être complétées par les résultats des outils de signalement de risque de chocs majeurs ou systémiques, signaux de crise (le plus grave) ou indication de vigilance, pour fournir un panorama complet des éléments de risque pays à prendre en compte par l'investisseur.

La dernière étape de la méthodologie RiskMonitor permet alors d'estimer le coût global du risque pays, c'est-à-dire la prime, en points de base (pb), à appliquer

4. ÉVOLUTION DES NOTATIONS DE RISQUE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER



Source : TAC - Thierry Apoteker Consultants.

aux mesures utilisées par ailleurs par l'investisseur pour ses opérations domestiques afin de déterminer le niveau minimum de rentabilité des investissements dans chacun de ces trois pays. Malgré une notation de risque économique et financier correcte, l'Azerbaïdjan affiche le degré global de risque le plus élevé du fait de sa vulnérabilité très élevée à des ruptures systémiques et de la situation politique et de gouvernance particulièrement préoccupante. Le coût du risque pays est ainsi estimé à 575 pb. Le Kazakhstan combine une notation économique et financière plus médiocre, une vulnérabilité

légèrement moins forte aux chocs systémiques et une notation politique un peu meilleure que son voisin azerbaïdjanais, conduisant à une prime globale estimée à 495 pb. Enfin, la Géorgie, en dépit d'une vulnérabilité persistante aux chocs systémiques et d'un niveau de développement moyen nettement plus faible⁽³⁾, combine une notation économique et financière intermédiaire et une meilleure notation politique, conduisant à une prime globale la plus faible parmi ces trois pays, estimée à 425 pb. Pour un investisseur financier ou industriel, ces primes permettent donc de fixer un « prix » ou un « coût » du risque pays, qu'il faut ensuite ajuster en fonction de la nature de l'opération ou du secteur dans lequel intervient l'investissement. Les éléments constitutifs de ces primes permettent, eux, de déterminer les causes ou natures de risque, et donc de mettre en place les stratégies de couverture ou de

protection (juridiques ou financières) face à ces risques pays, encore très élevés dans la région du Caucase et d'Asie centrale. ■

(1) Apoteker T., Barthélémy S., « Predicting financial crises in emerging markets using a composite non-parametric model », *Emerging Markets Review*, Volume 6, Issue 4, December 2005, pp. 363-375;

Apoteker T., Barthélémy S., Legrand I., « Coût du capital et risque pays dans les pays en voie de développement », *Congrès International de l'AFFI « Finance d'entreprise et finance de marché ; quelles complémentarités »*, mars 2006.

(2) Risk-related extra cost of capital (RRECC), dans la version anglaise utilisée dans les outils TAC.

(3) Le PIB par habitant en 2008 est estimé par la BERD à 8 720 dollars au Kazakhstan, 5 510 dollars en Azerbaïdjan et 2 910 dollars en Géorgie

5. RÉSUMÉ DES MESURES RISKMONITOR (OCTOBRE 2010)

	Notations de risque économique et financier	Signal de crise (SC) ou indication de vigilance (IV)	Notations de risque politique
Azerbaïdjan	42	SC	61
Kazakhstan	52	IV	56
Géorgie	49	IV	48

Source : TAC - Thierry Apoteker Consultants.