

**UNIVERSITE ABDERRAHMANE MIRA DE BEJAIA
FACULTE DE DROIT ET DES SCIENCES ECONOMIQUES**

Département des sciences économiques

MEMOIRE

**En vue de l'obtention du diplôme
de Magister en Sciences Economiques
Option : Monnaie, Finance & Globalisation**

Thème

**Essai d'évaluation d'une des composantes du risque-pays :
le risque économique**

Présenté par : Melle MOUHOUBI Noria

Sous la direction du : Dr. SADAOUI Khaled

Jury de soutenance

Président: Dr. AIT SAIDI Ahmed, Maître de conférences, Université A. MIRA, Bejaia.

Rapporteur: Dr. SADAOUI Khaled, Maître de conférences, Université Ferhat ABBAS, Sétif

Examineur : Dr. GUENDOUI Brahim, Maître de conférences, Université Mouloud
Mammeri, Tizi Ouzou

Dr. MELIANI Hakim, Maître de conférences, Université Ferhat ABBAS, Sétif

Jun 2007

**UNIVERSITE ABDERRAHMANE MIRA DE BEJAIA
FACULTE DE DROIT ET DES SCIENCES ECONOMIQUES**

Département des sciences économiques

MEMOIRE

En vue de l'obtention du diplôme

de Magister en Sciences Economiques

Option : Monnaie, Finance & Globalisation

Thème

**Essai d'évaluation d'une des composantes du risque-pays :
le risque économique**

Présenté par : Melle MOUHOUBI Noria

Sous la direction de : Dr. SADAOUI Khaled

Jury de soutenance

Président: Dr. AIT SAIDI Ahmed, Maître de conférences, Université A. MIRA de Bejaia

Rapporteur: Dr. SADAOUI Khaled, Maître de conférences, Université Ferhat ABBAS, Sétif

Examineurs: Dr. GUENDOUI Brahim, Maître de conférences, Université Mouloud
Mammeri, Tizi Ouzou

Dr. MELIANI Hakim, Maître de conférences, Université Ferhat ABBAS, Sétif

Mars 2007

SOMMAIRE	
INTRODUCTION GENERALE	1
PREMIERE PARTIE : NOTION DE RISQUE-PAYS DANS LE DOMAINE DE LA FINANCE INTERNATIONALE	5
CHAPITRE PRELIMINAIRE : LE RISQUE ET SA FONCTION D’EVALUATION	6
Introduction.....	6
Section 1 : La fonction de risque.....	6
Section 2 : La fonction d’évaluation de risque.....	7
Conclusion.....	9
CHAPITRE I : LE RISQUE-PAYS ET SES CARACTERISTIQUES	10
Introduction.....	10
Section 1 : Définitions, typologies et évolution du risque-pays.....	10
Section 2 : L’organisation et la gestion du risque-pays.....	21
Section 3 : La mesure du risque-pays.....	29
Section 4 : Les techniques de couverture de risque-pays.....	36
Conclusion.....	55
CHAPITRE II : LES ACTEURS DE NOTATION DU RISQUE-PAYS	57
Introduction.....	57
Section 1 : La notation du risque pays dans un cadre global.....	58
Section 2 : Les principales agences de notation.....	72
Section 3 : La comparaison des méthodologies de notation.....	89
Section 4 : Le cadre juridique des agences de notation.....	100
Conclusion.....	104
DEIXIEME PARTIE : LA NOTION DU RISQUE-PAYS APPLIQUEE AU CAS DE L’AGERIE	106
CHAPITRE III : L’ALGERIE FACE A LA NOTATION DE L’ICRG	107
Introduction.....	107
Section 1 : Le Guide International du Risque-Pays.....	107
Section 2 : La présentation des indicateurs relatifs au risque économique.....	118
Section 3 : L’élaboration et l’interprétation des notes.....	135
Conclusion	159
CHAPITRE IV : L’ESTIMATION DU MODELE ECONOMETRIQUE	160
Introduction.....	160
Section 1 : la présentation du modèle économétrique.....	161
Section 2 : La présentation du logiciel de travail <i>STATISTICA</i>	171
Section 3 : L’estimation des paramètres du modèle et l’interprétation des résultats.....	175
Conclusion	180
CONCLUSION GENERALE	182
ANNEXES	184
REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES	206
TABLES DES MATIERES	212
RESUMES	216

CHAPITRE PRELIMINAIRE : Le risque et sa fonction d'évaluation

Le risque est l'incertitude qui entoure des évènements et des résultats futurs ⁽¹⁾. Il exprime l'impact d'un évènement qui peut influencer sur la réalisation des objectifs d'une entité économique. Le risque est donc la probabilité qu'un événement, bon ou mauvais, se produit. Généralement on s'attache souvent au coté négatif du risque mais il est important de rappeler que le risque comprend aussi le coté positif.

Ce chapitre portera dans un premier lieu sur la fonction de risque puis on passera en second lieu à sa fonction d'évaluation.

Section I : La fonction de risque

La notion de risque a pris une importance croissante dans la société moderne, parce que si l'action des innovations comporte des avantages, ceux-ci doivent être pesés par rapport à leurs coûts, sachant que le degré du risque découle des avantages que procure l'innovation technologique.

La gestion du risque traduit la volonté d'améliorer le processus décisionnel dans un contexte d'incertitude en maximisant les profits et en minimisant les coûts.

1 - La gestion des risques

La gestion du risque consiste à choisir la meilleure ligne de conduite dans un contexte d'incertitude. Elle a pour but d'accroître les avantages et de réduire les coûts des activités qui comportent un degré d'incertitude.

La gestion des risque aide à :

- Cerner et à écarter les risques importants.
- Faciliter les décisions sur la manière de faire face à ces risques.

La gestion des risques consiste à cerner, analyser, évaluer, traiter, surveiller, examiner et communiquer les risques. Ces activités peuvent être menées de façon systématique ou ponctuelle, sachant bien que c'est la conduite systématique qui donne les meilleurs résultats.

⁽¹⁾ : Stephen HILL « le guide d'introduction à la gestion du risque ».

2- Cerner les risques

La première étape pour maîtriser un risque est de le cerner. Il y a plusieurs types de risques auxquels il faut faire attention.

Une bonne gestion des risques exige une approche globale de façon à cerner une grande variété de risques. Elle exige en outre une surveillance continue afin d'identifier les éléments nouveaux parce que la détention d'une liste de risques aide à éviter, négliger ou oublier certains.

Section II : La fonction d'évaluation de risque

La pratique de l'évaluation s'est développée depuis bien longtemps et cette dernière est devenue aujourd'hui un outil indispensable.

Pour mieux apprécier ce concept on va présenter en premier lieu les acteurs de la fonction d'évaluation, et en second lieu les outils d'évaluations.

1 – Les acteurs de la fonction d'évaluation

Les enjeux, les buts et les méthodes d'évaluation dépendent beaucoup plus de « QUI » fait cette fonction, donc on peut classer les types d'évaluations et les outils en fonction des acteurs eux mêmes. Pour cela on peut citer : l'auto évaluation ; l'évaluation par les bénéficiaires ; l'évaluation conjointe et l'évaluation par un évaluateur extérieur.

1.1 - L'autoévaluation : c'est-à-dire l'évaluation par les acteurs mêmes de l'action. C'est un acte très délicat parce qu'il faut être d'une part très critique , et d'une autre part ne pas inutilement créer des forces négatives qui feraient perdre à l'exercice son efficacité. L'auto-évaluation menée par une équipe sur ses propres activités est un facteur très important de gains. Il reste à trouver les méthodes qui permettent d'être à la fois juge et partie.

1.2 - L'évaluation par les bénéficiaires : c'est un exercice passionnant mais aussi délicat, elle peut être menée soit en amont ou en aval d'une intervention. Cet exercice peut faire ressortir des points positifs ou biens négatifs auxquels les évaluateurs extérieurs n'auraient pas pensé. Malgré cela, ce processus peut aussi facilement déraiper et fera ainsi apparaître des tensions et des conflits d'intérêt.

1.3 - L'évaluation conjointe : elle est menée par une équipe composée d'éléments extérieurs et nationaux y compris les bénéficiaires de l'action. C'est un exercice très difficile même si l'acte de participation existe. Les évaluations conjointes ne peuvent être pratiquées que par des

professionnels de la matière. Mais les tensions sociopolitiques et les hétérogénéités d'intérêt font qu'elles sont souvent très difficiles à mettre en œuvre.

1.4 - L'évaluation par un évaluateur extérieur : ce type d'intervention permet d'avoir un regard neuf sur des situations données. Mais l'établissement d'un cahier des charges de l'évaluation et les termes de références précis pour l'évaluation sont très importants afin d'éviter les dérapages.

2 – Les outils d'évaluation

On peut distinguer deux sortes d'outils à savoir : les outils classés par positionnement dans le temps et les outils classés par rapport à l'objet à évaluer.

2.1 – Les outils classés par positionnement dans le temps

Plusieurs outils ont été mis au point, et d'autres sont en cours de développement pour réalisation des évaluations. Pour cela, on définira trois familles d'outils : les outils utilisés avant l'action sont les *ex-ante* ; ceux qu'on utilise en cours d'action sont les *suivi-évaluation* ; et ceux que l'on qualifiera *d'ex-post* sont utilisés après l'action.

- **Les outils *ex-ante* :** ce sont les outils d'aide à la décision, parmi lesquels on peut trouver :
 - ✓ Les outils d'analyses doivent définir à la fois la situation initiale, les besoins, les contraintes, mais aussi permettre l'élaboration d'un jugement sur les différentes interventions possibles. C'est pour cela qu'on les appelle les outils d'aide à la décision. Certains de ces outils sont très simples reposant sur des exposés simplistes de la situation, ils aboutissent souvent à une proposition unique d'intervention avec une justification à court terme ;
 - ✓ Dans le contexte de développement, les outils mis au point procèdent par modélisation, en essayant de prévoir par les modèles mathématiques l'évolution de certains indicateurs macroéconomiques.
- **Les outils de *suivi-évaluation* :** Ils sont en quelque sorte un système de pilotage des interventions.
 - ✓ Les outils de suivi-évaluation consistent en une série de procédures pour comparer les dynamiques prévues de l'action ou de ses effets, sachant bien que l'objectif principal est de repérer les retards et les décalages s'il y a lieu ;
 - ✓ Ces outils tentent d'intégrer, très tôt en amont, l'évaluation initiale, le déroulement de l'action et l'évolution des situations : il s'agit donc d'une gamme d'outils dont le

but est d'aider à la prise de décision en cours de l'exercice et de suivre l'évolution de ce dernier en fonction de la réalisation d'objectifs spécifiques.

- **Les outils ex-post** : ce sont des outils qui localisent les erreurs du passé pour ne pas les répéter dans l'avenir.
 - ✓ Ils cherchent à comparer : situation initiale, objectifs et situation finale donc il s'agit d'instruments de contrôle de la réalisation des objectifs.

La combinaison de ces types d'outils est complexe mais nécessaire parce qu'elle forme la base de la procédure de l'évaluation.

2.2 – Les outils classés par rapport à l'objet à évaluer

Le choix des outils d'évaluation dépend beaucoup du type d'action à analyser. Il y a une différence entre d'une part les actions d'urgences et de réhabilitation d'urgence et d'autre part les actions de développement. L'impact devrait être immédiat pour les actions d'urgences, alors que les dynamiques socio-économiques ne pourraient être évalué qu'à moyen terme. Sachant bien qu'il n'existe pas de méthodes unique et standard pour évaluer les divers types d'actions d'urgence.

- **Il y a des enjeux sectoriels** : un travail dans un camps de réfugiés demandera des outils d'évaluation différents de ceux nécessaire pour analyser l'impact d'un programme d'aide alimentaire, dans une zone urbaine ou d'une campagne de distribution de médicaments ;
- **Il y a des enjeux liés à la dynamique propre de la crise** : il faudra alors des outils différents pour évaluer l'impact.

Tous ces points devront alors être pris en compte et analysés correctement avant de lancer une décision. Les hypothèses faites dans chacun des cas et pour chacune des situations devront ensuite être validés en ex-post lors de l'analyse de l'impact.

Conclusion

Après avoir présenté dans ce chapitre le risque et la fonction d'évaluation, et pour pouvoir faciliter l'évaluation d'une des composantes du risque-pays, à savoir le risque économique, nous présenterons dans le chapitre qui va suivre le risque-pays dans le détail et ses principales caractéristiques.

INTRODUCTION GENERALE

La libéralisation des marchés financiers et les mouvements de capitaux à l'échelle internationale, donnent lieu à une succession de crises, parce que les économies nationales sont sensibles aux variations économiques externes réelles ou monétaires du système mondial. Et l'ouverture de plus en plus forte des économies engendre des bouleversements financiers qui se transforment en crises internationales et c'est sous cette situation d'instabilité qu'on peut introduire le concept du risque-pays.

L'intensification accrue des phénomènes de rupture dans la sphère financière émergente ces dernières années, a fait de l'analyse risque-pays une approche évolutive qui devient de plus en plus complexe. L'économie et la finance internationale ont fait de cette dernière une composante essentielle de décision stratégique des entreprises en terme d'investissement, d'exportation, de partenariat, de fusion, d'acquisition etc. L'analyse du risque-pays devient essentiel dans le cadre de la mondialisation de l'économie mais elle recouvre à la fois un champ beaucoup plus large, qui comprend l'économie, la géopolitique et l'histoire.

Le risque-pays n'est pas un concept nouveau, il a évolué dans le temps, et ces quelques manifestations citées, ci-après, montrent l'ampleur des déterminants qui le caractérisent :

- En 1951, *Mossadegh* procède à la nationalisation du pétrole iranien.
- Dans les années 70, *La Pen Central Transportation Company* ⁽¹⁾ fait faillite en laissant impayées près de 80 milliards de dollars de créances de court terme détenus par des investisseurs.
- Le 12 août 1982, le ministère des finances du Mexique annonce que le pays sera incapable d'honorer sa dette de près de 80 milliards de dollars.
- Le 29 avril 1996, la Russie conclut avec les pays occidentaux un accord de rééchelonnement pour son endettement extérieur de 40 milliards de dollars.

Ces exemples qui ont marqué des pays différents et qui couvrent des périodes distinctes, sont autant de manifestations de risque-pays. Ils certifient l'amplitude des déterminants entrant dans la définition de la notion : les nationalisations soudaines et inattendues, cessation de paiement, modification des échéances de dettes extérieures d'un pays (rééchelonnement), expropriation, inconvertibilité, troubles sociaux importants et guerres etc.

⁽¹⁾ *Penn-Central Railroad Company* est la principale société de chemins de fer des Etats-Unis .

Ces éléments ont une action directe ou indirecte sur les termes des contrats commerciaux, des investissements de portefeuilles ou industriels, des mouvements bancaires internationaux et de la dette extérieure. Ils ont tous pour point commun de déstabiliser économiquement ou socialement un pays et donc de bouleverser les paramètres sur lesquels pouvaient se baser les engagements financiers internationaux au moment de la conclusion d'un accord de partenariat.

La notion du risque-pays est large. Elle regroupe un ensemble de risques liés à un pays, à savoir : le risque économique, le risque politique, le risque financier etc. et ses analystes ont élaboré et développé depuis plus de trente ans une gamme d'approches méthodologiques du risque. Et les principales sont les suivantes :

- **L'évaluation du risque** : la méthode d'évaluation la plus simple est la grille d'analyse. Celle-ci permet de relever de manière systématique les éléments positifs et négatifs et leurs impacts sur la stratégie de décision dans un horizon de court et moyen termes. Elle permet de mettre en exergue le contexte culturel, religieux et historique, la forme du gouvernement, le rôle des partis politiques et des médiations institutionnelles et de conclure sur le risque d'instabilité lié à un conflit interne ou externe d'origine militaire, politique, économique, racial ou frontaliers. Cette évaluation est qualitative et sa valeur repose sur celle de l'analyste et sur la qualité des informations collectées.
- **L'approche quantitative** : elle s'attache à analyser l'ensemble des conditions d'investissements ou de crédits dans un pays, en relayant les éléments économiques et financiers aux éléments structurels, politiques et sociaux. Cette approche est privilégiée par des institutions telles que la COFACE, la Banque Mondiale, la BNP-Paribas, l'Institut de Finance Internationale à Washington, ou l'*Economist Intelligent Unit* à Londres. Elle se traduit par la compilation d'informations sous la forme d'une note synthèse sur le risque-pays. Dans sa version quantitative, elle peut donner lieu à une démarche économétrique. Un effort de modélisation du risque-pays est apparu dans les années 80 dans plusieurs banques internationales. L'objectif est d'obtenir à la fois une analyse dynamique et donc prédictive, mais aussi des indicateurs d'interactions entre plusieurs éléments de risque, internes et externes. Ces relations permettent ensuite d'évaluer les risques de contamination. Ces modèles sont tous basés sur des calculs plus ou moins sophistiqués de corrélation.
- **L'approche par le classement** : l'approche du risque par le rating consiste simplement à classer des pays selon des indicateurs agrégés des risques. Chaque pays est assorti d'une note pouvant ensuite déterminer un plafond d'encours de risque ou un horizon d'investissement. Les principaux indices de risque macroéconomique sont ceux de la

BERI ⁽²⁾, de Euromoney, de la COFACE, de Moody's, de Fitch, standard & Poor's et de l'ICRG ⁽³⁾, etc.

Le risque-pays est un risque composé, il est constitué de plusieurs composantes dont on peut citer la composante économique, la composante financière et la composante politique.

L'objectif de ce modeste travail est : **l'essai de notation d'une des composantes du risque-pays : la composante économique.** Un certain nombre de questions mérite réflexion à savoir :

- ✓ En quoi consistent la gestion et la mesure du risque-pays ?
- ✓ Est ce qu'il y a moyen de se couvrir contre ce dernier ?
- ✓ Comment s'effectue la notation du risque-pays ?
- ✓ Et enfin quels sont les critères les plus importants dans la notation du risque économique ?

La notation du risque-pays nécessite la mise en place d'une grille d'indicateurs économiques. Pour cela on suppose que les notes du risque économique sont suffisantes pour refléter le niveau du risque pays.

En fonction des données collectées, nous essayerons d'effectuer la notation du risque économique depuis les années 70 à nos jours.

Notre travail se base sur une recherche documentaire et une collecte de données statistiques nécessaires pour notre thème. La recherche bibliographique effectuée au niveau de quelques bibliothèques universitaires nationales (Alger, Bejaia, Sétif, Tizi-Ouzou), le Centre Culturel Français. Les données statistiques ont été recueillies directement auprès des organismes suivants :

- L'Office National des Statistiques.
- Le Ministère des Finances.
- Le Ministère du Commerce.
- La Banque Centrale.

⁽²⁾ BERI: Business Environment Risk Intelligence

⁽³⁾ ICRG: International Country Risk Guide.

La méthode d'investigation de notre recherche se base sur un effort de modélisation d'un ensemble d'indicateurs macroéconomique donnant lieu à des notes de synthèse relatives au risque économique.

En fonction des données disponibles et actualisées, notre travail sera présenté en deux parties : la première est consacré à l'approche théorique du risque-pays, elle est constituée de deux chapitres : le premier est intitulé le risque pays et ses caractéristiques. Ce dernier se base sur la présentation du risque sous ses différentes dimensions. Le deuxième est relatif aux acteurs de notation du risque pays. La deuxième partie a pour but d'appliquer cette évaluation au cas de l'Algérie, elle comprend aussi deux chapitres, le troisième fera l'objet de la notation du risque économique par la méthode de l'ICRG. Et enfin, dans le dernier nous allons essayer de déterminer les indicateurs qui sont plus contributifs à l'explication du risque économique qui a fait l'objet de la notation.

CHAPITRE 1 : Le risque-pays et ses caractéristiques

Depuis les différentes crises financières qu'a connu le monde et surtout après la crise asiatique générée par le décrochage Baht thaïlandais, plusieurs études ont été faites dans le domaine économique, financier et politique. Ces dernières avaient comme références des études relatives au risque-pays et des analyses menées dans ce sens.

Le risque-pays est un concept souvent évoqué, mais il n'est jamais réellement explicité d'une manière détaillée (d'un point de vue conceptuel), ce phénomène d'absence de définition traduit des difficultés théoriques liées à la notion du risque-pays.

Dans ce chapitre, la première section porte sur les définitions typologie et évolution du risque-pays ; la deuxième section est consacrée à l'organisation et la gestion du risque-pays ; la troisième section porte sur la mesure du risque-pays et enfin la quatrième section intitulée les techniques de couverture du risque-pays.

Section I : Définitions, typologies et évolution du risque-pays

Notre travail portera en premier lieu sur quelques définitions relatives au risque-pays, en second lieu on donnera les typologies du risque et on terminera par l'évolution dans le temps de ce dernier.

1 - Définitions du risque-pays

Il existe autant de définitions qu'il y a d'analystes du risque-pays. Les divergences qui apparaissent entre ces définitions découlent principalement de la volonté de cerner le concept par une optique tournée vers les préoccupations des exportateurs, des investisseurs ou des financiers. Harmoniser l'ensemble des définitions est très difficile. L'aspect multidimensionnel du risque et l'existence de plusieurs relations internationales ne facilitent pas la mise en place d'une définition synthétique du risque-pays et de ses composantes. Voici quelques unes de ces définitions.

1.1 - Pancras : il définit le risque pays comme : « *Le risque-pays est l'exposition à une perte d'un prêt international causé par des événements particuliers, interne d'un pays emprunteur, qui sont,*

tout ou partie, sous contrôle gouvernemental, mais absolument pas contrôlable par une société privée ou un individu »⁽¹⁾

Dans cette définition le risque-pays dépend uniquement des flux financiers internationaux (prêts), et son origine est dans les pays emprunteurs. La vision de **Pancras** réduit un petit peu la notion du risque-pays.

1.2 - MAROIS : Bernard MAROIS a une autre définition du risque-pays à savoir « *Le risque-pays est le risque de matérialisation d'un sinistre résultant du contexte économique et politique d'un Etat étranger dans lequel une entreprise effectue une partie de ses activités* »⁽²⁾

MAROIS a donné une définition bien précise de sinistre qui est : « *Le sinistre peut être causé par l'immobilisation d'actifs (confiscation de biens détenus à l'étranger, blocage de fonds, moratoire ou répudiation des dettes), la perte d'un marché à l'étranger pour des raisons non commerciales, ou même une atteinte à la sécurité des personnes* »

Le contexte économique et politique a été défini comme suit : « *Le contexte économique et politique d'un Etat englobe aussi bien des mesures prises par les pouvoirs public locaux que les événements internes (émeutes, révolution), ou externes (guerre ou boycott) voire même des situations particulières, telles l'existence d'une inflation galopante, ou le surendettement vis-à-vis de l'extérieur* ».

L'entreprise est définie comme suit : « *l'entreprise exposée au risque-pays peut être industrielle ou commerciale. Elle peut être également un établissement financier qui a octroyé des prêts à des institutions ou à des firmes résidentes du pays étranger : elle détient alors sur ses emprunteurs des créances, qui sont soumises au risque-pays* »⁽³⁾

La définition de MAROIS à propos du risque-pays s'applique aussi bien au pays d'origine de la firme qu'à l'Etat où cette dernière est installée.

1.3 - Clci : il propose la définition suivante : « *Le risque pays regroupe l'ensemble des paramètres : macroéconomiques, financiers, politiques et sociaux qui peuvent contribuer à la formation de risques autres que strictement commercial lors d'une opération avec un pays émergent* »⁽⁴⁾

⁽¹⁾ Pancras en 1983 in Stéphanie GAUTRIEAD [2002] p. 2

⁽²⁾ : Bernard MAROIS « *le risque pays* » [1990] p5 ; 6

⁽³⁾ : Idem.

⁽⁴⁾ : Clci [1998] in Stéphanie GAUTRIEAD

D'après cette définition on dira que le risque-pays est le résultat de l'environnement des pays étrangers parce qu'il concerne toutes les opérations internationales.

1.4 - Mikdashi : il a défini le risque-pays comme suite : *« Il est généralement considéré comme un cas particulier du risque de crédit. Il provient de l'incapacité ou du refus d'un pays à fournir des devises nécessaires pour satisfaire les engagements financiers externes de l'Etat ou des agents économiques privés solvables opérant dans ce pays. Le risque-pays s'applique aux différentes formes de l'endettement, qu'il s'agisse non négociables (bancaires ou non bancaires), ou de titre de portefeuille d'investissement, ou négoce ».*⁽⁵⁾

1.5 - Michel JURA: Il a donné une autre définition du risque-pays à savoir : *« le risque pays désigne la possibilité d'une perte, ou de dépréciation d'un actif, ou d'une créance sur un pays étranger pour des raisons imputables non pas au débiteur mais à son environnement national. Il dérive principalement des décisions du gouvernement du débiteur : entraves au libre écoulement des flux financiers (contrôle de changes), ou de marchandises (mesure protectionnistes) ; entraves ou taxation des transferts ; expropriation (avec ou sans indemnités) d'une filiale commerciale ou industrielle, et toutes mesures susceptible d'entraver son bon fonctionnement, sa rentabilité ou ses paiements vers l'étranger (dividendes, intérêts, remboursement d'un prêt.. etc.). Il est aussi constitué par divers événements successibles de se produire dans le pays du débiteur, tels que l'émeute, la guerre civile ou étrangère ; une crise politique, sociale, économique ou monétaire, la rupture des relations commerciales et financières avec le pays de l'exportateur (embargo par exemple).*

Le risque-pays est proche, mais différent, du risque politique. Il n'inclut pas des obstacles au recouvrement d'une créance qui ne sont pas du fait du pays du débiteur, tels que l'interruption des relations financières entre le pays l'exportateur et le reste du monde ; par contre, il se compose également de facteurs privés tels qu'une crise économique ou financière. »⁽⁶⁾

1.6 - J. Mathis : *« le risque-pays est une notion large qui regroupe plusieurs risques qui ont en commun de dépendre des conditions globales (non spécifiques) de telle ou telle entité, du pays concerné, économique ; sociale et politique....*

❖ **Le risque souverain :** *réside dans le non paiement de sa dette (principale et intérêt) par un Etat. C'est aussi celui de l'incapacité de payer dans laquelle se trouve un Etat, mais aussi*

⁽⁵⁾ : Zuhayr MIKDASHI « La banque à l'ère de la mondialisation » [1998] p.97

⁽⁶⁾ : Michel JURA « Techniques financières internationales » p. 310 ; 311, Dunod, 1999

celui de son absence de volonté de servir sa dette ou telle ou telle composante de⁽⁵⁾ sa dette globale. En effet en cas de difficulté de paiement, l'Etat débiteur conserve toujours une part de liberté de choix entre les créanciers qu'il entend satisfaire et les autres. Ainsi un Etat défaillant peut préférer honorer ses dettes internes (salaires des fonctionnaires, fournisseurs.....) avant ces créanciers internationaux.

- ❖ **Le risque de non transfert** : il se matérialise lorsque les autorités du pays concerné sont dans l'impossibilité ou refusent de convertir en devises la monnaie locale dont disposent les autres débiteurs, qui, sans ce refus, seraient à même d'honorer le service de leur dette en devise.
- ❖ **Le risque systémique de contre partie** : est celui de la défaillance de nombreux débiteurs à la suite d'une dégradation de la situation économique du pays.
- ❖ **Le risque général de marché** : c'est celui de la variation d'un titre liée à l'évolution générale du marché. Il peut s'agir du risque de taux, du risque-action, du risque de change, du risque sur produit de base.

Tous les risque énumérés ci-dessus relèvent du champ du risque-pays dans la mesure où ils dépendent d'une évolution générale dans le pays concerné, c'est-à-dire, affectant l'ensemble des valeurs du pays ou du moins une catégorie de celle-ci.»⁽⁷⁾

1.7 - S. Robock et K. Simmonds : Pour eux le risque-pays apparaît : « *Quand des discontinuités se font jour dans l'environnement des affaires des pays étrangers, quand elles sont difficiles à anticiper et lorsqu'elles résultent de changements politiques* »⁽⁸⁾

1.8 - T. Brewe : Il a fait dériver le risque-pays de : « *l'incertitude liée à l'environnement politico-économique des affaires et de ses effets sur les entreprises* »⁽⁹⁾

1.9 - F. Boudjedra : c'est la définition la plus récente:«*Le risque-pays : changement politique, corruption, non-transparence institutionnelle, paiement ou modification sur la dette souveraine, guerre et autres...et liée à la probabilité que les changements de l'environnement d'affaires dans un pays . Ces changements peuvent compromettre des bénéfices d'exploitation comme la valeur des capitaux. Ainsi le risque pays est multidimensionnel et omniprésent dans l'ensemble des*

⁽⁷⁾ : Jean MATHIS « *Marchés internationaux de capitaux* » [2000], p.256, 257

⁽⁸⁾ : S. Robock et K. Simmonds [1973], in B. MAROIS [2001]

⁽⁹⁾ Thomas BREWE [1975] in Bernard MROIS [2001]

transactions économiques internationales. Son analyse repose sur des aspects fondamentaux liés aux déséquilibres d'ordre économique, financier et politique. »⁽¹⁰⁾

D'après toutes ces définitions, on pourra dire que le risque-pays est une notion générale, il englobe tous les risques qui peuvent affecter un agent économique dans un pays étranger, ils sont d'ordre économique financier et politique, c'est pour cela qu'on dira que le risque pays est constitué de trois composantes essentielles à savoir : la composante politique, la composante économique, et enfin la composante financière.

2 - Les typologies du risque-pays

Le risque-pays peut être classifié selon plusieurs types recouvrant l'ensemble du champ d'analyse du risque, pour cela on distingue quatre typologies de risque-pays à savoir :

- Le risque sociopolitique et risque économique-financier ;
- Le macro risque et le micro-risque ;
- La différenciation du risque-pays selon les acteurs économiques ;
- La classification selon la nature du risque encouru.

On essayera donc de détailler chacun de ces éléments.

2.1 - Le risque sociopolitique et économique-financier

Dans les différentes études faites sur le risque-pays, on observe que les chercheurs ont souvent tendance à séparer ces deux composantes du risque, Certains s'intéressent à la composante politique et étudient les différentes formes que peut prendre ce risque pour un investisseur. Mais d'autres au contraire limitent leurs champs d'analyse à la composante économique et financière, et privilégient le risque bancaire , c'est-à-dire, le risque pesant sur les créances détenues par les banques auprès des pays en voie de développement, sachant que ces derniers sont des victimes de la crise d'endettement.

En fait ces deux dimensions à savoir la dimension politique et économique sont complémentaire, parce qu'une mesure économique possède en général un aspect politique et

⁽¹⁰⁾ Faouzi BOUDJEDRA « la prise en compte du risque pays dans le choix de l'implantation des IDE dans les pays en développement » [2004] page2

réciiproquement, une décision politique a une incidence directe sur l'aspect économique. Donc on dira que ces deux composantes sont interdépendantes.

2.2 - Le macro-risque et le micro-risque : On peut distinguer le macro-risque du micro-risque à partir des définitions ci-dessous :

- **Le macro risque :** est engendré par la situation politique et économique d'un Etat à un moment donné. Il peut prendre plusieurs formes à savoir : les nationalisations, la restructuration de la dette ; manipulation du cours de change et même lors qu'il y'a imposition de normes techniques discriminatoires vis-à-vis des fabricants étrangers.
- **Le micro-risque :** Il prend en considération l'incidence du macro-risque sur un acteur économique déterminé, ou même, sur un projet industriel spécifique.

2.3 - La différenciation du risque-pays selon les acteurs économiques

La matérialisation ou l'appréciation du risque-pays est différente d'un agent économique à un autre, pour cela on essayera de prendre les agents qui sont les plus exposés, parmi lesquels on peut citer : l'entreprise implantée à l'étranger, l'entreprise exportatrice et enfin la banque.

2.3.1-L'entreprise implantée à l'étranger : Le risque pays peut se caractériser pour une entreprise implantée à l'étranger comme tout acte souverain, capable soit de porter atteint au déroulement normal de l'activité de cette entreprise, ou chacune de ses filiales par l'affectation à la gestion courante de ces dernières toujours de la même manière.

2.3.2- L'entreprise exportatrice : Le risque- pays peut être assimilé, à une entreprise exportatrice, soit :

- ✓ un risque de non recouvrement des créances commerciales détenues sur un importateur étranger à cause des mesures prises par l'Etat d'accueil, par exemple l'interdiction de transférer des devises à des non résidents ;
- ✓ un coût d'opportunité en cas de fermeture d'un marché étranger pour des raisons politiques.

2.3.3- La banque : Le risque-pays équivaut pour une banque au risque d'incidents de paiements comme par exemple, la non reconnaissance de certaines dettes extérieures résultant d'acte ou de ou de comportement de l'Etat débiteur.

2.4 - La classification selon la nature du risque

Plusieurs types de sinistres peuvent engendrer la matérialisation du risque-pays et parmi ces derniers on peut citer quelque uns à savoir :

- La perte d'actifs financiers comme le non remboursement d'une dette, ou encore la perte d'actifs réels due aux nationalisations de filiales, ou alors à la destruction d'une usine ;
- La non réalisation d'un bénéfice à cause de l'annulation d'un contrat pour soit des raisons politiques ou alors une fiscalité discriminatoire sur les bénéfices réalisés par une filiale, et qu'on appelle le coût d'opportunité ;
- Des risques de types industriels peuvent avoir lieu lorsqu'il y a détérioration des outils de production, ou bien lorsqu'il y a boycottage d'un tel ou tel produit;
- Des dangers peuvent atteindre la vie de personnes physiques, comme les menaces de kidnapping ou même d'assassinat, ou bien des dangers qui peuvent toucher l'exercice normal de leurs activités.

Donc la concrétisation du risque-pays peut prendre plusieurs formes à la fois :

- ✓ Dimension industrielle : fermeture d'une usine à cause d'un attentat ;
- ✓ Dimension commerciale : la perte d'une part de marché à cause d'un incident ;
- ✓ Dimension financière : diminution de la rentabilité de la filiale.

3 - L'évolution du risque-pays

L'histoire du risque pays est ancienne. On a toujours cité l'exemple des banquiers florentins qui aux Moyen-Age subirent de lourdes pertes sur les prêts qu'ils avaient octroyé à Edouard III d'Angleterre pour lui permettre de financer le début de ce qui allait devenir la guerre de 100 ans. Plus près de nous les fameux emprunts russes en 1917, la nationalisation de canal de Suez par le président égyptien en 1956. Au cours des années 60 – 70 y eut les nationalisations intervenues dans l'industrie pétrolière au Moyen-Orient et en Algérie.

Le monde académique a mis beaucoup de temps pour se préoccuper du risque-pays en tant que sujet d'étude. Il a fallu attendre le début des années 70 pour lire les premiers articles sur ce thème. Depuis, la littérature sur ce thème s'est élargie à diverses facettes du risque-pays : sa prévision, sa mesure et sa prévention. Pour cela nous avons essayé de présenter la littérature du risque-pays ; ensuite l'évolution de la perception du risque par les entreprises.

3.1 - La littérature relative au risque-pays

Le premier article de référence a été rédigé par Steve REBOCK en 1971, il était préoccupé par les conséquences du risque politique ,qui à l'époque , s'exprimait essentiellement à travers de nombreuses nationalisations , touchant des secteurs variés : industries pétrolière ; les mines et les banques. Par la suite de nombreuses études ont examiné les conditions les conditions dans lesquels s'effectuent ces nationalisations, sachant qu'en 1975 y'avait eu 83 expropriations dont 28 Etats différents, ce qui donne l'équivalent de 14 % de toutes les nationalisations intervenues entre 1960 et 1992.

A partir des années 80, les chercheurs se sont intéressés beaucoup plus au risque-pays lié à l'octroi de prêts aux Etats en voie de développement, et c'est bien sur le moment où ces derniers commencer à ressentir des difficultés de remboursements, sachant que les montants étaient de plus en plus élevés. Les auteurs (comme Cosset et Roy et Eatton ; et Gersovitz et Stiglitz en 1986) se sont alors attachés à distinguer *les risque d'insolvabilité*, des *risques d'illiquidité* ou de *défait de paiements*. Cette période a été marquée par la suspension des remboursements du Mexique, qui inaugurerait toute une série de renégociation de dette, menées dans le cadre du Club de Paris et du Club de Londres, et aboutit à la restructuration de l'endettement extérieur des pays émergents (Plan Baker, Plan Brady...etc)

Parallèlement les chercheurs ont tenu compte des changements qui se sont produits dans l'environnement des affaires des pays en voie de développement. Steve KOBIN a dit dans l'un de ses articles ⁽¹¹⁾, que le risque-pays tendait à se diversifier : sachant qu'en 1980 on n'a enregistré que 5 expropriations de sociétés étrangères ⁽¹²⁾ ; par contre le risque politique s'est transformé en risque *administratif et financier*. La généralisation des cours de change flottants (émergence rapide du risque de change, en tant que danger majeur dans le processus d'internationalisation des firmes) d'où l'émergence de quelques travaux comme Cosset et Doutriaux ⁽¹³⁾ en 1985, et le développement de discriminations diverses (fiscales , juridiques, bureaucratiques) à l'égard des entreprises étrangères :

⁽¹¹⁾ : Steve KOBIN « *le risque politique* » [1979] p.10

⁽¹²⁾ : B. MAROIS « *Le risque-pays* » [2001]

⁽¹³⁾ : Cosset et Doutriaux [1985] « *le risque politique et le taux de change* » p.21

On pourra donc dire que l'élargissement du risque-pays a donné lieu à la mise en place de nouvelles pistes de recherches et d'investigations. Parmi ces dernières on peut désigner les études portant sur l'évaluation du risque.

Des auteurs essayent de mesurer le risque politique et adaptent des techniques de plus en plus sophistiquées en tentant toujours de prévoir au mieux le déclenchement d'éventuelles crises comme par exemple Fitzpatrick. Des essais empiriques sur le risque économique-financier comme celui de Cosset et Roy de 1991 se relèvent contributifs aux progrès de l'analyse risque-pays. On peut également distinguer entre risque économique, financier et le risque politique.

L'analyse risque-pays d'un autre côté permet d'examiner le processus de plusieurs organismes d'évaluations et de mesurer le degré d'association entre ces derniers, et à titre d'exemple sur les auteurs qui ont travaillé sur cette approche nous avons : Gautriaud en 2000; Oetzel, Betts et Zenner en 2000 ; Simpson en 1997 et Cosset, Claude et Roy en 1991. Cette littérature a en commun de considérer que le risque-pays est le fruit de l'environnement macro-économique, financier politique et social.

La littérature la plus récente essaye d'examiner l'impact du risque sur l'investissement. Des analyses permettent d'identifier les facteurs risque-pays qui affectent l'investissement étranger comme : Siingh et Jun en 1995 ; Meldrun en 2000 ; Henisz et Zelner en 1999 ; Lahmann en 1999 et Boudjedra en 2004 et Guessoum en 2004.

Le risque-pays est de plus en plus étudié, mais il est uniquement intégré dans les ouvrages qui traitent l'ensemble des risques financiers c'est-à-dire tout les risques internationaux comme celui de Carck et Marois en 1995, parce que les risques sont interdépendants donc le risque international supporter par une entreprise englobe les différentes approches du risque-pays. Cependant peu d'ouvrages consacrés uniquement à l'analyse du risque-pays sont rares, parmi lesquels on peut citer : D. Frei et D. Rudloff « *les risques politiques internationaux* » 1988 ; Bernard MAROIS « *le risque -pays* » 1990 ; Hacen BENMANSOUR « *Le risque politique dans le nouveau contexte international* » 1994.

Pour synthétiser la littérature présentée sur le risque pays, on peut distinguer trois périodes principales : les premiers travaux réalisés dans les années 70 portent essentiellement sur la définition du risque-pays et l'analyse du concept lui-même. Les années 80 ont vu apparaître plusieurs travaux concernant les méthodes de prévision du risque-pays. Enfin la période la plus

récente a été marquée par de nombreux articles qui s'intéressent à la stratégie de couverture contre le risque.

3.2 - L'évolution de la perception du risque par les entreprises

La gestion du risque-pays a énormément évolué depuis 30 ans, que ce soit au niveau des entreprises exportatrices ou investisseurs à l'étrangers, ou dans les banques détentrices de créances sur des clients localisés dans des pays à risque. Pour cela nous avons essayé d'identifier les principaux changements intervenus dans l'environnement économique et politique des entreprises, ensuite nous allons essayer de donner les implications de ces évolutions sur la façon dont les entreprises perçoivent le risque-pays.

3.2.1 – les modifications de l'environnement économique et politique

Quatre tendances fortes ont provoqué un changement dur dans la vision du risque-pays que les acteurs économiques peuvent avoir : le succès des privatisations ; la multiplications des conflits internes et externes ; la liberté généralisée des mouvements de capitaux ; et l'internationalisation des portefeuilles.

- Le développement des privatisations ne s'est pas limité aux pays industrialisés, mais il a également concerné les Etats en voie de développement d'Amérique Latine, d'Asie et même d'Afrique. Comme on peut rajouter les pays ex-socialistes d'Europe Centrale et Orientale. Cette évolution accompagne bien sur l'émergence de l'économie libérale dans ces pays, et permet aux entreprises des pays industrialisés de racheter des sociétés locales publiques.
- L'apparition des conflits internes tels que les guerres civiles et externes comme l'affrontements entre voisins, due à la disparition du monde bipolaire (ou à deux puissances), qui avait permis, avant 1989, de geler les zones d'affrontements potentielles. On peut donner à titre d'illustration le conflit indo-pakistanaï ; l'Indonésie et le Timor ; la Yougoslavie ainsi que les différents conflits qui ont frappé l'Afrique. Tout ces foyers de guerre ont eu comme conséquences l'accroissement du risque politique et plus globalement, le risque-pays dont il ne faut pas oublier la composante économique et financière qui se sont largement exprimées lors de la crise asiatique de 1997 ou de la crise russe de 1998. Parallèlement les flux de capitaux transfrontaliers ont fortement augmenté en raison de la croissance constante de l'épargne dont disposent les pays industrialisés. Les investisseurs sont à la recherche de nouvelles cibles, que ce soit pour les placements (gestion de

portefeuille international) ou à travers l'achat de titres des multinationales (implanter dans le monde entier).

- Les mouvements de fonds sont favorisés par l'ouverture rapide des frontières, en particulier en matière de change, de la part des pays émergents. L'absence de contrôle des changes permet la réalisation des bénéfices sur place et accélère la circulation des capitaux. Cependant certains pays, tels que la Malaisie ou le Chili ont à un certain moment rétabli le contrôle des changes, indiquant que ce mouvement de libéralisation des flux de capitaux reste fragile. Une raison supplémentaire pour observer en permanence les évolutions du risque-pays.
- L'internationalisation des entreprises comme des portefeuilles en plein essor s'appuie sur la théorie de la diversification géographique, cette diversification augmente la rentabilité globale, elle permet de compenser la stagnation d'une zone par la croissance d'une autre zone dans laquelle l'entreprise est implantée.

3.2.2 – Les changements dans la vision du risque-pays par les entreprises

Compte tenu des changements profonds que connaît l'environnement des entreprises au niveau mondial, les analystes du risque-pays ont été amenés à faire évoluer leurs visions de ce domaine. Plusieurs aspects méritent d'être retenus : dispersion des faits générateurs du risque, la montée en puissance du risque systémique, et l'apparition des risques localisés au niveau des pays industrialisés est due à une sorte de nouvelle réglementation.

Contrairement aux années 70 et 80, où le risque-pays se matérialisait surtout à travers des nationalisations et donc des décisions souveraines des Etats, la période actuelle est marquée par une très grande variété des manifestations du risque-pays. Ainsi en matière de risque politique, l'apparition des faits générateurs de risque s'étend du risque de destruction (guerre civile en Angola ou en Bosnie) au risque administratif (contrôle des changes en Malaisie). Le risque politique est donc devenu multiforme et ne se limite plus aux décisions injustes d'un Etat, mais englobe aussi les collectivités locales.

L'interdépendance du risque politique et du risque économique est expliquée par le cas russe. Une détérioration de l'appareil d'Etat liée à des événements politiques tels que la maladie de Eltsine et la corruption généralisée financée par l'émission de bons de Trésor libellés en roubles. Survient la crise de l'été 1998. Les investisseurs internationaux s'efforcent de retirer leurs capitaux de Russie ; le rouble s'effondre ; l'inflation repart à la hausse ; le premier ministre doit démissionner,

quelque mois plus tard la guerre reprend en Tchétchénie. Cet enchaînement se retrouve dans d'autres circonstances (en Indonésie par exemple où la chute de Suharto coïncide avec l'effondrement de la roupie et la récession généralisée, en fin 1997).

Par ailleurs la mondialisation croissante de l'économie entraîne une interdépendance forte entre les pays, provoquant l'apparition de risques régionaux s'appuyant sur l'effet Dominos, ainsi que l'a montré la crise asiatique qui après avoir éclaté en Thaïlande, s'est propagée en Corée du Sud, en Malaisie puis en Indonésie, débordant ensuite sur HongKong et Singapour. On peut même évoquer la notion de crise systémique, puisque c'est l'ensemble des pays émergents qui ont été touchés par la récession en 1997-1998, la crise asiatique s'est déplacée par contagion en Russie puis en Brésil.

Enfin il serait inexact de limiter le risque-pays aux pays en voie de développement. N'oublions pas que certains Etats industrialisés promulguent des lois qui s'appliquent au delà de leurs frontières : ainsi la juridiction américaine concernant les pays qui investissent à Cuba (loi *Helms-Burton*) ou celle relative aux investissements dans les pays soutenant le terrorisme (loi d'*Amato*). Des entreprises européennes peuvent être confrontées à ce risque politique dérivant directement de la loi américaine.

On peut considérer que les 30 années écoulées constituent la période de formalisation du concept de risque-pays. Bien que dès l'Antiquité les marchands mésopotamiens avaient été conscients de l'existence de ce risque (à la même époque, les banquiers hébreux entretenaient des réseaux de renseignements que leur permettaient de se tenir informés des agissements de leur voisin souvent offensif), il a fallu attendre le début des années 70 pour que les universitaires s'intéressent à cette catégorie de risque et s'efforcent de l'élaborer.

Section II - L'organisation et la gestion du risque-pays

La gestion du risque-pays est différente d'un agent économique à un autre, sachant bien que cette différence est due à leurs manières de percevoir le risque, les entreprises par exemple s'occupent beaucoup plus du risque d'ordre politique et économique, parce que ces derniers affectent directement leurs fonctions d'investissement. Par contre les banques s'occupent beaucoup plus du risque économique-financier, en d'autres termes, elles surveillent particulièrement leurs créances vis-à-vis des pays endettés.

Donc on va essayer de présenter la gestion du risque-pays par les entreprises ensuite par les banques.

1 – Les entreprises

La gestion du risque-pays au niveau des entreprises peut s'effectuer de deux manières à savoir : la gestion habituelle ou bien ordinaire du risque-pays d'une part, et d'autre part l'établissement d'un dispositif qui va nous permettre de détecter une situation de crise et enfin la pratique des entreprises en matière de gestion du risque-pays. Ces éléments vont être détaillés ci-dessous.

1.1 – La gestion habituelle du risque-pays

la gestion ordinaire du risque-pays porte sur trois principaux points : premièrement le moment opportun pour l'évaluation du risque-pays parce que ce dernier varie en fonction des événements apportés par le temps, c'est-à-dire que le résultat relatif à l'évaluation du risque-pays ne sont pas fixes. Deuxièmement les acteurs de l'évaluation du risque-pays dans une entreprise, c'est-à-dire les personnes aptes à suivre cette fonction. Troisièmement et enfin les procédures utilisées par l'entreprise pour se prémunir du risque-pays.

1.1.1 - Le moment opportun pour l'évaluation du risque-pays

L'évaluation du risque-pays est une fonction répétitive, elle doit être déclenchée dans de nombreuses circonstances marquant la vie d'une entreprise notamment à l'occasion :

- D'une décision d'investir dans un pays tiers ;
- De la signature d'un gros contrat avec l'étranger ;
- De la sollicitation d'une autre entreprise pour créer une filiale commune dans un pays tiers ;
- du rachat d'une autre entreprise dans un pays tiers,...etc.

Toutes ces opérations nécessitent des études approfondies pour éclaircir les situations politiques et économiques du pays avec lequel l'entreprise envisage des relations, c'est-à-dire, qu'elle doit évaluer et analyser les risques relatifs à chaque pays étranger.

L'analyse du risque-pays est une fonction nécessaire, elle doit s'intégrer dans le processus du développement de l'entreprise, c'est-à-dire que l'évaluation du risque pays constitue un élément permanent devant faire objet d'un suivi systématique et non pas une fonction ponctuelle dans le cas d'urgence.

1.1.2 - Les acteurs de l'évaluation du risque-pays

L'évaluation du risque pays est une fonction complexe et nécessitant beaucoup de moyens, pour cela on va essayer de présenter les acteurs chargés de cette fonction dans une entreprise, à savoir : les organisations ; les spécialistes du risque-pays et enfin les décideurs finaux en matière de risque-pays.

1.1.2.1 - Les différents types d'organisations

D'après des enquêtes réalisées ⁽¹⁾, la fonction d'évaluation peut se placer dans les quatre coins de l'organigramme de l'entreprise :

- *Au niveau de la direction générale* : Dans ce cas l'évaluation du risque est faite par un analyste attaché au directeur général, sachant qu'il doit avoir accès à la documentation de son supérieur, ainsi il saura mieux orienter la décision finale ;
- *Dans le département des études* : L'évaluation doit être faite soit par un assistant spécialiste ou bien être intégrée dans les fonctions du chef du département ;
- *Au niveau de la direction financière* : à ce niveau l'évaluation du risque est peu satisfaisante car l'analyste est un assistant du directeur financier, donc il a tendance à privilégier le côté purement financier ;
- *L'évaluation par les responsables-pays* : les entreprises multinationales confient l'évaluation du risque-pays à des spécialistes dans un pays ou une zone.

On pourra dire que la fonction d'évaluation du risque-pays est différente d'une entreprise à une autre en fonction de son degré d'internationalisation de ces dernières, cette fonction est à plein temps pour les sociétés pétrolières, elle est à temps partiel pour les grandes firmes et enfin elle constitue une responsabilité informelle pour les entreprises moyennes.

⁽¹⁾ MOCI : Moniteur du Commerce International; risque politique : Organiser l'entreprise, MOCI n° 484 pages 51 à 55.

1.1.2.2 - Les spécialistes du risque-pays

Les spécialistes d'évaluation du risque-pays peuvent appartenir à plusieurs domaines, le spécialiste peut donc être :

- **Politologue** : parce qu'il est bien placé pour comprendre le mécanisme de fonctionnement d'un pays, et il est capable d'anticiper les changements qui peuvent toucher un pays ;
- **Economiste** : il peut mesurer et analyser les données économiques (monétaire ou bien financières) comme l'équilibre de la balance des paiements ; le taux d'inflation ; la production nationale etc. Un économiste peut exercer une influence sur les politiques pratiquées à l'égard des IDE et peut donc déterminer l'évolution de l'endettement extérieur d'un pays ;
- **Homme de terrain** : il doit savoir tirer interpréter parmi les signes observés ceux qui présentent un danger pour un projet donné ou bien pour une exportation.

Etre spécialiste en risque-pays ne concerne pas uniquement une catégorie bien précise de personne, mais elle intègre plusieurs domaines comme par exemple l'informatique qui est un outil de traitement de données (gérer une base de données).

1.1.2.3 - La prise de décision en matière du risque-pays

La prise de décision est un acte qui intègre plusieurs éléments sachant que l'évaluation du risque regroupe : l'étude de la rentabilité du projet ; sa dimension stratégique et le montage financier.

La décision finale concernant le risque-pays n'est pas prise directement par le responsable du risque-pays, c'est donc la direction générale de l'entreprise qui doit prendre la décision après lui avoir exposé les différents éléments déterminants du risque. C'est pour cela qu'on peut trouver des entreprises dotées d'un comité des investissements.

1.1.3 - Les procédures utilisées pour l'organisation du risque-pays

La première étape caractérisant le risque-pays est la mise en place d'un système d'information spécial. Sachant que les sources d'information concernant le risque-pays sont diverses à savoir :

- **Sources internes** : elles concernent les informations requises à l'intérieur de l'entreprise ou bien auprès de filiales implantées à l'étranger ;
- **Les sources externes** :elles regroupent les informations offertes par les organismes publics : l'Office National des Statistiques ; les banques ;les publications spécialisées telles que celles du Fond Monétaire International et la Banque Mondiale ; et enfin les organisations professionnelles sans oublier les informations données par les spécialistes du domaine.

Après avoir pu rassemblé une base d'information, il faut ensuite faire le traitement de ces derniers et cela par la constitution de fiches-pays qui doivent être actualisées pour pouvoir suivre un projet en cours, et s'il s'agit d'un nouveau projet (en cours de négociation) la rédaction d'un rapport de synthèse sur les origines de ce dernier ainsi que les risques qu'il lui sont rattachés.

Il est nécessaire de mettre au clair l'objectif qu'on veut atteindre dès le départ. Le problème qui se pose est le coût lié à cet objectif parce que d'un côté il y'a le coût des études achetées à des tiers par comparaison au coût d'une évaluation interne, et de l'autre coté il y a les compétences dont dispose l'entreprise en l'absence de spécialistes.

1. 2 – La cellule de crise

Les événements imprévisibles nécessitent l'étude du risque-pays. Lors de la réalisation de ces évènements l'entreprise va être amenée à constituer une cellule de crise pour gérer ces derniers. Pour mieux apprécier le rôle de la cellule de crise, on va essayer de présenter sa vocation.

➤ **La vocation d'une cellule de crise**

L'objectif majeur d'une cellule de crise est son intervention lorsqu'un évènement imprévisible survient pour cela on peut citer :

- La réalisation d'un conflit avec l'Etat d'accueil à cause d'incidents ;
- Des menaces sur des personnes comme l'enlèvement d'un dirigeant et pouvant donner lieu ensuite à un chantage exercé sur la société.

Ainsi la cellule doit faire face, c'est-à-dire intervenir pour négocier et mettre fin à la situation de crise en ayant un lien avec les différentes parties concernées par l'évènement tels que :

la police, les journalistes, les pouvoirs impliqués parmi lesquels le gouvernement local, le personnel de l'entreprise sans oublier les actionnaires.

1.3 - La pratique des entreprises en matière de gestion du risque-pays

Trois types de gestion du risque-pays peuvent résulter en fonction de la taille de l'entreprise : l'entreprise de taille moyenne ; l'entreprise en cours d'internationalisation ; et les entreprises multinationales.

1.3.1 - Les entreprises de taille moyenne ayant moins de dix filiales à l'étranger

Ce genre d'entreprises n'a pas une structure spécifique à la gestion du risque pays, cette fonction est assurée par la maison mère plus précisément soit au niveau de la direction générale, soit au niveau de la direction financière.

1.3.2 - Les entreprises en cours d'internationalisation

Une entreprise qui enregistre une importante croissance et qui a une expérience internationale doit formaliser la gestion du risque-pays. Elle va donc accorder cette fonction à un responsable risque-pays qui sera intégré soit dans la direction générale ou bien dans la direction des études. A ce niveau cette fonction est à temps partiel et nécessite du responsable la mise en place d'un système d'information spécifique au risque-pays.

1.3.3 - Les entreprises multinationales

Leurs activités sont incluses directement dans l'économie mondiale d'où la nécessité de plusieurs experts en matière de risque-pays, sachant que certaines compagnies pétrolières américaines constituent des équipes relatives au risque-pays dont l'effectif de spécialistes s'élève à plus de 20 personnes.

2 – Les banques

Après avoir expliqué la gestion du risque-pays dans les différentes catégories des entreprises, on essaiera de procéder de la même manière mais cette fois-ci au niveau des banques.

2.1 – La gestion du risque-pays

Pour traiter la gestion du risque-pays au niveau des banques on procédera exactement de la même manière qu'au niveau des entreprises, c'est-à-dire qu'on premier lieu on notera le moment opportun pour l'évaluation du risque-pays, ensuite les acteurs de cette fonction et enfin les procédures d'organisation du risque-pays.

2.1.1 - Le moment opportun pour l'évaluation du risque-pays

La fonction d'évaluation du risque-pays au niveau des banques doit être assurée en continu, c'est-à-dire d'une manière régulière est avoir une structure permanente. La banque utilise des tableaux de bord actualisés pour superviser l'évolution des risques en prenant en considération les changements économiques et politiques que peuvent connaître les pays sur lesquels la banque détient des créances.

2.1.2 - Les acteurs de la fonction d'évaluation du risque-pays

Cette mission peut se situer à plusieurs niveaux différents les uns des autres, à savoir : la direction des études économiques ; les directions des zones géographiques et la direction des opérations internationales.

2.1.2.1 - La direction des études économiques : s'il s'agit d'un établissement financier de taille moyenne, l'évaluation du risque sera faite par le responsable du risque-pays, mais lorsqu'il s'agit d'une grande banque, la fonction d'évaluation sera attribuée a une cellule spécialisée .

2.1.2.2 - Les directions de zones géographiques : dans ce cas l'évaluation du risque est faite par des analystes géographiques, c'est-à-dire ceux qui ont des renseignements spécifiques à des pays données.

2.1.2.3 - La direction des opérations financières internationales : cette direction a pour mission généralement les opérations liées à l'activité du marché des eurodevises ⁽²⁾ : les eurocrédits

⁽²⁾ Le marché des eurodevises se réfère au système bancaire international. Une eurodevise est définie comme toute devise librement convertible, tel que le dollar ou le yen déposé dans une banque à l'extérieur de son pays d'origine. La nationalité du propriétaire du dépôt est sans importance : un dépôt aux USA est en dollars (même s'il appartient à un français), et en eurodollars s'il est placé en France (que son propriétaire français ou non). Les eurodollars ne sont pas ainsi appelés parce qu'ils circulent en Europe : le même nom s'applique à un dépôt à Tokyo ou à Singapour. C'est l'implantation de la banque et non sa nationalité qui détermine la référence « euro » ; ainsi l'euroyen pourrait bien être déposé dans l'établissement parisien d'une banque japonaise, et l'eurodollar dans l'établissement londonien d'une banque américaine. Donc le terme « euro » ne doit pas être confondu avec la monnaie unique européenne.

et les euroémissions, sachant que les membres du personnel de cette direction sont en contacte directe avec les prêteurs et les emprunteurs.

La catégorie la plus utilisées pour l'évaluation du risque-pays est la direction des études économiques parce qu'elle est la mieux placée pour cette fonction, et elle est intégrée dans le personnel de la banque, donc ils vont mener cette fonction avec sérénité.

2.1.3 - Les procédures d'organisation en matière de risque-pays

Il existe plusieurs niveaux pour le processus de décision :

- **1^{er} niveau** : L'analyse de la situation économique et financière d'un pays, sur lequel la banque détient des créances, doit être permanente et ces informations doivent être à jour. Ces études se font au niveau de la direction des études et elles concernent plusieurs pays.
- **2^{ém} niveau** : la mesure de l'exposition réelle de la banque au risque sur chacun des pays concerné et la détermination des caractéristiques relatives à chacun comme par exemple le type de prêt ; la durée moyenne du prêt ; l'état des restructurations éventuelles...etc.
- **3^{ém} niveau** : La mise en place des plafonnements de crédit par pays. L'étude ne doit pas porter uniquement sur le présent et le futur de chaque pays, mais elle doit même prendre en considération son historique ainsi que son expérience avec certains pays.
- **4^{ém} niveau** : La prise de décision finale pour les nouveaux prêts se fait au niveau du comité des engagements ⁽³⁾ qui se réunit une fois par semaine pour sélectionner les dossiers de demande de crédit pour lesquelles les crédits seront accordés.

L'analyse du risque-pays ne porte pas uniquement sur l'acceptation ou le refus d'un nouveau prêt, mais elle détermine aussi le taux d'intérêt qu'elle va appliquer, et la marge ou bien le *spread* qu'elle va ajouter au taux de référence (PIBOR , LIBOR⁽⁴⁾ ...).

La gestion du risque-pays est une mission qui regroupe tous les éléments de la banque, s'il y a une part qui n'est pas impliquée au premier niveau, elle aura sa part au moment de prise de décision finale.

⁽³⁾ **le comité des engagements** : ce comité regroupe la direction des études économiques, les fonctionnels, les opérationnels géographiques, les spécialistes du risque et le directeur général.

⁽⁴⁾ **LIBOR** : London Inter Bank Offred Rate, c'est un taux de référence sachant que les taux appliqués sur les autres place se décline à partir de celui de Londres, il y'a aussi **PIBOR** à Paris, **FIBOR** à Francfort, et le **TIBOR** à Tokyo.

Section III - La mesure du risque-pays

Pour pouvoir mesurer le risque-pays, il faut se positionner, c'est-à-dire prendre une approche bien précise, pour cela on va essayer de se situer dans l'optique exportateur, sachant que ce dernier doit évaluer le risque-pays qui affecte ses contrats ou bien un marché étranger, ensuite le risque relatif à un industriel implanté à l'étranger, et enfin le risque-pays qui pèse sur un banquier, c'est-à-dire qui s'applique sur son portefeuille de créances.

1 - L'exposition commerciale au risque-pays

L'exposition commerciale au risque-pays peut prendre plusieurs formes, ces dernières sont relatives à la nature des biens exportés (des biens d'équipement ou des biens de consommation), et en fonction de la nature du contrat (par exemple un contrat à long terme avec un acheteur public, ou bien la vente à plusieurs clients privés. Pour le cas de l'acheteur public, le montant est important et son paiement va s'étaler sur une longue durée, et dans le deuxième cas l'exportateur commercialise des produits courant à travers un réseau de distribution locale dont la durée de paiement est de courte durée).

1.1 – L'exposition au risque-pays à cause d'un grand contrat

Lorsque le contrat représente un montant important, comme la vente de bateaux ou d'avions, en d'autres termes, les biens indispensables pour un pays dans la valeur est trop importante, l'exportateur peut subir le risque-pays d'où la nécessité de couverture, parce que la matérialisation d'un sinistre dans le pays importateur peut mener l'entreprise exportatrice à la faillite.

Mais les techniques utilisées pour le financement de ce genre de contrat (le crédit fournisseur ou le crédit acheteur dont la définition viendra juste après) transfèrent soit la totalité ou bien une part importante de ce risque vers des tiers comme les compagnies d'assurance par exemple.

- **Le crédit fournisseur** ⁽⁵⁾ : est accordé par une banque à un exportateur en refinancement de facilités consenties par celui-ci à son client étranger. Le recours à cette procédure est largement majoritaire, car elle apporte une sécurité accrue à la banque en cas de défaillance

⁽⁵⁾ Yves SIMON, Techniques financières internationales, édition Dunod, p 351

de l'acheteur : c'est l'exportateur qui devra rembourser, et ce sera à lui d'engager une procédure à l'étranger ou subir les délais et les formalités d'une couverture COFACE.

- **Le crédit acheteur** ⁽⁶⁾ : est accordé par la banque à l'acheteur étranger ; il est débloqué au profit de l'exportateur, à titre de paiement de la marchandise, et remboursé (capital et intérêts) par l'importateur. Cette procédure n'est pas la plus courante car, en cas de défaillance du débiteur, elle oblige la banque à supporter les inconvénients d'un recouvrement contentieux à l'étranger, ou à perdre la fraction non indemnisée par la COFACE.

1.2 – L'exposition au risque-pays liée à un commerce courant

Le commerce courant correspond aux opérations d'achat et de vente dont les contrats de financement sont à court terme, ainsi la mesure du risque-pays suit une démarche géographique, c'est-à-dire que le risque est différent d'un pays à un autre ainsi que d'une zone à une autre. Les opérations de ventes sont différentes entre elles sachant qu'il existe des opérations couvertes contre le risque de non paiement par l'existence de garanties, et d'autres non.

Donc un exportateur qui gère soit : les grands contrats ou bien des contrats composés de flux continus d'opérations de montant limités, mesure le risque de la même façon, et ce sera de la manière suivante : en faisant la distinction entre les opérations couvertes et celles qui ne le sont pas, ensuite faire la classification par pays et par échéance, ainsi l'exposition sera égale au montant de créances commerciales.

En essayant de prévoir des événements plus ou moins défavorables tel que le blocage de fonds ou bien la faillite d'un client ; l'exportateur pourra faire usage des calculs probabilistes pour déterminer ses pertes potentielles sachant que ces dernières sont évaluées sous la forme d'un écart-type (σ^2).

2 – L'exposition industrielle au risque-pays

L'exposition industrielle au risque-pays correspond au risque-pays qui peut toucher un investisseur qui souhaite s'implanter industriellement dans un pays étranger. Pour cela notre travail va porter sur deux parties la première sera consacrée à l'importance du projet et la deuxième portera sur les obstacles liés à l'évaluation du risque-pays d'une filiale implantée dans un pays étranger.

⁽⁶⁾ Yves SIMON, Techniques financières internationales, édition Dunod, page 353.

2.1 – L'exposition d'un projet industriel au risque-pays

Elle fait apparaître trois éléments principaux à savoir : l'indispensabilité du projet pour l'Etat d'accueil ; le suivi du projet (services après vente) et le contexte institutionnel.

2.1.1 – Le degré d'importance du projet : si la réalisation du projet est parmi les objectifs prioritaires du pays d'accueil, c'est-à-dire que ce projet est indispensable pour le pays ou bien une région donnée, le risque de rupture de contrat de réalisation du projet est moindre car l'interruption du projet atteint directement l'économie de la région.

2.1.2 – L'importance du suivi du projet : le bon fonctionnement d certaines usines clef en mains ⁽⁷⁾ nécessite un suivi technique que seul l'entreprise réalisatrice de ce projet pourra le faire, sachant que les pièces de rechange et le savoir faire lui appartient. L'Etat d'accueil est donc dépendant vis-à-vis de la technologie importée. Alors cette dépendance fera disparaître le risque de non paiement.

2.1.3 – Le contexte institutionnel : Cet élément regroupe toutes sortes d'interventions menées par les pouvoirs publics, comme l'insertion du projet dans un accord d'échange, par exemple échange d'équipement industriel contre le gaze naturel . La relation de contre partie entre ces deux pays fait que le risque est moindre.

2.2 – L'exposition d'une entreprise au risque-pays

Après avoir citer les éléments qui font réduire le risque-pays, on essaiera de présenter une méthode de mesure de ce dernier.

2.2.1 – Les facteurs de vulnérabilité d'une filiale étrangère : Le degrés de vulnérabilité d'une entreprise industrielle ou bien commerciale implantée à l'étranger dépend : de l'importance de l'investissement dans l'Etat d'accueil ; de la technologie utilisée par cette entreprise ; ainsi que le profil de l'investisseur.

- **La nécessité de l'investissement dans l'Etat d'accueil :** cet élément concerne beaucoup plus le secteur dans lequel s'effectue l'investissement étranger, c'est-à-dire que la possibilité d'interrompre un projet indispensable pour l'économie du pays d'accueil est moindre ;

⁽⁷⁾ Une usine clef en mains est une usine construite par un investisseur étranger, les technologies utilisées dans cette usine sont aussi importées, sachant qu'à la fin de réalisation de ce projet, l'Etat d'accueil n'aura qu'à faire fonctionner cette usine.

- **Les technologies utilisées :** lorsqu'une entreprise étrangère fait usage de nouvelles technologies dans la réalisation de ses projets, le risque qui pourra affecter cette entreprise sera très faible, parce que le pays d'accueil fera en sorte qu'il profite pleinement de ces technologies importées ;
- **Le profil de l'investisseur :** cet élément regroupe des facteurs personnels à l'entreprise étrangère, comme par exemple son comportement dans le passé avec le pays d'accueil, en d'autres termes l'existence de bonnes relations ou non dans le temps passé.

2.2.2 – Les méthodes de mesure du risque d'investissement

Pour pouvoir mesurer le risque-pays relatif à un investissement étranger, on doit faire usage d'une des trois méthodes suivantes : le recours à la théorie financière ; l'utilisation des techniques de prévision du risque-pays ; ou alors le recours à la théorie des jeux.

2.2.2.1 - L'usage de la théorie financière : le risque financier est l'une des composantes du risque-pays, sachant qu'il caractérise toutes sortes d'investissement local ou bien étranger. L'élément principal pour la mesure du risque financier d'un investissement est fait par l'écart type des rendements. C'est donc un élément important pour l'évaluation du risque-pays.

2.2.2.2 - Les techniques de prévision du risque-pays : Les méthodes prévisionnelles caractérisent beaucoup plus le macro-risque et non pas des détails relatifs à un projet.

2.2.2.3 - L'usage de la théorie des jeux : La théorie des jeux est une émanation de la théorie des probabilités. Elle représente l'application des mathématiques à la description et à la résolution des problèmes liés aux jeux (comme les échecs ou le poker), aux guerres, et à l'économie.

3 – L'exposition bancaire au risque-pays

Elle regroupe deux cas à savoir : d'une part la différence entre les dettes et les engagements vis-à-vis des non résidents, et d'une autre part la différence entre les créances et les avoirs à l'égard des non résidents. Le calcul de cette exposition nous a amené à identifier les crédits et ensuite faire une classification de ces derniers selon plusieurs critères, et enfin définir la notion du portefeuille de prêts.

3.1 – L'identification des crédits risqués

Dans cette catégorie de crédits, ceux assurés par n'importe quel organisme sont exclus c'est-à-dire que les prêts qui bénéficient d'une couverture contre le risque ne sont pas inclus. Le risque relatif à un crédit, assuré par un organisme d'assurance comme la COFACE par exemple, est assuré à hauteur de 90 à 95 % par cet organisme, donc la banque supporte uniquement la partie résiduelle qui est de 5 à 10 %.

Mais d'autre part les banques peuvent accorder des crédits dont le risque est à 100 % à leur charge comme le cas des eurocrédits ⁽⁸⁾ par exemple c'est bien sûr à ce genre de crédit qu'on doit calculer l'exposition du risque.

3.2 – La classification des crédits par plusieurs critères

On peut classer les crédits selon plusieurs critères comme par exemple l'échéance des crédits ; la nature de l'emprunteur ; la catégorie du pays emprunteur ainsi que la nature du crédit.

3.2.1 – L'exposition au risque par échéance des crédits

L'échéance d'un crédit est un des principaux éléments relatifs au risque, c'est-à-dire que le risque de non remboursement est plus important dans les crédits à long terme que dans la catégorie des crédits à court terme.

3.2.2 – L'exposition au risque par catégorie de pays

On peut faire la classification des pays selon plusieurs éléments dont : le niveau de (PNB/habitant), et on distinguera les pays riches des pays pauvres ; profil industriel : pays industrialisés, pays pétroliers, pays émergents, pays en voie de développement ...etc.

⁽⁸⁾ Les eurocrédits sont des prêts bancaires à moyen ou long terme financés par des ressources provenant du marché des eurodevises. Les eurocrédits sont créés par transformation, cette technique consiste pour une banque à alléger le terme d'une opération, c'est-à-dire à consentir un prêt dans la durée est supérieure à celle de la ressource correspondance, il en est ainsi d'un crédit à 5 ans financé par un dépôt à 6 mois. Sachant que la transformation n'est pas spécifique au marché international.

3.2.3 – L'exposition au risque par les types d'emprunteur

On peut distinguer deux sortes d'emprunteurs : les créances sur les Etats ou bien les privés qui bénéficie d'une couverture de l'Etat ; et celle sur les entreprises privés ou bien un établissement financier.

3.2.4 – L'exposition au risque par nature de crédit

C'est la destination du crédit qui va nous indiquer l'exposition au risque dont on peut citer par exemple une ligne de crédit pour le financement d'un projet industriel, ou bien un crédit pour aider le rééquilibrage de la balance des paiements.

Donc ces différents critères nous permettent d'éclaircir la structure des créances qu'une banque détient sur les emprunteurs étrangers.

3.3 – Définition du portefeuille de prêt

Le portefeuille de prêt regroupe l'ensemble des crédits accordés par une banque à des emprunteurs non résidents.

Le calcul du rendement d'un portefeuille noté \overline{R}_p est possible et se calcule comme suit :

$$\overline{R}_p = E (R_p) = \sum_{j=1}^m \alpha_j \overline{X}_j$$

- α_j : mesure la part de l'actif « j » dans le portefeuille global « p »;
- \overline{X}_j : représente l'espérance mathématique du rendement de l'actif « j ».

Sachant que le risque lié au portefeuille est mesuré par l'écart type dont la formule est :

$$\sigma_p = E (R_p - \overline{R}_p)$$

Avec :

$$R_p = \sum_{j=1}^{j=m} \alpha_j X_j$$

Le risque global du portefeuille dépend alors du risque lié à chaque actif et ainsi qu'à la composition du portefeuille lui-même, c'est-à-dire à la localisation géographique des investissements.

La banque peut alors jouer sur la composition du portefeuille pour réduire son exposition au risque-pays, donc maximiser le rendement de son portefeuille, sachant que la réalisation de cet objectif s'effectue par la diversification internationale du portefeuille par la mise en place de règles précises en matière de plafond d'engagements par débiteur et par pays.

Selon Walter⁽⁹⁾ un portefeuille de prêts internationaux efficients peut être construit lorsque les taux de rentabilité des prêts ont été calculés, le degré d'aversion au risque de la direction de la banque est connu et que la prime de risque supportée par chaque pays est quantifiée⁽¹⁰⁾. Dans ce cas l'objectif du banquier réside dans la maximisation de la valeur économique de ses actifs qui peut se formuler ainsi.

$$PV_J = \sum_{t=0}^{t=n} \frac{E(F_t)}{(1 + i_t + \beta_t)^t}$$

- PV_J : La valeur actuelle d'un flux de revenus futurs associés à l'exposition de la banque vis-à-vis d'un pays particulier ;
- $E(F_t)$: La valeur espérée des revenus futurs à la date « t », sachant qu'elle est composée du remboursement du principal, des intérêts de l'emprunt et des différentes commissions qu'encaisse la banque ;
- i_t : le taux d'actualisation ;
- β_t : C'est la prime du risque relatif à chaque pays.

⁽⁹⁾ Ingo Walter : international capital allocation in Bernard MAROIS : le risque-pays, page 48.

⁽¹⁰⁾ Cette prime est fonction du degré du risque de chaque pays, elle peut être déterminé à partir des grilles de cotation de chaque pays où chaque Etat est classé par rapport à d'autre en fonction du risque-pays.

Ce qui peut vraiment affecter un prêteur est l'existence de corrélations entre les différents risques-pays relatifs à chaque emprunteur constituant son portefeuille international, parce que ces dernières ne peuvent pas apparaître lors de l'analyse du risque par pays.

La mesure de l'exposition d'un projet d'une entreprise ou d'une banque au risque-pays n'est pas facile à réaliser à cause de l'existence d'éléments qualitatifs ou bien difficilement quantifiable. Mais l'usage de la théorie financière permet de mieux formaliser le risque-pays pesant sur un investissement ou un portefeuille de prêts par l'écart type.

Après la mesure du risque pays il est donc nécessaire d'anticiper son évaluation par une étude prévisionnelle qui sera l'objet de point suivant.

Section IV : Les techniques de couverture de risque-pays

Le risque-pays peut toucher plusieurs catégories d'agent économique et pour mieux expliciter les techniques de couvertures on est amené à répartir notre travail en trois sections à savoir : les moyens de couvertures utilisés par les exportateurs ; les moyens de couvertures utilisés par les investisseurs ; et enfin les moyens de couvertures mis en place par les banques.

1 – Les moyens de couverture utilisés par les exportateurs

Le risque qui peut affecter un exportateur est toujours celui de non paiement de la marchandises par l'acheteur étranger à cause des raisons politiques ou bien économiques relatives à son pays.

Pour se couvrir contre le risque-pays, l'exportateur possède deux sortes de moyens de couverture qui sont les techniques internes et les techniques de couverture externes.

1.1 – Les techniques de couverture internes

Elles peuvent être mises en œuvre dans le cadre des procédures de gestion de l'entreprise, elles ont pour objectif soit de réduire l'exposition au risque-pays, ou bien, d'augmenter la marge bénéficiaire d'une exportation en jouant sur les prix de vente.

1.1.1– La diminution de l'exposition au risque-pays

Dans cette technique, l'investisseur doit faire une liste des pays en fonction des risques, et faire une sélection de ceux dont le risque-pays est moins important, afin d'éviter de travailler avec les pays à risque. Mais cette approche a un inconvénient trop important, parce que parfois ce sont les pays risqués qui sont des marchés dont les proportions de gains sont plus élevés, et le fait de les exclure pénalise les gains de la firme exportatrice, donc la technique de sélection des pays ne doit pas prendre le risque-pays isolément, mais il faut prendre en considération la combinaison (risque / rentabilité).

La firme exportatrice peut procéder inversement, c'est-à-dire diversifier géographiquement ses marchés, sachant que la théorie financière stipule que la diversification internationale des actifs réduit le risque à rentabilité égale. Pour appliquer cette démarche, on doit prendre en considération les corrélations possibles entre pays en matière de risque, l'exportateur devant disposer des moyens matériels et humains pour gérer la diversification des marchés.

1.1.2 – L'augmentation de la marge bénéficiaire

Tout risque peut être quantifié. Sa mesure s'effectue sous forme d'une prime ajoutée au taux de la marge exigée sur une exportation. La prime de risque est fonction du degré de risque encouru se répercute sur l'acheteur sous forme d'un sur-prix ajouté au prix normal de vente.

Les primes de risque sont données par les agences de notation sous forme d'échelle allant à titre d'exemple de 0 % pour les pays sans risque, et à 50 % pour les pays risqués. Dans certains cas l'entreprise se voit obligée d'abandonner un marché au lieu de vendre à des prix trop élevés, et qui ne couvre pas le risque encouru.

1.2 – Les techniques de couverture externes

Les techniques de couverture externes ont pour objectif de transférer le risque à un tiers, comme la banque dans le cas d'un crédit documentaire irrévocable et confirmé ; les établissements financiers spécialisés par le biais de l'affacturage ou le forfaitage ; la COFACE dans le cadre du crédit acheteur comme on peut citer également les assurances publiques ou privées.

1.2.1 – Le crédit documentaire⁽¹¹⁾

Le crédit documentaire est un arrangement par lequel une banque agit à la demande de l'acheteur d'une marchandise (le donneur d'ordre), elle est chargée de payer le vendeur (le

⁽¹¹⁾ Yves SIMON, Techniques financières internationales, édition Dunod

bénéficiaire) contre remise des documents convenus si les conditions stipulées sont satisfaisantes. La procédure est donc mise en œuvre avec trois intervenants :

- le donneur d'ordre (l'acheteur de la marchandise) qui initie l'opération en demandant à son banquier de payer en son nom ;
- le bénéficiaire (le vendeur de la marchandise) qui sera payé à la fin de la procédure ;
- la banque émettrice qui paie la marchandise au comptant ou à terme, au nom du donneur d'ordre ; elle peut aussi agir par l'intermédiaire d'un correspondant dans le pays du bénéficiaire ; en retour celui-ci lui expédie les documents qui attestent la conformité de la marchandise à la commande ; après vérification, la banque émettrice paie le vendeur puis récupère son argent auprès du donneur d'ordre.

La nature du crédit documentaire est liée au caractère définitif ou non de l'engagement de la banque émettrice, pour cela deux formes de crédit documentaire sont à envisagées: le crédit documentaire révocable et le crédit documentaire irrévocable.

- **Le crédit documentaire révocable :** la banque peut révoquer ses engagements, sur ordre de son client, ou de son propre chef (si elle s'estime plus couverte par l'importateur par exemple). Dans cette forme de crédit documentaire, l'acheteur de la marchandise est bien protégé, car le paiement n'aura lieu que s'il y'a conformité ; il n'en est pas de même du vendeur, qui peut voir ses documents refusés sans motif (et non payés) si la révocation intervient après son expédition. La révocation d'un crédit documentaire donne généralement lieu à notification au bénéficiaire, mais la banque émettrice n'y est pas tenue.
- **Le crédit documentaire irrévocable :** la banque ne peut pas se libérer de ses engagements vis-à-vis du bénéficiaire, et cela pour quelque raison que ce soit ; cela implique bien sur qu'il en soit de même pour le donneur d'ordre. Il en résulte par exemple que la banque est engagée (et doit payer la marchandise si les documents sont conformes) même en cas de défaillance du donneur d'ordre (qui ne pourra pas la rembourser) ; c'est à elle de prendre les précautions nécessaires pour être protégée de son client.
- **Le crédit documentaire irrévocable e confirmé :** La banque peut confirmer le crédit documentaire, c'est-à-dire donner au bénéficiaire sa garantie de bonne fin (sous réserve que les conditions posées : documents, date etc., aient été satisfaites), la banque confirmant au vendeur le paiement de sa marchandise même si le règlement ne lui est pas parvenu. Le crédit documentaire irrévocable et confirmé constitue pour le vendeur la meilleure garantie d'être payé.

1.2.2 – L'affacturage ⁽¹²⁾

L'affacturage est une activité financière exercée par des sociétés spécialisées, il consiste à financer le poste client de sociétés industrielles et commerciales et à procéder au recouvrement de leurs créances commerciales. Lorsqu'une entreprise recourt à l'affacturage, elle cède l'intégralité des créances liées à son chiffre d'affaires domestique ou à l'exportation, à la société d'affacturage, dite *factor*. Le *factor* paie au comptant l'intégralité des créances qui lui sont remises, diminuée d'un coût, et procède à leur recouvrement. Les contrats d'affacturage sont généralement d'une année renouvelable et ne portent que sur les créances commerciales dont la durée est inférieure à 180 jours.

Le coût de l'affacturage se compose d'une part d'une commission d'affacturage *ad valorem* variant entre 0.5 % et 2.5 % du chiffre d'affaire cédé en fonction de la qualité des acheteurs et de leurs pays de domiciliation, et d'autre part d'une commission de financement, calculée *prorata temporis* des crédits clients, qui est fonction du taux d'intérêt du marché monétaire.

Le recours à l'affacturage simplifie considérablement la gestion de la trésorerie : le poste client est financé en totalité, ce qui allège d'autant l'actif circulant, et la gestion administrative et comptable des créances commerciales entièrement déléguée au *factor*. Mais surtout dans le cas des créances à l'export, le risque de change, le risque de crédit et donc la gestion des contentieux en cas d'incident de paiement, sont supprimés puisqu'ils sont reportés sur le *factor*.

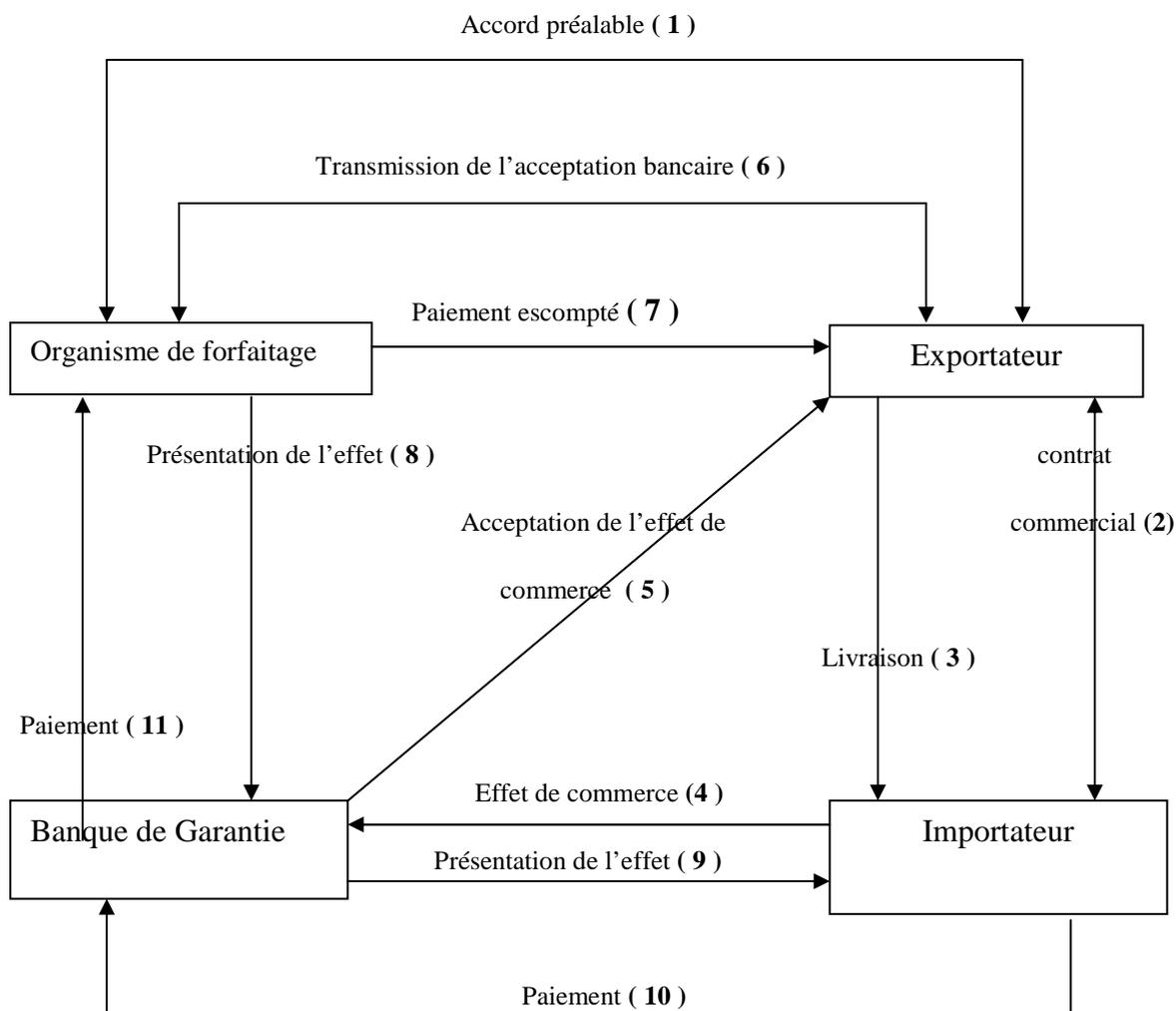
1.2.3 – Le forfaitage ⁽¹³⁾

Le forfaitage est une technique financière relativement proche de l'affacturage puisqu'elle consiste à racheter au comptant des créances à l'exportation. Cependant, contrairement à l'affacturage, elle concerne des créances commerciales à moyen ou long terme, c'est-à-dire d'une durée supérieure à 6 mois, et ne s'applique pas à un chiffre d'affaires mais à une opération d'exportation individuelle. La réalisation du contrat commercial entre l'importateur et l'exportateur est en fait conditionnelle à l'acceptation donnée par l'organisme de forfaitage à l'exportateur de racheter sa créance. Celle-ci est rachetée par la société de forfaitage pour sa valeur nominale diminuée d'un escompte. En pratique les organismes de forfaitage ne rachètent que les créances libellées dans des devises pour lesquelles ils peuvent se refinancer sans difficulté. Le schéma ci-après représente le déroulement de l'opération de forfaitage.

⁽¹²⁾ Patrice Fontaine et Carole Gresse, gestion des risques internationaux, édition Dalloz 2003.

⁽¹³⁾ Patrice Fontaine et Carole Gresse, Gestion des risques internationaux, édition Dalloz 2003.

1.2.3.1 – Schéma n° 1 : Le déroulement d'une opération de forfaitage



Source : Patrice Fontaine, Gestion des risques internationaux. Reproduit et modifié par nos soins

L'opération de forfaitage se déroule comme l'indique le schéma précédent comme suit :

- (1) L'établissement d'un accord de forfaitage par l'organisme de forfaitage,
- (2) L'exportateur signe le contrat commercial avec son client étranger,
- (3) L'exportateur procède à la livraison des biens et services,
- (4) L'importateur remet alors un effet de commerce à une banque de garantie,
- (5) La banque de garantie qui remet à l'exportateur l'acceptation de l'effet de commerce de l'acheteur.
- (6) L'exportateur transmet ensuite l'acceptation bancaire à sa société de forfaitage,
- (7) La société de forfaitage en échange lui remet la valeur escomptée de la créance.
- (8) A l'échéance de l'effet de commerce, l'organisme de forfaitage le présente à la banque de garantie,
- (9) la banque de garantie le présente à son tour à l'acheteur,

- (10) L'importateur effectue le règlement,
- (11) la banque de garantie à son tour effectue le paiement de l'établissement de forfaitage.

L'intervention d'une banque de garantie n'est pas obligatoire : l'effet de commerce remis à la société de forfaitage n'est donc pas forcément accepté par une banque.

Dans une telle opération, le risque de crédit commercial, le risque politique, le risque de change et de taux d'intérêt attachés à la créance sont reportés sur l'organisme de forfaitage. Dans le cas de l'acceptation de l'effet de commerce par une banque de garantie, tout comme l'affacturage et le forfaitage permettent de transformer une vente à crédit en une vente au comptant. L'exportateur bénéficie d'un engagement ferme de la maison de forfaitage préalablement à la transaction commerciale et la créance est financée en totalité. Les sociétés de forfaitage, quant à elles, se financent sur le marché des eurodevises où renégocient les créances sur le marché secondaire.

1.2.4 – Les garanties publiques et privées

Dans le cas où le financement de l'exportation est fait par crédit fournisseur⁽¹³⁾, l'exportateur doit se couvrir contre le risque-pays auprès d'une compagnie d'assurance comme la COFACE, mais si l'opération d'exportation est adossée à un crédit acheteur⁽¹⁴⁾, le risque sera transféré vers la banque ou bien le syndicat bancaire qui prend en charge le financement, et c'est alors ces derniers qui vont se couvrir contre le risque auprès d'une compagnie d'assurance.

1.2.4.1-L'aperçu sur la Compagnie Française d'Assurance du Commerce Extérieur

Le groupe COFACE est aujourd'hui un groupe d'assurance dont l'objectif est de faciliter les transactions commerciales et les investissements internationaux en réduisant les risques qui leur sont attachés, les deux principaux domaines d'intervention du groupe sont l'assurance-crédit à l'exportation et l'information financière et commerciale de l'entreprise.

➤ L'historique de la COFACE

La première compagnie d'assurance garantissant le risque de crédit sur les exportations en France, c'était la *Société Française d'Assurance pour Favoriser le Crédit* (SFAC), elle offrait aux exportateurs français des produits d'assurance contre le risque d'insolvabilité des acheteurs privés

⁽¹³⁾ le crédit fournisseur est défini dans la section III, où est présentée la mesure du risque-pays, dans le titre de l'exposition au risque-pays à cause d'un grand contrat.

⁽¹⁴⁾ le crédit acheteur est lui aussi défini dans la section III.

étrangers. Le système français d'assurance-crédit à l'exportation a été transformé au lendemain de la deuxième guerre mondiale, et la COFACE a été créée le 1^{er} juin 1946 ; elle a commencé ses activités le 2 septembre 1947. Le monopole de l'assurance-crédit des exportateurs français a été accordé à la COFACE dont le capital était détenu par les banques et les compagnies d'assurances publiques. La SFAC a de ce fait abandonné son portefeuille d'exportateurs à la COFACE et elle a réduit ses activités à l'assurance-crédit.

En 1990, le statut de la COFACE a été modifié afin de l'autoriser à assurer des entreprises non françaises. En 1994 la majorité de ses actionnaires étaient privés, et ainsi elle passa du secteur public au secteur privé et elle adopta un nouveau statut. Mais elle continue à assurer certaines garanties pour le compte de l'Etat.

Aujourd'hui la COFACE n'est pas une simple compagnie d'assurance. Elle est devenue une société *holding*⁽¹⁵⁾, elle a étendu ses activités à des métiers connexes comme la commercialisation d'information d'entreprise, la notation des pays en fonction du risque-pays et la gestion des créances commerciales.

➤ **L'activité de la COFACE**

Les deux domaines d'intervention historique de la COFACE sont l'assurance-crédit et la gestion des créances commerciales comprenant la collecte d'informations financières sur les entreprises, la notation des créances commerciales et la mise en recouvrement. Trois autres activités complètent ces domaines, à savoir :

- ✓ L'assurance caution qui consiste à palier les défaillances d'un client devant délivrer des cautions dans le cadre d'obligations contractuelles,
- ✓ Le marketing direct c'est-à-dire l'aide à la recherche de cibles commerciales grasses à un partenariat avec Kompass⁽¹⁶⁾,
- ✓ Le financement des créances client par affacturage ou par titrisation⁽¹⁷⁾ proposé en partenariat avec les institutions financières.

⁽¹⁵⁾ une société *holding* est une société qui prend des participations dans d'autres sociétés afin de les gérer et de les contrôler. Elle peut revêtir plusieurs formes SARL, SA, SCI...

⁽¹⁶⁾ Kompass France est une filiale de Wanadoo, elle met à la disposition des professionnels, une base de données d'1.8 million d'entreprises dans le monde et 140 000 établissements en France, classés selon une nomenclature unique de 52 000 produits et services disponibles sur Internet, Extranet, CD-Roms, et annuaires imprimés.

En plus et pour le compte de l'Etat, la COFACE assure également le risque de prospection, d'investissement et de change. Elle propose des garanties contre le risque politique dans le cadre des procédures d'assurance de crédit. Les garanties accordées contre le risque politique dans ce cadre de procédures concerne deux périodes du contrat de vente : d'une part il y a la période de fabrication, et d'autre part la période de l'après livraison et la période du paiement.

Pour couvrir un risque quelconque, la COFACE fait une distinction entre les acheteurs publics et les acheteurs privés, sachant que pour les acheteurs publics un défaut de paiement est assimilé à un risque politique alors que pour les acheteurs privés comme une firme dont les capitaux sont privés, le défaut de paiement est considéré comme risque commercial. Le tableau ci-après représente une synthèse des risques couverts par la COFACE.

TABLEAU 1 : Les types de risque couverts par la COFACE

Acheteur public		Acheteur privé	
Nature du risque	Evènements couverts	Nature du risque	Evènements couverts
Risque de crédit	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Risque politique : guerre, révolution, émeute, acte ou décision du gouvernement ; ➤ Risque catastrophique (1) ; ➤ Risque de non transfert: mesures empêchant le transfert de fonds ➤ Défaut de paiement 	Risque de crédit	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Risque politique ; ➤ Risque catastrophique ; ➤ Risque de non- transfert ; ➤ Insolvabilité du débiteur carence de paiement
Risque de fabrication	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Risque d'interruption de marché pendant la période de fabrication 	Risque de fabrication	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Risque d'interruption de marché pendant la période de fabrication
(1) : par exemple cyclone, inondation, tremblement de terre, raz de marée ou autre cataclysme survenu hors de France			

Source : COFACE

⁽¹⁷⁾ **Titrisation** : C'est un montage financier qui permet à une société d'améliorer la liquidité de son bilan. Les actifs sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties sont regroupés dans une société *Ad Hoc* qui en fait l'acquisition en se finançant par l'émission de titres souscrits par des investisseurs. L'entité ainsi créée perçoit les flux d'intérêts et de remboursements sur les créances qu'elle a achetées aux banques et les réserve aux investisseurs par le paiement d'intérêts et le remboursement de leurs titres.

Initialement cette technique a été utilisée par les établissements de crédit dans le but de refinancer une partie de leurs encours, c'est-à-dire transformer en titres négociables des prêts à la clientèle. Actuellement, les spécialistes proposent à certains grands groupes industriels de titriser des créances commerciales de façon récurrente, de titriser des immeubles d'exploitation, c'est-à-dire de rendre liquide presque tout le bilan.

➤ **La COFACE en tant qu'assureur public**

Depuis 1946, la COFACE accorde pour le compte de l'Etat, un certain nombre de produits d'assurance destinés à soutenir les exportations de type « grands contrats » financés par les crédits à moyen et long terme. Cette activité est gérée en fonction de l'intérêt de l'Etat en collaboration avec la Direction des Relations Economiques Extérieures du Ministère de l'Economie et des Finances. Les garanties sont accordées par une commission qui examine le risque de l'opération d'exportation à couvrir. Peuvent bénéficier de ces polices d'assurance les entreprises qui commercialisent des biens et des services d'origine française au moins dans certaines proportions. Les conditions financières fixées pour ces polices sont établies dans une convention conclue avec l'Etat.

Les principales garanties actuellement gérées par la COFACE pour le compte de l'Etat sont les produits d'assurance-crédit à l'export à moyen terme et à long terme sur les grands contrats, la garantie des financements de projet, les produits d'assurance du risque d'investissement, la garantie du risque de change et l'assurance prospection.

Les risques de crédit couverts par les procédures publiques ne sont en général pas supportables par un assureur privé. A quelques exceptions, seul un Etat peut les prendre en charge.

➤ **La COFACE en tant qu'assureur privé**

Sur le marché privé, la COFACE offre une gamme de polices d'assurances –crédit domestique ou à l'exportation, qui couvre les risques des impayés sur la vente de biens de consommation, de biens d'équipement ou de services, ainsi que les produits d'assurance du risque politique affectant les investissements d'entreprises françaises à l'étranger par l'intermédiaire de ses filiales.

Généralement l'exportateur favorise le crédit acheteur par rapport au crédit fournisseur, parce que le risque est totalement transféré vers le pool de banques qui prend en charge le financement, ce qui n'est pas le cas dans le crédit fournisseur où le risque est supporté par l'exportateur lui-même. Mais il est obligé de faire recours au deuxième dans le cas où les banques refusent de monter un crédit acheteur.

Lorsque la COFACE refuse de garantir un contrat d'exportation parce qu'elle voit que le pays est trop risqué, l'exportateur peut assurer son opération auprès d'une compagnie d'assurance privée.

Après les différentes techniques de couvertures du risque-pays exposées dans cette section, l'exportateur peut se retrouver dans une situation non protégé, et si un sinistre se produit, il lui reste certaines solutions pour récupérer les sommes dues par l'acheteur.

1.3 – La récupération des impayés

Si l'exportateur ne s'est pas procuré une protection nécessaire pour le risque-pays, il pourra se retrouver face à une situation de défaut de paiement par l'acheteur. Mais il dispose de plusieurs techniques pour récupérer ses impayés, à savoir : la conversion de la créance en liquidités locales ; le paiement en nature ; la revente de la créance ; la consolidation de la créance ; et les recours juridiques.

1.3.1 - La conversion de la créance en liquidités locales

On fait usage de cette technique uniquement lorsque le défaut de paiement est dû à un manque de devises dans le pays de l'acheteur. Donc l'exportateur va accepter d'être payé en monnaie locale qu'il va investir dans une société locale déjà existante.

1.3.2 – Le paiement en nature

Dans ce cas l'exportateur accepte d'être payé avec des biens, généralement des matières premières, comme le pétrole ; le gaz ; produit agricoles...etc., qu'il vendra sur les marchés internationaux, c'est en quelque sorte l'économie de troc.

1.3.3 – La revente de la créance

La créance peut être achetée par un investisseur étranger qui souhaite s'implanter dans le pays de l'importateur, ainsi il paiera donc l'exportateur en devises, sachant que l'investisseur étranger quant à lui va être payé en monnaie locale par l'importateur.

1.3.4 – La consolidation de la créance

Cette technique n'est valable que s'il y a espoir d'amélioration de la situation économique du pays de l'importateur, dans le futur, parce que cette technique se base sur la transformation de la créance en crédit à moyen ou long terme.

1.3.5 – Les recours juridiques

Dans ce cas, l'exportateur va porter son problème de paiement devant la justice pour pouvoir obtenir gain de cause.

2 – Les moyens de couverture utilisés par les investisseurs

Comme ce que nous avons évoqué dans le titre précédent, c'est-à-dire les moyens de couverture utilisés par un exportateur, maintenant on va distinguer aussi les techniques de couverture du risque pays mais cette fois pour l'investisseur, et ce sont aussi les techniques de couverture interne et externe, et elles seront détaillées juste après.

2.1 – Les techniques de couvertures internes

Elles définissent deux approches différentes qui mènent au même objectif qui est la couverture du risque pays, sachant que la première a pour but de réduire l'exposition au risque ; et la deuxième augmente la rentabilité du projet d'investissement.

2.1.1– La diminution de l'exposition au risque-pays

Pour pouvoir réduire l'exposition au risque-pays, il existe plusieurs méthodes dont on peut citer : la sous-capitalisation de la filiale ; le recours au co-investissement ; la politique du bon citoyen ; et le désinvestissement partiel ou bien total. Ces techniques sont exposées ci-après.

2.1.1.1 – La sous capitalisation de la filiale

Le premier problème ou sinistre que craint un investisseur étranger est la nationalisation. La sous capitalisation de la filiale a pour objectif principal de réduire les méfaits des nationalisations et cela par :

- La préférence pour la location des locaux (bureaux, usines etc.) et même le matériel par le recours au crédit bail, dont l'objectif est de limiter la valeur des immobilisations ;
- Opter pour les investissements immatériels comme l'apport de brevet ou de licences, parce qu'ils sont plus sur que les investissements matériels, mais il faut toujours conserver la maîtrise des technologies ;
- L'usage de l'équipement partiellement ou totalement amorti dans d'autres pays ;

- Le financement de l'investissement par des crédits obtenus auprès des banques locales permet de réduire le risque politique.

2.1.1.2 – Le co-investissement

Le co-investissement repose sur l'ouverture du capital de la filiale à d'autres partenaires, comme par exemple les organismes régionaux (la Banque Africaine de Développement⁽¹⁸⁾), ou les organismes internationaux (Société Financière Internationale⁽¹⁹⁾). L'objectif principal de cette opération est de diviser le risque entre les participants.

Si les apports externes prennent une part importante dans la filiale cela représente un avantage et un inconvénient. L'avantage consiste en un transfert total du risque, mais l'inconvénient c'est qu'il est difficile pour la société de contrôler ses activités, malgré cela elle préfère garder une part minimale dans sa société que courir le risque de nationalisation, parce qu'elle sait qu'elle est la seule à maîtriser la technologie apportée.

2.1.1.3 – La politique du bon citoyen

Lorsque l'investisseur étranger contribue au bien être de l'Etat d'accueil cela minimise le risque de nationalisation, en d'autre termes il est indispensable à l'économie du pays d'accueil, d'où la dénomination du bon citoyen. L'implantation de l'entreprise étrangère réalise plusieurs avantages pour le pays d'accueil comme : la croissance des exportations ; l'apport des devises ; le transfert des technologies ; la formation de la main d'œuvre ; l'industrialisation accrue. Ces derniers font que l'investisseur est protégé contre le risque de nationalisation. Mais l'Etat d'accueil fait aussi apparaître les aspects négatifs d'une implantation étrangère comme par exemple le transfert de fonds vers l'étranger ; sortie de devises à cause de la concurrence inégale imposée aux producteurs locaux généralement moins puissants ; la pollution.

Enfin on pourra dire que la position de l'investisseur étranger dépendra de l'évaluation économique globale qui sera faite par sa filiale.

⁽¹⁸⁾ **BAD** : Elle a été fondée en 1963, et son siège à Abidjan, en Côte d'Ivoire. The ADB pourvoit des financements à travers des prêts directs aux Etats africains membres, destinés à couvrir les coûts inhérents aux opérations de change encourus dans ces pays dans le cadre de projets de développement approuvés par les banques. 51 pays africains sont membres. ADB est financée par les pays membres de l' OCDE.

⁽¹⁹⁾ **SFI** : Fondée en 1956, membre du groupe de la Banque Mondiale, elle accorde des prêts destinés à promouvoir des investissements dans le secteur privé dans les pays les moins développés et les pays en développement. Les prêts sont octroyés aux taux du marché et l'IFC recherche des investissements rentables

2.1.1.4 – Le désinvestissement

Pour que le désinvestissement soit efficace, il doit avoir lieu avant la réalisation du risque. La maison mère doit trouver un acheteur local ou étranger à sa filiale pour reprendre ses activités. Sachant que lorsque la situation est dégradée il est très difficile de trouver un acheteur.

2.1.2– L'augmentation du taux de rentabilité

Après avoir expliqué la réduction de l'exposition au risque par plusieurs techniques, maintenant c'est au tour du deuxième cas qui est l'augmentation du taux de rentabilité.

L'évaluation de la rentabilité d'un investissement s'effectue par l'estimation de la Valeur Actuelle Nette (VAN) de ce dernier. Sachant que sa formule mathématique est la suivante :

$$VAN = \sum_{t=0}^{t=n} \left[\frac{X_t - I_t}{(1 + R_0)^t} \right]$$

- X_t : encaissements nets tirés de l'investissement (dividendes ; redevances etc.) ;
- I_t : décaissements nets ;
- R_0 : le coût du capital de l'investisseur (taux d'intérêt).

Lorsque la VAN est positive l'investissement est accepté, et lorsque la Valeur Actuelle Nette est négative il sera refusé.

Le risque-pays est incorporé dans le calcul⁽²⁰⁾ par deux manières : soit minoré le numérateur en introduisant un déflateur, ou bien accroître le dénominateur en ajoutant une prime au coût du capital.

2.1.2.1 – L'usage d'un déflateur

Si on appelle α_t un déflateur, tel que $0 < \alpha_t < 1$ représentant le risque-pays supporté par le projet d'investissement, ce coefficient correcteur est intégré dans le calcul de la Valeur Actuelle Nette et sa formule est devient:

⁽²⁰⁾ Bernard MAROIS, le risque-pays pp 90-91

$$VAN = \sum_{t=0}^{t=n} \left(\frac{\gamma_t X_t - I_t}{(1 + R_o)^t} \right)$$

Le problème qui ressort dans le calcul de cette VAN réside dans le choix du coefficient γ_t . Sachant qu'au fur et à mesure qu'on s'éloigne dans le temps, ce coefficient tend vers zéro et ce dernier à un effet négatif sur la rentabilité du projet et implique donc le rejet de ces investissements.

2.1.2.2 – L'incorporation d'une prime de risque

Le deuxième cas consiste à majorer le coût du capital en rajoutant une prime de risque proportionnelle au degré de risque supporté par l'investisseur et la formule de la valeur actuelle nette deviendra :

$$VAN = \sum_{t=0}^{t=n} \left(\frac{X_t - I_t}{(1 + R_o + P)^t} \right)$$

Sachant que P représente la prime du risque, elle est tirée de la notation du risque-pays, plus le pays est risqué plus la valeur de P est grande.

Après avoir expliqué la deuxième technique de couverture du risque-pays qui est l'augmentation du taux de rentabilité, on pourra remarquer qu'elle est en contradiction avec la théorie financière, car cette dernière considère que la meilleure façon de réduire le risque est de diversifier les actifs au niveau international et non pas d'augmenter la rentabilité du projet.

2.2 – Les techniques de couverture externes

L'investisseur est comme l'exportateur, il a une méthode de couverture préférée, elle consiste à le transfère le risque-pays vers une tiers personne qui saura le traiter et qui le maîtrise, comme par exemple l'Etat qui pourra intervenir en faveur de l'investisseur par le biais des conventions bilatérales de protection des investissements ; ou bien les organismes internationaux aussi par le

biais des procédures de couverture des IDE ; et enfin les compagnies d'assurance publiques ou privées par le contrat d'assurance du risque politique.

2.2.1 – Les conventions bilatérales de protection des investissements

Ces conventions sont généralement signées pour 10 ans⁽²¹⁾, elles ont pour objectif d'exiger le paiement d'une indemnité dont le montant doit correspondre à la valeur des actifs nationalisés par l'Etat d'accueil (en cas de nationalisation) en faveur du pays d'origine de la société.

En cas de conflit entre les deux pays, ils vont soumettre le litige à un tribunal arbitral comme le Centre International pour le Règlement des Différents Relatifs aux Investissements (CIRDI⁽²²⁾) qui fait partie du groupe de la Banque Mondiale.

2.2.2 – Les garanties proposées par les organismes internationaux

La Banque Mondiale est l'organisme le plus préoccupé par les investissements, d'ailleurs elle dispose de deux filiales qui s'occupent de ces derniers, à savoir : l'Agence Multilatérale de Garantie des Investissements (AMGI) et la Société Financière Internationale (SFI).

2.2.2.1 - Agence Multilatérale de Garantie des Investissements AMGI

Elle fait partie du groupe de la Banque Mondiale, elle est gérée par cette dernière, l'AMGI couvre plusieurs risques qui sont :

- Le risque de guerre interne ou externe ;
- Le risque d'expropriation ;
- Le risque de perte à la suite de mesures discriminatoires ;
- Le risque d'annulation d'un contrat.

L'AMGI accorde une couverture uniquement pour les investissements nouveaux avec un taux de couverture de 90 %, les primes versées par l'investisseur varient de 0.3 % à 0.5 % du montant assuré, la période de couverture est de 3 à 10 ans.

⁽²¹⁾ Bernard MAROIS, le risque-pays, p 92.

⁽²²⁾ CIRDI : elle est membre du groupe de la Banque Mondiale, elle facilite le règlement des différends relatifs aux investissements entre les investisseurs étrangers et leur pays d'accueil.

2.2.2.2 - Société Financière International SFI

C'est une filiale de la Banque Mondiale. La SFI a défini une assurance qui s'appelle Garantie de Recouvrement de l'Apport des Investissements (GRAI).

Un investisseur qui veut s'installer dans un pays en voie de développement peut transférer ses capitaux vers la Société Financière Internationale et celle-ci va réaliser l'investissement en son nom, ainsi supportant le risque de perte sur le montant engagé. Si l'investissement réalisé a connu un succès, les bénéfices sont partagés entre la SFI et l'investisseur d'origine. A la fin du contrat l'investisseur a le choix entre trois solutions :

- Désinvestir au profit de la SFI.
- Racheter les actions détenues par la SFI.
- Prolonger le contrat, c'est-à-dire le statu-quo.

2.2.2.3 – Les garanties publiques

Les pays développés possèdent des organismes spécialisés dans la couverture du risque qui peut toucher l'investissement étranger. Pour mieux expliquer ce genre de garanties, on va essayer de prendre un exemple de pays développés et de citer l'activité de ces organismes spécialisés.

La France possède deux organismes spécialisés dans la couverture du risque lié à l'investissement à savoir : la COFACE et la Banque Française du Commerce Extérieur.

- **La COFACE** assure le régime de garantie sur les Investissements Porteurs d'Exportations noté IPEX c'est-à-dire des investissements qui peuvent engendrer des flux d'exportations supplémentaires ; si l'entreprise investit en IPEX, elle est donc assurée par la COFACE, et si celle-ci est nationalisée, la COFACE va lui assurer le remboursement de :
 - ✓ 95 % du capital initial ;
 - ✓ 100 % du bénéfice réinvestit ;
 - ✓ 50 % sur les bénéfices transférables

Sachant qu'un investisseur assuré par la COFACE doit verser des primes qui varient de 0,4 % à 0,6 % par an, pour une garantie peut qui porter sur 15 ans, cette assurance couvre le risque d'atteinte à la propriété, le risque de non paiement de l'indemnité des nationalisations et même le risque lié au non transfert du montant de cette indemnisation ;

➤ **La Banque Française du Commerce Extérieur** ⁽²⁵⁾ : les investissements qui n'appartiennent pas à la première catégorie, c'est-à-dire non-IPEX, sont assurés par la BFCE, elle assure toutes les industries sauf l'industrie pétrolière, les investissements agricoles et immobiliers. Les investisseurs qui veulent être assurés par la BFCE et qui sont installés à l'étranger doivent présenter un intérêt pour l'économie française, elle accorde des garanties au même risque assuré par la COFACE. Elle assure :

- ✓ 90 % de l'investissement initial ou 95 % s'il y a lieu d'une convention avec ce pays;
- ✓ 100 % des bénéfices réinvestis ;
- ✓ 25 % des bénéfices transférables.

Les primes versées par cet investisseur au profit de la BFCE peuvent atteindre 0,7 % pour les pays qui ont signé une convention et 0,9 % pour les autres, et la durée de protection varie de 15 ans à 17 ans.

2.3 – La gestion des conflits avec l'Etat d'accueil

Après avoir vu les différentes techniques de couverture internes et externes que peut utiliser l'investisseur pour réduire le risque, on examinera maintenant le cas de conflit entre deux pays, c'est-à-dire entre l'Etat d'accueil de l'investisseur et son pays d'origine, pour la gestion de ce conflit on peut citer plusieurs solutions à savoir : les négociations avec l'Etat d'accueil ; les recours juridiques et diplomatiques.

2.3.1 – Les négociations avec l'Etat d'accueil

Lorsque l'investisseur ressent que l'Etat d'accueil s'ingère beaucoup dans ses affaires, ce dernier peut éviter le pire en négociant avec lui jusqu'à lui proposer des arrangements comme par exemple un transfert accru de technologie. Si jamais ces négociations n'ont pas donné naissance à une solution, l'investisseur peut procéder autrement, c'est-à-dire par voie du désinvestissement.

⁽²⁵⁾ **BFCE** : Privatisée en 1995, cette banque apporte financements et services aux entreprises engagées dans la compétition internationale. Pour son propre compte, elle exerce des activités concernant les entreprises moyennes et grandes. Pour le compte de l'Etat, sous tutelle de la direction du Trésor, elle gère le soutien public au financement des crédits export, en assurant le suivi du mécanisme de stabilisation du taux d'intérêt de ces crédits (dans le cadre du « consensus » de l'OCDE).

2.3.2 – Les recours juridiques et diplomatiques

Si les négociations de l'investisseur étranger avec l'Etat d'accueil n'ont pas abouti à grand chose, l'investisseur va recourir à d'autres mesures à savoir : l'application des mesures arbitrales et judiciaires ou bien se tourner vers la pression diplomatique.

2.3.2.1 – Les procédures arbitrales et judiciaires

Les tribunaux de l'Etat d'accueil peuvent traiter les litiges qui peuvent exister entre l'investisseur étranger et les pouvoirs publics, sachant que cet investisseur va être jugé comme une entreprise locale.

Mais lorsqu'il existe des conventions entre le pays d'origine et l'Etat d'accueil comme par exemple une convention d'Etablissement, cette dernière peut contenir une clause d'arbitrage qui désigne l'organisme capable d'intervenir lorsque y a un problème. Cet organisme peut être soit la Chambre de Commerce International, ou bien le Centre International de Règlement des Différents relatifs aux Investissements (CIRDI). Cette démarche peut se retrouver dans le cas des conventions bilatérales de protection des investissements⁽²⁷⁾, dans laquelle un article définit la procédure arbitrale à suivre en cas de litige.

2.3.2.2 – Les actions diplomatiques

Si les procédures n'ont pas réussi à régler le problème à cause par exemple de l'instabilité politique de l'Etat d'accueil et en particulier s'il y a eu changement de régime, l'investisseur peut faire appel aux pouvoirs publics de son pays d'origine à travers soit les services de l'ambassade si c'est possible, soit le recours direct au ministre des affaires étrangères de son pays d'origine bien sûr.

Si le litige a pris la dimension d'une affaire entre pays, une dernière solution réside dans le recours à la Cour Internationale de Justice⁽²⁸⁾.

⁽²⁷⁾ **Les conventions bilatérales de protection des investissements** : elles portent sur le droit de l'investissement et des négociations y afférentes, mettant en exergue les conditions propres à attirer les investissements internationaux.

⁽²⁸⁾ **la Cour Internationale de Justice : (CIJ)** siège à la Haye, elle est établie par l'art. 92 de la Charte des Nations-Unies : la Cour Internationale de Justice constitue un organe judiciaire principal des Nations-Unies. Elle fonctionne conformément à un statut établi sur la base du statut de la cour permanente de justice internationale. « Le français et l'anglais sont les deux seules langues officielles de la CIJ.

3 – Les moyens de couverture utilisés par les banquiers

Comme ce qui a été vu chez l'exportateur et l'investisseur, le banquier aussi a deux méthodes pour se couvrir : premièrement l'élimination du risque ; et deuxièmement la réduction du risque, ces deux points seront détaillés juste après.

3.1 – L'élimination du risque

L'élimination du risque veut dire le transfert de ce dernier vers d'autres agents avant la matérialisation d'un dégât. Généralement les banquiers sont accoutumés à ces situations comme par exemple lorsqu'une banque accorde un crédit acheteur assuré par une compagnie d'assurance, le risque lié à ce crédit est transféré à la compagnie d'assurance.

3.2 – La réduction du risque

Plusieurs moyens sont à la disposition des banques pour leur permettre de réduire le risque de non remboursement parmi lesquels on peut citer :

- la renégociation des dettes ;
- la conversion des créances en obligations ;
- l'échange de créance.

Ces éléments seront détaillés successivement ci-dessous.

3.2.1 – La renégociation des dettes

Elle conduit généralement à la restructuration des créances détenues sur un pays donné. Pour être explicite, on va essayer de donner un exemple qui porte sur la dette du Mexique⁽²⁹⁾ : y a eu un accord signé à Washington le 24 Juillet 1989 portant sur la dette mexicaine , ce dernier a offert trois options aux 400 banques créancières du Mexique :

- Echange de leurs créances à 65 % de leur valeur contre des obligations nouvelles à 30 ans ;
- Echange de leurs créances sans décote contre des obligations à taux d'intérêt réduit (6.25 % au lieu de 10 %) les intérêts des nouvelles obligations étant assurés par le FMI et la Banque Mondiale ;

⁽²⁹⁾ Bernard MAROIS, le risque pays, 1990, page 100

- La capitalisation d'une partie des intérêts dus pendant 4 ans ce qui équivaut à un nouveau prêt en faveur du Mexique.

Les renégociations de dettes s'effectuent dans le cadre du Club de Londres qui regroupe l'ensemble des créances bancaires d'un pays donné.

3.2.2 - La conversion des créances en obligations

Les banques peuvent échanger des créances bancaires contre des titres à long terme avec des taux d'intérêt inférieurs au taux du marché, on remarque que la rémunération est inférieure mais le remboursement est sûr.

3.2.3 – L'échange de créance

Cette technique permet à la banque de restructurer son portefeuille, et cela se fait par l'échange de créances détenues sur un pays donné par d'autres créances sur un autre pays moins risqué et cela donne lieu à un Swap. Pour effectuer cette technique, la banque peut se reporter aux cotations fournies par le marché secondaire des créances souveraines.

Les entreprises et les banques ont su mettre des techniques et des stratégies de couverture du risque-pays, c'est-à-dire que malgré l'existence du risque, l'agent économique doit trouver un moyen qui lui permette de faire face à ce dernier et de continuer donc son activité principale.

Conclusion

Après avoir parlé du risque-pays dans un cadre global, définitions, typologies et évolution du risque-pays dans la première section, et de l'organisation et de la gestion du risque-pays dans la deuxième section, de la mesure du risque-pays dans la troisième section et enfin dans la quatrième section des techniques de couverture du risque-pays, et avant de passer à l'évaluation du risque-pays, il est indispensable de présenter les acteurs qui se chargent de son évaluation : ce sont bien sûr les agences de notation, qui font l'objet du deuxième chapitre.

CHAPITRE 2 : Les acteurs de notation du risque-pays

La fonction du risque-pays change dans le temps, elle s'applique de plus en plus dans plusieurs domaines comme dans le montage d'opérations commerciales, industrielles ou financières avec les pays étrangers dont le risque est présent. Son 'évaluation est donc d'une nécessité absolue, c'est ce qu'on appelle la fonction de notation.

Le rating ou la notation consiste en l'appréciation du risque-pays encouru par les opérateurs économiques ayant conclu un contrat à l'échelle internationale. Cette démarche est réalisée par des institutions spécialisées, issues de différents secteurs d'activité. Leur mission est d'élaborer des données directes, sous forme de fiches de renseignements et de notations, facilement interprétables et elles assurent la diffusion à travers des communiqués de presse, des publications ou encore des services en ligne.

Les différents acteurs de l'évaluation du risque-pays peuvent être répartis, selon leurs secteurs d'activité, en plusieurs catégories, il s'agit : des agences de rating ; les compagnies d'assurance : elles s'intéressent au risque commercial et politique. Parmi elles, on peut citer la *Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur (COFACE)* ; les cabinets de consulting ; Les cabinets d'expertise ; Les publications financières.

Les analyses du risque-pays réalisées par ces différents acteurs internationaux ne sont pas forcément comparables. C'est au niveau méthodologique que ces évaluations diffèrent. Les techniques d'appréciation du risque-pays sont diverses. La plupart des agences de notation évaluent le risque sous forme de "rating" et d'autres, tels que les cabinets de consulting et les publications financières, ont recours à des méthodes plus sophistiquées. On observe, toutefois, une attention et un poids relativement importants accordés à la sphère financière dans l'évaluation du risque-pays. Pour mieux apprécier le rôle des acteurs de l'évaluation du risque pays, on s'est basé sur les principales agences de rating dans le monde, à savoir : *Standard & Poor's* ; *Moody's* et *Fitch*, car elles représentent plus de **95 %** du marché de la notation. Pour cela on a réparti notre travail en quatre sections : la première porte sur la fonction de notation ; la seconde concerne la présentation des principales agences de notation dans le monde et leurs méthodes de notation ; la troisième section porte sur la comparaison des principales méthodologies de notation ; et enfin la dernière section sera consacrée au cadre juridique relatif aux agences de notation.

Section I : La notation du risque pays dans un cadre global

Le rating ou la notation consiste en l'élaboration d'un compte-rendu ponctuel de la situation d'un pays, qu'il s'agisse de l'évaluation des risques encourus par les agents économiques ayant conclu un contrat à l'échelle internationale, ou encore de l'état d'avancement des programmes menés par les autorités politiques⁽¹⁾. Cette démarche est entreprise par des institutions spécialisées issues de différents secteurs d'activité. Le contenu informationnel du rating permet aux entités pouvant être sujettes aux risques mais aussi à celles qui en sont à l'origine, de mieux l'appréhender. Pour être explicite on a essayé de répartir notre section en deux sous-sections : la première est consacrée pour la fonction de notation dans un cadre global, et la deuxième pour les acteurs secondaires de la notation du risque-pays sachant les principaux acteurs qui sont les agences de notation seront présentés en détail dans la section II.

1 – La fonction de notation

La fonction de notation dite aussi le rating consiste à attribuer des notes à des emprunts, à des titres représentatifs de dette, ou à des signatures, afin de mesurer le risque de non remboursement qui leur est attaché. Elle est pratiquée par les agences spécialisées indépendantes, dont la fonction principale est de formuler un jugement sur le risque de crédit encouru par les créanciers de tous types d'organisations publiques ou privées, c'est-à-dire que les agences de rating attribuent des notes aux sociétés industrielles ou commerciales, aux banques et institutions financières, compagnies d'assurances, collectivités locales, aux Etats, ainsi qu'aux organismes internationaux⁽²⁾.

1.1 – L'évolution de la notation

La première agence de notation est apparue au XIX^e siècle, elle analysait le risque de crédit attaché à des créances commerciales. Elle est créée en 1841 en Amérique, elle est achetée quelques années plus tard par **Robert Dun**. En 1849 il y a eu la création de la deuxième agence de rating par **John Bradstreet**. Ces deux agences de notation ont fusionné en 1933.

La notation indépendante des titres financiers a démarré au début du XX^e siècle avec les travaux précurseurs de l'autodidacte **John Moody**. Il a créé une société d'information financière

⁽¹⁾ Yasmine GUESSOUM, Evaluation du risque pays par les agences de rating, février 2004.

⁽²⁾ Patrice Fontaine et Carole Gresse , Gestion des risques internationaux, page 403-404

qui produisait une opinion synthétique sur la qualité des titres de créance sous forme de notes. Cette entreprise a été transformée en société par action en 1914 nommée *Moody's Investors Services* et elle est rachetée par *Dun & Bradstreet* en 1962. Les premières notations de Moody's ont concerné les titres émis par les sociétés de transport ferroviaires, elle a ensuite élargi progressivement ses analyses à d'autres secteurs pour couvrir la quasi-totalité du marché obligataire américain en 1924.

A partir des années 20, d'autres sociétés inspirées des travaux de Moody's, ont commencé elles, aussi, à noter des emprunts. *Poor's Publishing Compagnie* a publié sa première note en 1916; *Standard Statistics* l'a publiée en 1922.

En 1941 il y a eu la fusion de *Standard Statistics* et *Poor's Publishing Compagnie* pour donner naissance à l'agence de notation *Standard & Poor's*.

Les agences de notation sont aujourd'hui nombreuses à travers le monde, mais seulement trois d'entre elles dominent le marché : *Standard & Poor's*; *Moody's* et *Fitch*, ces dernières seront étudiées en détail dans une autre section. Des indicateurs de l'étendue de l'activité de ces agences sont fournis au tableau suivant :

TABLEAU 2 : Taille, rayon d'action et structure de propriété des principales agences de notation

	Nombre d'analystes	Nombre d'émetteurs de notes	Nombre de pays couverts	Actionnaires
<i>Standard & Poor's</i>	1000	➤ 6000	➤ 70	<i>Mc Graw Hill</i>
<i>Moody's</i>	1500	➤ 9000	70	<i>Dun & Bradstreet</i>
<i>Fitch</i>	1100	> 23000	75	<i>FIMALAC</i> ⁽²⁾

Source : la Banque des Règlements Internationaux

On peut dire que le nombre d'émetteurs notés a explosé depuis les années 70, sachant qu'avant, les revenus des agences de notation provenaient uniquement de la vente de leurs publications auprès des investisseurs, mais après les années 70, les émetteurs commençaient à comprendre l'intérêt de bénéficier d'une note sur leurs emprunts, ils avaient donc commencé à solliciter la notation. Les agences à leurs tours, facturent les notations aux émetteurs demandeurs.

La notation est utile aussi bien pour les investisseurs sur les marchés financiers internationaux, parce qu'elle leur permet de localiser le risque, c'est-à-dire qu'elle donne une

⁽²⁾ **FIMALAC** : c'est un groupe français spécialisé dans les services aux entreprises.

information claire et nette sur un titre donné, comme elle est aussi utile à cause de leur publication. Pour cela la *COFACE* a ouvert un service de notation en ligne dénommé **@rating**. Le crédit **@rating** traduit la capacité de l'entreprise à honorer ses engagements commerciaux vis-à-vis de ses clients et de ses fournisseurs à l'aide d'une échelle de 5 notes, les notes sont disponibles sur abonnement.

1.2 – Les caractéristiques de la fonction de notation

La fonction de notation vise à caractériser le risque associé à un émetteur. L'attribution d'une note prend beaucoup de temps, parce que c'est un travail complexe et il s'appuie sur des critères quantitatifs et qualitatifs.

La notation peut être soit sollicitée, ou non, par un émetteur auprès de l'agence de notation, sachant que dans le cas où elle n'est pas sollicitée l'agence doit procéder à la collecte de l'information sans participation de l'émetteur, elle travaille donc uniquement avec les données publiques. La pratique de la notation non sollicitée a diminué depuis quelques années. Les principales agences de notation ne cherchent pas à développer cette activité mais Fitch quand à elle précise qu'elle ne s'interdit pas de recourir à de telles notations, parce qu'elle doit répondre aux besoins des investisseurs, mais Moody's a arrêté cette activité en **2000**.

Standard & Poor's et *Fitch* pratiquent des notations de leurs propres initiatives, c'est-à-dire qu'elle ne sont pas sollicitées, mais avec la pleine coopération de l'émetteur tout en ne donnant pas lieu à la facturation. Dans de tels cas, l'initiative et la demande de notation ne vient pas de l'émetteur, d'où l'absence de facturation, mais l'émetteur préfère coopérer pleinement avec l'agence tout en lui donnant des informations internes complémentaires nécessaires pour la notation, par crainte d'une absence de collaboration de sa part va conduire l'agence à un résultat inférieur à celui obtenu par d'autres agences. Cette catégorie de notation est moins négligeable que la notation non sollicitée qui se base uniquement sur les données publiques.

En effet le système de notation est indispensable au développement des marchés financiers, pour cela ces avantages généraux sont :

- *Pour les investisseurs* : la notation fournit le mécanisme d'évaluation du risque, et lui permet même de suivre l'évolution de ce dernier dans le temps ;

- *Pour les émetteurs* : une notation favorable peut immédiatement se traduire par un pool d'investisseurs plus important, c'est-à-dire un meilleur accès aux marchés financiers et à la fin une réduction importante des coûts de financements ;
- *Pour les autorités de contrôle et le marché* : ceux-ci bénéficient de la manière directe par laquelle la notation facilite le développement des marchés financiers plus profonds, plus transparents et plus liquides.

2 – Les acteurs d'évaluation du risque-pays

2.1 – Les assureurs, les banques et les institutions internationales

2.1.1 – La Compagnie Française d'Assurance du Commerce Extérieur (COFACE)

La Compagnie Française d'Assurance du Commerce Extérieur propose deux ratings complémentaires: la notation entreprises **@rating** (à caractère microéconomique) et la notation pays **@rating** (à caractère macroéconomique), ce qui permet de mieux apprécier globalement le risque d'une opération. Ainsi, la **COFACE** met en avant le fait qu'il puisse y avoir de bonnes entreprises dans de mauvais pays et de mauvaises entreprises dans de bons pays. Par conséquent, le risque global est à la fois fonction des spécificités de l'entreprise et de celles du pays dans lequel elle opère.

Le rating développé par la compagnie d'assurance s'appuie sur une double expertise :

L'une est fondée sur le suivi de bases de données relatives à un échantillon de **35** millions d'entreprises dans **200** pays, à travers des indicateurs d'ordre microéconomique et l'autre permet l'appréciation du risque pays au travers d'indicateurs macroéconomiques relatifs à un échantillon de **140** pays, regroupés en sept familles de critères réparties en trois espaces.

Le premier espace est composé de trois familles de critères permettant de mettre en relief les performances économiques du pays par le biais de critères relatifs aux résultats de la politique économique et au potentiel de croissance :

- Facteurs politiques.
- Risque de pénurie de devises.
- Capacité de l'Etat à faire face à ses engagements vis-à-vis de l'étranger.

Le second espace comporte trois sous-ensembles d'indicateurs permettant d'évaluer l'environnement politique du pays par le biais de données sur les conflits externes éventuels, les guerres civiles, les désordres économiques et sociaux :

- Risque de dévaluation brutale.
- Risque de crise systémique du secteur bancaire.
- Risque de conjoncture reflétant le risque de ralentissement de la croissance.

Enfin, le dernier espace mesure l'expérience enregistrée sur les garanties délivrées par la *COFACE* et ses partenaires assureurs crédit, en se penchant sur l'historique des impayés enregistrés et sur la gestion de l'endettement dans le cadre d'un rééchelonnement :

- Comportement de paiement.

Sur la base de ces sept indices spécifiques, une note synthétique est attribuée à chacun des **140** pays. Ces notes sont classées en deux catégories de risque, la première c'est la catégorie investissement allant de « **A1** » à « **A4** » puis la deuxième qui est la catégorie spéculative allant de « **B** » à « **D** ».

- **La catégorie investissement**

A1 : La situation politique et économique très stable influe favorablement sur le comportement de paiement des entreprises généralement bon. La probabilité de défaut est très faible ;

A2 : La probabilité de défaut reste faible même si l'environnement économique et politique du pays ou le comportement de paiement des entreprises du pays est un peu moins bon ;

A3 : Le comportement de paiement généralement moins bon que pour les catégories précédentes pourrait être affecté par une modification de l'environnement économique et politique du pays, même si la probabilité que cela conduise à un défaut de paiement reste peu élevée ;

A4 : Le comportement de paiement souvent assez moyen pourrait en outre être affecté par un environnement économique et politique qui pourrait se détériorer, la probabilité que cela conduise à un défaut de paiement reste acceptable.

➤ **La catégorie spéculative**

B : Un environnement économique et politique incertain est susceptible d'affecter des comportements de paiement souvent médiocres ;

C : L'environnement économique et politique du pays très incertain pourrait détériorer un comportement de paiement déjà souvent mauvais.

D : Environnement économique et politique du pays présentant un risque très élevé qui aggravera des comportements de paiement généralement exécrables.

2.1.2 - Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement (*BERD*)

La **BERD** cible exclusivement les pays ayant entamé un processus de réforme sur la voie de l'économie de marché et de la démocratie, à savoir la zone qui s'étend entre l'Europe Centrale et l'Asie Centrale.

Il s'agit d'une banque d'investissement qui octroie des financements de projets aux entreprises et coopère avec le secteur public, soutenant la privatisation, la restructuration des entreprises d'Etat dans le sens de l'amélioration des services. La **BERD** vise de plus, à promouvoir les mesures favorables au climat des affaires, en faisant en sorte que ses investisseurs aient un impact positif sur la transition (soutenir l'investissement privé et non s'y substituer, respecter les principes de saine gestion bancaire).

La banque n'effectue pas de rating à proprement parler, dans le sens où elle n'émet pas de notes. En revanche, elle publie des rapports sur la transition sous forme de **9** indicateurs représentatifs des progrès cumulés pour adopter l'économie de marché au sein des pays ayant un système centralement planifié. Ces indicateurs sont basés sur des analyses subjectives, à partir d'une série de données objectives :

- Privatisation à grande échelle.
- Privatisation à petite échelle.
- Gouvernance et restructuration.
- Libéralisation des prix.
- Commerce et système de change externe.
- Réforme du système bancaire et libéralisation des taux d'intérêt.

- Marchés boursiers et institutions financières non bancaires.
- Extension du cadre légal aux activités bancaires et boursières.
- Efficacité du cadre légal sur les activités bancaires et boursières.

Les 7 premiers indicateurs sont relatifs à la transition dans sa globalité, alors que les 2 derniers relèvent des progrès enregistrés en termes de transition financière.

2.1.3 – World Economic Forum (WEF)

Le forum est une organisation internationale indépendante qui a pour but de mettre en relation les dirigeants à travers le monde en vue de promouvoir la collaboration dans le domaine économique et sociale. En tant qu'organisation non gouvernementale, le **WEF** joue un rôle consultatif auprès du Conseil Economique et Social des Nations Unies.

Il publie chaque année un rapport global de compétitivité qui permet de disposer d'une base comparative des forces et faiblesses des différents pays de l'échantillon. Ce rapport fournit une évaluation approfondie des économies mondiales et il est reconnu en tant qu'outil d'aide au développement structurel soutenant l'investissement privé ; l'esprit d'entreprise et le progrès social.

A cet effet, **3** indices spécifiques sont pondérés différemment, selon qu'il s'agisse d'un pays innovateur ou non.

L'indice synthétique, appelé indice de compétitivité de la croissance, est calculé sous forme de moyenne pondérée qui tient compte du poids de chacun des **3** indicateurs :

- Indicateur de technologie.
- Indicateur des institutions publiques.
- Indicateur de l'environnement macroéconomique.

Ceux-ci proviennent de données brutes ou issues d'enquêtes. Les notes sont attribuées sur une échelle allant de **1** à **7**.

2.1.4 – Les Principaux Indicateurs Economiques de l'OCDE (PIE)

Les PIE sont des statistiques comparatives qui offrent une vue d'ensemble concernant les développements économiques survenus dans les pays (membre de l'**OCDE** pour la plupart). Il s'agit de données à court terme constituant un outil d'analyse unique et indispensable pour les planificateurs et les économistes.

Ces indicateurs couvrent les comptes nationaux ; les enquêtes de conjoncture ; les opinions des ménages ; les indicateurs avancés ; le commerce de détail ; la production ; la construction ; les prix ; l'emploi ; le chômage ; les salaires ; les finances ; le commerce extérieur et la balance des paiements.

Il existe trois présentations différentes des *PIE* :

- **Répartition par sujet** : contient une série composée de **21** indicateurs économiques, financiers et monétaires.
- **Répartition par pays** : comprend **10** indicateurs relatifs aux comptes nationaux et à la balance des paiements.
- **Répartition par indices structurels** : compte **36** indicateurs relatifs à la structure économique.

Les concepts et les définitions utilisés dans l'élaboration des statistiques changent suivant le pays et peuvent entraîner des divergences d'ordre méthodologiques. Cependant, les données sont considérées comme suffisamment similaires pour pouvoir être utilisées comme moyens de comparaison acceptables entre pays, lorsqu'il s'agit de l'évolution ou du taux de variation.

2.2 – Les cabinets de consulting et d'expertise

Les cabinets d'expertise comme *Economic Intelligence Unit (EIU)*, les cabinets de consulting : dont on peut citer "*Business Environment Risk Intelligence*" (*BERI*) qui évalue périodiquement sur la base de 15 critères économiques, politiques et financiers la situation politique des différents pays, *Nord Sud Export (NSE)* qui est spécialisé dans le suivi du risque pays au niveau des économies émergentes, *Thierry Apotecker Consultant* ou encore *Credit Risk International*.

2.2.1 – Economic Intelligence Unit (EIU)

Economic Intelligence Unit (EIU) est un bureau d'expertise dont le système d'information met à la disposition des décideurs une source fiable rendant compte de l'évolution des stratégies commerciales et des tendances sur les marchés mondiaux.

Les rapports émis à cet effet sont publiés sous une forme standardisée, facilitant le processus de comparaison entre les indicateurs politiques, économiques et commerciaux des différents pays.

Dans ce sens, la méthodologie employée par *EIU* part d'un ensemble de **77** critères, répartis sur **4** espaces :

- Risque politique.
- Risque de politique économique.
- Risque de structure économique.
- Risque de liquidité.

Les données émanent de séries temporelles et d'estimations établies par des experts. L'indice synthétique est une moyenne pondérée des **4** indices spécifiques précédents. Il s'agit d'une note sur **100** points, affectée à une échelle variant entre **0** et **100**, puis réaffectée sur une échelle convertie allant de **A** à **E**.

2.2.2 - Business Environment Risk Intelligence (*BERI*)

Business Environment Risk Intelligence (BERI) est un bureau de consulting destiné aux banques et aux compagnies ayant des activités internationales. Il s'agit d'une source privée d'informations ayant trait à l'évaluation, l'analyse et la prévision des risques de **140** pays (conditions politiques des pays notés et évaluation des perspectives de leur environnement opérationnel).

Le Business Risk Service (BRS) est le département de *BERI* chargé du rating. Des analyses qualitatives et prévisionnelles couvrant un échantillon de **50** pays sont élaborées. Des tableaux synthétisant les informations politiques, économiques et financières révèlent les points critiques au niveau de chaque pays de l'échantillon.

Ceci permet aux agents économiques de disposer régulièrement de séries temporelles à long terme facilitant la prise de décision d'ordre international. D'autant que le système de rating du *BRS* met au point trois indices spécifiques, chacun relatif à un type de risque (politique, opérationnel et de défaut) :

- **Indice de risque politique** : **10** critères (**6** pour les causes internes du risque pays, **2** pour ses causes externes, **2** pour ses symptômes), chacun noté sur **7** points. Par ailleurs, **30** points bonus sont répartis sur les **8** premiers critères, de sorte à ce que le score total maximum soit de **100** points.

- **Indice du risque opérationnel** : **15** critères mesurant le climat général des affaires (degré d'hospitalité, cadre d'accueil des investissements), chacun noté sur **4** points et pondéré de sorte à ce que le score total maximum soit de **100** points.
- **Facteur de répartition du revenu** : **4** critères notés sur **20** ou **30** points, de sorte à ce que le score total maximum soit de **100** points.

Les deux premiers indices sont construits sur la base d'avis et jugements d'experts, alors que le dernier indice est issu d'un programme informatique manipulant plus de **14000** éléments.

2.2.3 – Nord Sud Export (*NSE*)

Dans la même catégorie que *Business Environment Risk Intelligence*, Nord Sud Export (*NSE*) est aussi un bureau de consulting, il se charge d'anticiper les risques et les opportunités des marchés émergents (Afrique, Moyen-Orient, Asie et Amérique Latine).

Il met à la disposition des agents économiques, différents supports d'information d'ordre économique, social, financier ou politique, couvrant près de **100** pays.

L'essentiel des enquêtes de *NSE* concernant l'évolution des zones émergentes, est synthétisé dans un support fiable et indépendant, véritable système de veille et d'alerte. Il s'agit d'un outil de prévision indispensable à la prise de décision lors de la mise en place de projets stratégiques de développement.

Une grille d'évaluation commune à l'ensemble des régions ciblées, synthétise la dynamique du risque relative à chaque pays. La finalité étant de pouvoir procéder à une comparaison pertinente et d'en faire ressortir les forces et les faiblesses propres à chaque pays. Un classement annuel des pays émergents vise à distinguer le potentiel de marché, le risque encouru par les exportateurs et celui auquel s'exposent les investisseurs.

La méthodologie de rating employée par *NSE*, repose sur **60** critères répartis en **12** facteurs, eux-mêmes regroupés en **4** paramètres :

- Risque souverain,
- risque de marché,
- risque politique,
- environnement des affaires.

A chaque critère est attribuée une note sur 7 points, pondérée par un coefficient désignant son poids au sein de chaque facteur. A partir de chaque groupe de facteurs, on abouti à une note sur 70 points relative à chaque paramètre.

Deux ratings sont alors proposés : l'un cible les exportateurs et l'autre cible les investisseurs directs. La différenciation se fait suivant l'importance accordée à chaque paramètre. Enfin, l'indice synthétique est une note convertie sur une échelle allant de 0 à 700, permettant d'affecter chaque pays à l'une des 7 catégories de risque.

2.3 – Les journaux financiers

Les publications financières : telles que *Euromoney Publications* qui procèdent également à des ratings de pays en fonction de leur risque financier, *Institutional Investor*, et d'autres comme : *Bank of America World Information*, *Control Risks Information Services (CRIS)*, *S.J.Rundt & Associates*, *Coplin-O'Leary System*.

2.3.1 – Euromoney

La compagnie de publication privée Euromoney a lancé une revue d'information sous le même nom, ciblant exclusivement les marchés de capitaux. Les critères de rating employés par Euromoney sont regroupés sous forme de 9 facteurs pondérés :

- Risque politique ;
- performances économiques ;
- indicateurs de la dette ;
- défauts et rééchelonnements ;
- risque crédit ;
- accès au financement bancaire ;
- accès au financement à court terme ;
- accès aux marchés de capitaux ;
- remises sur opérations de forfaiting⁽³⁾.

⁽³⁾ Rachat au comptant de créances à terme : le forfaitier acquiert la créance de l'exportateur pour un montant diminué de la décote de la créance. L'opération d'exportation à terme se transforme en une opération au comptant. L'exportateur n'est plus exposé au risque de non paiement et économise une prime d'assurance.

Le rating proposé par *Euromoney* concerne un échantillon de **180** pays jugés sur une échelle de notes allant de **0** à **100** points.

2.3.2 – Institutional Investor

La compagnie de publication *Institutional Investor* est à l'origine d'innombrables supports d'informations ayant trait aux domaines bancaire et financier, elle met à la disposition des opérateurs bancaires et autres investisseurs une revue d'informations financières du même nom.

A l'occasion de chaque rating, *Institutional Investor* procède à une série d'interviews avec une centaine de banquiers à travers le monde, afin de collecter leurs appréciations concernant la solvabilité des pays analysés. Evidemment, ceux-ci n'ont pas le droit de noter leur propre pays, en vue de gagner en objectivité. La note finale varie entre **0** et **100**. Elle est issue d'indicateurs répartis entre **9** espaces :

- Perspectives économiques ;
- service de la dette ;
- compte courant et réserves ;
- politique fiscale ;
- perspectives politiques ;
- accès aux marchés de capitaux ;
- balance commerciale ;
- flux d'investissements ;
- investissements directs étrangers.

Ces critères n'ont pas le même ordre d'importance selon qu'il s'agisse d'un pays de l'*OCDE* ou d'un pays émergent.

2.4 – Autres indicateurs

2.4.1 – International Country Risk Guide (ICRG)

ICRG est l'une des toute premières sources de rating à avoir mis à la disposition du grand public, sa procédure d'évaluation en toute transparence : définition et pondération des critères, modélisation et calculs, construction et interprétation des notes.

Le risque pays y est décomposé en 3 catégories :

- **Risque politique** : reflète le niveau de stabilité d'un pays et l'éventualité d'une exposition aux tensions susceptible de toucher à sa souveraineté.
- **Risque économique** : met en évidence les avantages et inconvénients de la politique économique engagée dans un pays.
- **Risque financier** : traduit la capacité d'un pays à honorer ses engagements et à recouvrir ses dettes.

Il ressort un total de **22** critères notés de **0** à **15** points, de façon à totaliser un score maximum de **100** pour le risque politique, **50** pour le risque économique et **50** pour le risque financier. On retrouve ainsi une symétrie entre les plans politique et économique-financier.

Enfin, l'indice synthétique est une moyenne pondérée des 3 indices spécifiques précédents. Il s'agit d'une note sur **100** points, affectée à une échelle allant de **0** à **100**.

2.4.2 – Idice de Liberté Economique

La liberté économique est définie par *Héritage Fondation*, comme l'absence de contraintes gouvernementales sur les activités de production, de distribution et de consommation des biens et services. Il va au-delà de la simple idée de maintien et de protection de la liberté des citoyens au sens propre du terme.

L'indice de liberté économique propose un bilan approfondi des facteurs contribuant à la prospérité économique d'un pays. Il permet de mesurer le niveau de sensibilité de la liberté économique aux changements de politiques des gouvernements et ce sur un échantillon de **161** pays.

En effet, il est nécessaire que chaque Etat impose un minimum de contraintes afin de veiller à une conduite efficace de la gouvernance et de protéger les citoyens. Ces contraintes peuvent être mesurées en évaluant leur impact sur l'activité économique.

Cependant, un certain seuil ne doit pas être franchi, au risque de porter atteinte à la liberté économique d'une nation. C'est ce seuil qui détermine les limites existant entre les différents degrés d'ouverture des économies. Dans ce sens, l'Indice de Liberté Economique est calculé sur la base de **46** critères équi-pondérés, notés de **1** à **5** et regroupés en **10** espaces:

- Politique commerciale ;
- intervention de l'Etat dans l'économie ;

- implantations et capitaux étrangers ;
- systèmes de prix et salaires ;
- politique fiscale ;
- politique monétaire ;
- systèmes bancaire et financier ;
- système juridique ;
- droits de propriété ;
- marché parallèle.

La note finale est affectée à une échelle allant de **1** (pour les pays les plus ouverts) à **5** (pour les pays les plus fermés).

L. D. Howell procède à un tout autre découpage qui n'en demeure pas moins pertinent, en classant les acteurs de rating en quatre groupes, en fonction de la démarche empruntée par l'analyste pour approcher le problème de l'évaluation⁽⁴⁾.

Un premier groupe réunit les ratings qui se préoccupent de la situation présente d'un pays, en supposant qu'il existe une corrélation entre les caractéristiques actuelles et les éventuels carences futures (cas de *NSE, EIU, COFACE*).

Un second groupe réunit les ratings qui emploient des critères à caractère général, relatifs aux pays ciblés par l'analyse (cas de *BERI, ICRG*).

Un troisième groupe réunit les ratings dont les critères prennent en compte des facteurs non pas à caractère global, mais directement liés à un problème spécifique (exemple : la nationalisation).

Un dernier groupe réunit les ratings qui anticipent d'abord les possibilités concernant le type de gouvernement à la tête des pays ciblés, pour ensuite tenter d'évaluer l'impact de chaque alternative envisagée au niveau de chaque paramètre.

En définitive, les trois premiers groupes de rating visent la prévision, alors que dans le dernier groupe il s'agit plutôt de simulation.

⁽⁴⁾ Howell L. D. (2001), *The Handbook of Country and Political Risk Analyses*, 3rd Edition, East Syracuse, New York, The PSR Group, pp. 3-16 in Yasmine Guessoum.

Section II – Les principales agences de notation

Dans beaucoup de pays, l'essor des agences de rating a eu lieu avec la mutation financière et le développement des marchés de capitaux. C'est donc la globalisation financière et le mouvement de désintermédiation qui ont contribué à l'accroissement de la demande de notation de la part des investisseurs. Ils ont donc participé au développement des agences en dehors des Etats Unis parce que la première agence est née en Amérique.

Les agences de notation jouent un rôle essentiel auprès de l'ensemble des intervenants du marché, mais leur fonction principale est de servir beaucoup plus les investisseurs. Cette section portera sur présentation des agences de notation, à savoir : *Moody's Investor Service* ; *Standard & Poor's* et *Fitch Ratings*.

1 – L'agence de notation *Moody's Investors Service*

La notation pour *Moody's* est son appréciation sur la volonté et la capacité d'un émetteur (pays ; entreprise publique ou privée ; une banque ; une compagnie d'assurance...etc.) à assurer le paiement ponctuel de ses engagements.

Les agences de notations sont nées aux Etats-Unis au début du siècle du besoin des particuliers de faire le tri entre les sociétés de chemin de fer qui sollicitaient leur épargne, c'est-à-dire que c'est grâce aux agences de notation que les particuliers ont pu faire un choix parmi les sociétés de chemin de fer et de sélectionner celles où le risque est présent, donc de les éviter en matière de placement de leurs épargnes. En **1860** *Henry Varnum Poor* crée un premier guide des sociétés de chemins de fer. De son côté *Standard Statistic Bureau* mis en place en **1906** rassemble des données financières sur les sociétés américaines avant de délivrer ses premières notes en **1916**. C'est en **1941** que naîtra de leur union *Standard and Poor's*.

Mais l'idée de ce système de note avec des lettres de « **AAA** » pour le meilleur et « **C** » pour le plus mauvais revient à *John Moody* qui est né en **1868**, il crée *Moody's Investor Service* en **1900**, et commence à noter les émissions obligataires de plus de **200** compagnies de chemins de fer en **1909**. Son but est d'apprécier la capacité de l'émetteur d'un emprunt à honorer ses engagements, c'est-à-dire à rembourser en temps et en heure et à respecter les échéances de paiements de la dette et des intérêts.

L'obtention d'une notation par *Moody's* repose sur un échange continu et dynamique de données entre l'émetteur noté et les analystes de *Moody's*. Le rôle de l'émetteur est essentiel au cours du processus de notation parce qu'il y a une liberté de dialogue entre l'agences de notation et l'émetteur noté. Et lorsqu'il s'agit d'une première notation pour l'émetteur, *Moody's* effectue une réunion préparatoire comme première étape dans le processus de notation.

1.1– le processus de notation de *Moody's*

Le processus de notation de *Moody's* regroupe plusieurs étapes, à savoir :

- Rassembler les informations adéquates pour évaluer le risque encouru par les investisseurs.
- Formuler une décision finale de notation à l'issue d'un comité.
- Assurer le suivi de la notation afin de déterminer si elle mérite d'être modifiée.
- Informer l'ensemble du marché des décisions de *Moody's*.

Les notations *Moody's* sont attribuées, ou par la suite modifiées, à l'issue d'un comité., sachant que ce dernier se compose au minimum d'un directeur, de l'analyste chargé du dossier et éventuellement d'autres spécialistes dont la présence est jugée pertinente. Le comité peut être élargi de manière à faire valoir différents points de vue et faire intervenir différentes spécialités nécessaires pour aborder les questions relatives à l'émetteur. Le nombre de participants de ce comité peut varier selon la taille de l'émetteur, la zone géographique et selon que ce genre d'opération a, déjà ou non, été réalisée. Le contenu des comités est strictement confidentiel et seuls les analystes *Moody's* peuvent en faire usage.

1.1.1 – La rencontre avec l'équipe de direction

La première réunion analytique se déroule le plus souvent dans les locaux de l'émetteur , c'est-à-dire en dehors de l'agence de rating, et sa durée varie entre une matinée et une journée, et durant cette rencontre *Moody's* aborde les différents points qu'elle juge importants.

1.1.2 – Les sources d'information utilisées par *Moody's*

L'agence de rating *Moody's* fait recours à plusieurs documents parmi lesquels on peut citer :

- Documents publiquement accessibles tels que les rapports annuels.
- Données du marché sur l'évolution des affaires de certains émetteurs.

- Statistiques économiques des institutions internationales comme la *Banque Mondiale* et le *Fond Monétaire International*.
- Données communiquées par les banques centrales, ministères...etc.
- Ouvrages ou articles extraits de sources universitaires, publications financières ou informations de presse.
- Discussions avec des experts issus du gouvernement ou des milieux universitaires.
- Données pouvant résulter de réunions ou d'échanges avec l'émetteur. S'il s'agit de données confidentielles, *Moody's* s'attache à respecter strictement le principe de confidentialité.

1.1.3 – La conclusion du comité de notation

Lors d'une réunion, l'équipe analytique adresse une recommandation à un comité qui se compose, le plus souvent, des spécialistes et du directeur de *Moody's*. Leur conclusion peut avoir quatre directions : positive ; négative ; stable ou évolutive.

Du premier entretien jusqu'à la communication publique de la notation, le processus de notation s'étend sur une période de **90** jours.

1.1.4 – La diffusion de la note

Après délibération du comité de notation, l'agence de rating procède à la publication de la note par un communiqué de presse et aux principaux médias financiers. Sachant que la communication de la note est laissée à la libre appréciation de l'émetteur, sa confiance vis-à-vis du caractère confidentiel de l'agence de rating constitue une composante essentielle du processus de notation.

1.2- L'échelle de notation de Moody's

L'échelle de notation va d'un maximum « **Aaa** » à un minimum « **C** », elle se compose de **21** classes. Elle se divise en deux catégories : la catégorie d'investissement qui correspond à la catégorie sans risque qui va de « **Aaa** » à « **Baa** », et la catégorie spéculative où le risque est inclus elle va de « **Ba** » à « **Ca** », ces dernières sont détaillées juste après.

1.2.1 - La notation à long terme

➤ La catégorie d'investissement

Aaa : meilleur qualité et risque le plus faible ;

Aa : Haute qualité. Très forte capacité à faire face aux obligations de paiement ;

A : Qualité moyenne, et la capacité de faire face aux remboursements est forte ;

Baa : Qualité moyenne, capacité satisfaisante de l'emprunteur à faire face à ses obligations.

➤ La catégorie spéculative

Ba : De nature spéculative, capacité incertaine à terme de l'emprunteur à faire face à ses obligations.

B : Faible capacité de l'emprunteur à faire face à ses obligations.

Caa : Qualité médiocre. Danger quant au paiement des intérêts et au remboursement du capital.

Ca : Défaillent.

1.2.2 - La notation à court terme

Prime 1 : Forte capacité à faire face aux obligations.

Prime 2: Bonne capacité de remboursement.

Prime 3 : Capacité acceptable de remboursement.

L'agence de notation *Moody's* ne donne pas de note pour la catégorie spéculative dans le court terme, cette catégorie est dite pour *Moody's* **Note Prime**.

Moody's peut placer un émetteur sous surveillance pour un rehaussement ou un abaissement possible, et la mise sous surveillance ne dépasse en principe pas **60** jours. Après une mise sous surveillance, et lorsque le comité de notation décide de ne pas modifier la note *Moody's* confirmera

la notation, mais dans le cas contraire c'est l'affirmation de la notation, et l'affirmation d'une notation peut avoir lieu même sans la mise sous surveillance.

2 – L'agence de notation *Standard & Poor's*

La création de *Standard & Poor's* remonte à **1860**, à l'époque où les chemins de fer étaient le moteur de la révolution industrielle. Par l'intermédiaire de sa société « *Poor's Publishing* » *Henry Varnum Poor* commençait à publier des évaluations financières de compagnies ferroviaires aux Etats Unis et en Europe.

En **1909** une autre société *Standard Statistics* était la première à proposer des informations financières détaillées sur les entreprises industrielles des USA. Elle commençait à noter des titres obligataires en **1922**. En **1941**, *Poor's Publishing* et *Standard Statistics* unissent leurs compétences et créent *Standard & Poor's*.

En **1966** *Standard & Poor's* devient une division du groupe *McGraw-Hill Companies*, éditeur de l'hebdomadaire *Business Week*, ainsi que d'autres publications financières internationales, et sources d'informations pour les milieux d'affaires. *Standard & Poor's* mène ses activités d'analyse et de notation indépendamment du groupe *McGraw-Hill Companies*.

2.1– Les caractéristiques de *Standard & Poor's*

L'agence de notation *Standard & Poor's* est mondialement reconnue et cela grâce à son réseau international, elle fournit aux acteurs du marché financier une opinion basée sur des bases analytiques.

2.1.1 – Les principes d'activité de *Standard & Poor's*

Standard & Poor's effectue son activité en se basant sur plusieurs principes, à savoir :

- **L'indépendance** : *Standard & Poor's* est entièrement indépendante de toute autre institution financière, bien que qu'elle soit une partie du groupe d'édition *McGraw-Hill* mais ses décisions de notation sont entièrement indépendantes de la maison mère.
- **L'intégrité et le professionnalisme** : les investisseurs et les autres acteurs du marché financier utilisent les notes de *Standard & Poor's* en raison de leur fiabilité, de la fréquence de leur mise à jour et de la rigueur de leur analyse ;

- **La transparence** : il est essentiel que les utilisateurs de notes comprennent le processus et la méthodologie de notation, c'est pour cela que **S&P** publie et actualise régulièrement ses définitions et ses notes.

2.1.2 – Les typologies de notes accordées par **S&P**

Puisque la notation est l'évaluation par une agence spécialisée du risque de non paiement de la dette à échéance de la totalité de la dette et de ses intérêts, sachant que la notation est l'analyse de la capacité et la volonté de l'émetteur à remplir ses engagements. Pour cela **S&P** fait usage de plusieurs notes dont : la note de référence ; la note d'émission ; la note de prêt bancaire.

- **La note de référence** : elle permet de faire connaître à des tiers la capacité d'un émetteur à faire face à ses engagements même en l'absence d'émission ;
- **La note d'émission** : elle s'applique aux emprunts émis sur le marché, ce sont des notes de court terme (inférieur ou égale à un an), elle tient en compte de la capacité de l'émetteur à faire face à ses engagements, et les échelles de notation de **S&P** seront détaillées dans un autre titre;
- **La note de prêt bancaire** : ce type de note est accordé aux prêts bancaire, la note prend en compte les caractéristique relatives à l'émetteur (garanties et les hypothèques...etc.), sachant que par rapport à la note de référence la note de prêt bancaire mesure la probabilité de perte finale pour un investisseur.

2.1.2.1 - Perspective et la mise sous surveillance

En attribuant les notes **S&P** tient compte des éléments futurs qui peuvent affecter le comportement de l'émetteur, donc des facteurs exogènes peuvent modifier l'évaluation initiale d'où l'existence des perspectives et la mise sous surveillance.

- Chaque note à long terme est accompagnée d'une perspective qui peut être stable, positive ou négative. Cette perspective indique l'évolution probable de la note dans deux à trois ans à venir .
- La mise sous surveillance signale aux investisseurs qu'un événement particulier peut entraîner après une analyse, une modification de la note dans un délai proche, et la mise sous surveillance peut impliquer une position négative ; positive ou bien indéterminée. Sachant que la mise sous surveillance doit être résolue le plus rapidement possible pour mettre fin à l'incertitude qu'elle engendre pour les investisseurs et l'émetteur.

2.2 – Le processus de notation de *Standard & Poor's*

Le processus de notation de *S&P* est fait en étroite collaboration avec l'émetteur, et ce dernier se fait en plusieurs étapes à savoir : la demande de notation ; le schéma d'analyse ; la réunion avec l'émetteur ; le comité ; la publication de la note et le suivi de la note.

- **La demande de notation de l'émetteur :** Le processus de notation se fait en totale coopération avec l'émetteur, parce que *S&P* ne les notes qu'avec leurs accords préalables.
- **Le schéma d'analyse :** *S&P* prépare un schéma d'analyse en collaboration avec l'émetteur, ce dernier permet de préciser la nature des principales données quantitatives et qualitatives nécessaire à l'étude. Ces données relèvent du domaine public d'une part et du domaine privé d'autre part, c'est-à-dire des données confidentielles et *S&P* garantit une confidentialité totale à l'émetteur engagé dans un processus de notation.
- **La réunion avec l'entreprise :** des réunions d'une demie journée à une journée environ sont organisées avec les responsables de l'émetteur. Généralement l'équipe de *S&P* est constituée de deux à trois analystes confirmés ; le directeur générale ; le directeur financier ; le trésorier et des responsables opérationnels.
- **Le comité :** L'analyste en charge de l'étude du dossier prépare un rapport qu'il soumet à un comité interne de notation, composé de collaborateurs confirmés de *S&P*. En plus d'une discussion approfondie concernant l'émetteur, le comité permet des comparaisons avec d'autres émetteurs qui lui ressemblent pour s'assurer de la cohérence de la note. Le comité procède à informer l'émetteur de sa décision suivi de justifications et de comparaisons, ainsi l'émetteur peut décider de revoir la base de données en lui accordant de nouvelles données.
- **La publication de la note :** Sur accord avec l'émetteur, les notes sont rendues publiques par le biais des communiqués de presse et d'articles diffusés sur les sites web de *S&P* ⁽⁵⁾, et les articles sont mis à la disposition de l'émetteur avant leurs publication.
- **Le suivi de la note :** une fois la note est publiée, *S&P* s'engage vis-à-vis des investisseurs à en assurer le suivi, et l'émetteur doit s'engager à communiquer régulièrement à *S&P* les informations nécessaires à sa mise à jour. Pour cela *S&P* rencontre au moins une fois par an l'émetteur noté pour actualiser les informations, et c'est lors de ces rencontres que *S&P* peut estimer une révision de la note si c'est nécessaire.

⁽⁵⁾ site français : www.standardandpoors.fr ; le site américain : www.standardandpoors.com

2.3 – Les échelles de notation de *Standard & Poor's*

Standard & Poor's est une agence de notation comme toutes les autres. Elle accorde des notes pour le court terme elles sont généralement inférieures ou égales à un an. Elles ont pour objectif d'actualiser les notes à long terme qui sont supérieures à un an. Les notes à long et court terme se divisent en deux catégories : la première est la catégorie investissement qui correspond aux meilleures notes ; et la catégorie investissement qui regroupe les notes des émetteurs où le risque est présent.

2.3.1 – Les notes à long terme

➤ **La catégorie investissement** : elle regroupe les meilleures notes, à savoir :

AAA : elle correspond à la meilleure note de *S&P*, l'aptitude de payer la dette et les intérêts est extrêmement forte.

AA : l'aptitude de faire face au paiement de la dette et des intérêts reste très forte et ne diffère que dans une faible mesure de celle de la note « **AAA** ».

A : Forte capacité au paiement de la dette et des intérêts mais une certaine sensibilité aux effets défavorables des changements de circonstances ou de conditions économiques ;

BBB : capacité encore suffisante au paiement des intérêts et du capital, mais des conditions économiques défavorables ou une modification des circonstances sont davantage susceptibles d'affecter l'aptitude au service normal de la dette.

➤ **Catégorie spéculative** : c'est celle où le risque est plus ou moins inclus,

BB : le paiement à l'échéance présente une incertitude du fait de la vulnérabilité de l'émetteur à des conditions défavorables sur les plans économiques et financiers.

B : la vulnérabilité de l'émetteur à des conditions défavorables sur les plans économiques et financiers sachant qu'ils sont plus importants que ceux de la catégorie **BB**, l'émetteur peut néanmoins toujours faire face à ses engagements.

CCC : le paiement à échéance est douteux et dépend des conditions favorables sur le plan économique et financier.

CC : le paiement à l'échéance est extrêmement douteux et très dépendant des conditions économiques et financières favorables.

D / SD : déjà en défaut de paiement des intérêts ou du capital, sauf en cas où de délai de grâce est prévu, le règlement avant expiration de ce délai est probable.

L'attribution d'un « **D** » indique que le défaut sera général ou du moins substantiel.

L'attribution d'un « **SD** » indique que le défaut constaté ne remet pas en cause le service normal d'autres engagements.

Les notes de « **AA** » à « **CCC** » peuvent être modifiées par le rajout du signe « + ou - » afin de préciser leurs positions relatives dans l'échelle de notes.

1.2.4.2 – Les notes à court terme

➤ La catégorie investissement

A- 1+ : très forte aptitude au service normal de la dette.

A- 1 : forte aptitude au service normal de la dette.

A – 2 : aptitude satisfaisante au service normal de la dette.

A-3 : la capacité de paiement à l'échéance reste acceptable. Il existe cependant une plus grande sensibilité à des changements défavorables de circonstances que pour les émetteurs bénéficiant d'une meilleure note.

➤ La catégorie spéculative

B : un certain caractère spéculatif quant au paiement à l'échéance.

C : le paiement à l'échéance est douteux.

D : défaut de paiement constaté.

(S) : la mise sous surveillance signale qu'un événement particulier peut entraîner une modification de la note dans un délai rapproché. La mise sous surveillance peut avoir une implication positive, négative ou indéterminée c'est bien sûr selon la nature de l'événement qui la provoque.

3 – *Fitch Ratings*

La société *Fitch Ratings* est une agence de notation financière internationale, américaine et britannique, basée à la fois à New York et à Londres. C'est la plus petite des trois agences internationales. Ses concurrents sont *Standard & Poor's (S&P)* et *Moody's*.

La société a été fondée par *John Knowles Fitch* le **24** décembre **1913** à New York sous le nom *Fitch Publishing Company*. Elle a fusionné avec la société *IBCA Limited*, basée à Londres en décembre **1997**, passant ainsi sous le contrôle de la holding française *Fimalac*.

3.1 – Les caractéristiques de *Fitch Rating*

Fitch Ratings attribue des notations selon une classification de critères qui lui est propre. Ces critères seront présentés dans un autre titre. Sa note traduit son opinion sur la capacité d'un émetteur à remplir ses obligations financières, donc à ne pas se trouver en situation de défaut de paiement, c'est-à-dire qu'elle évalue la solvabilité financière des émetteurs de dettes : Etats souverains et collectivités locales, institutions financières. En tant que mesure du niveau du risque de crédit, la note influe sur le niveau du taux d'intérêt proposé à l'entreprise notée, plus la note d'un émetteur est mauvaise, plus il lui coûtera cher d'emprunter car il lui sera difficile d'intéresser les investisseurs.

Fitch intervient dans tous les segments du marché de la notation, elle poursuit le renforcement de sa position en tant que prestataire de services de recherche et de notation financière sur les marchés de capitaux mondiaux. *Fitch Ratings* cherche en permanence à améliorer le processus de notation financière. C'est ainsi qu'en **2002**, la société a constitué de nouvelles équipes regroupant des spécialistes de la recherche crédit, de la cohérence interne et de l'audit des notes. Parallèlement, le processus a été optimisé par la mise en place de nouveaux critères d'évaluation des risques potentiels, accordant une plus grande importance aux risques opérationnels et à la liquidité à court terme. *Fitch Ratings* a mis au point, en **2003**, des outils

supplémentaires de surveillance du marché des financements structuré et renforcé son savoir-faire afin de tirer profit de la croissance rapide du marché européen.

3.2 – La méthodologie de notation du risque-pays

Les emprunts de pays bénéficient d'une bonne note de crédit lorsqu'ils sont libellés en monnaie nationale, parce que les émetteurs conservent le droit de battre la monnaie, et la question de défaut de paiement reste académique, l'emprunteur peut donc s'acquitter du service de la dette par une création monétaire excessive, dévaluant ainsi la valeur des emprunts par l'inflation. Mais lorsqu'un pays émet des emprunts en monnaie étrangère le risque de défaut de paiement est plus élevé car l'Etat ne peut plus assurer le service de la dette par la planche à billets. L'agence de notation a donc pour but d'évaluer la capacité et la détermination du pays à constituer les réserves de change nécessaires pour faire face à ses engagements.

Pour l'agence *Fitch Rating* le risque lié au défaut de paiement est beaucoup plus provoqué par des facteurs d'ordre plutôt économique que politique. Sa méthodologie de notation du risque-pays se base sur des exemples modernes de défaut de paiement pour établir des séries d'indicateurs, incorporés dans un modèle de scoring du risque des emprunts souverains. Cette évaluation est ensuite transformée en une notation à long terme.

Fitch Rating estime que l'évaluation du risque-pays relève autant de l'art de l'économie politique que de la science économique. Elle dépend du jugement intensif d'analystes expérimentés sur la pérennité d'une politique et les motivations des législateurs que d'une estimation rigoureuse des perspectives du potentiel d'exportation d'un pays. Il est donc plus difficile de quantifier précisément les probabilités d'un défaut souverain sachant que l'estimation du risque souverain réserve une part plus importante au jugement.

3.2.1 – Le processus coopératif de notation

Les difficultés d'analyse nécessitent un comportement coopératif dans la procédure de notation de *Fitch Rating*. Sa méthode de notation du risque-pays se base fortement sur une tradition de coopération. Lorsque un pays accepte que sa dette soit notée, *Fitch Rating* adresse un questionnaire aux administrations compétentes leur demandant de lui fournir des informations confidentielles sur le niveau de l'endettement du pays ainsi qu'une estimation de la capacité du pays à assurer le service de sa dette. Le questionnaire est largement standardisé, mais il comprend des parties spécifiques au pays en présence de conditions politico-économiques peu habituelles.

Les réponses à ses questionnaires servent de base aux entretiens de notation conduits par des analystes de *Fitch Rating* qui visiteront le pays pouvant aller jusqu'à une semaine. Lors de ces visites les analystes essayeront de constater le poids de la dette et la capacité du pays à effectuer le remboursement. Ils évaluent aussi d'autres passifs extérieurs comme l'investissement direct étranger et l'investissement de portefeuille, qui peuvent exiger des sorties de devises et imposer une contrainte supplémentaire à l'économie, sachant que la valeur nominale d'une obligation peut fortement diminuer à la suite d'une chute des marchés domestiques ou d'une dépréciation de la monnaie nationale. C'est pour ça que la dette est le centre d'analyse de *Fitch Ratings*.

Les analystes de *Fitch Rating* examinent les ratios habituels comme celui de la dette/exportations ou la dette /PIB, ils leur fournissent des indications sur la capacité actuelle et future du pays à assurer le service de la dette. *Fitch Ratings* analyse aussi les ratios du service de la dette et des remboursements d'intérêt par rapport aux exportations, l'équilibre budgétaire, la croissance des agrégats monétaires, l'ampleur de la provenance des réserves officielles de change etc.

Fitch examine aussi le taux de croissance et l'indice du niveau de vie qui donne une mesure du dynamisme économique et de la capacité du pays à faire des sacrifices en cas de besoin. Un niveau de vie élevé réduit le choc dans les moments difficiles, il permet de baisser la demande, de diminuer la facture des importations et de générer ainsi rapidement des devises. Le niveau des revenus est aussi un indicateur important, sachant que la liste des indicateurs examinés par *Fitch Rating* sera donné dans un titre qui va suivre.

3.2.1.1 – L'évaluation de la politique nationale

Le processus de notation de *Fitch* intègre des méthodes d'analyses qui s'inspirent de l'expérience du **FMI**, pour évaluer l'évolution des ratios nationaux d'épargne et d'investissement et sa conséquence sur la balance des opérations courantes. Pour saisir concrètement les politiques budgétaires et monétaires *Fitch* effectue des entretiens avec les décideurs politiques, sachant que lors de l'examen de la politique budgétaire, elle essaye de savoir si le déficit de secteur public peut être compatible avec le développement économique du pays.

Fitch Ratings donne un coefficient à la cohérence de la politique économique globale. Dans le cas où il y a une adéquation entre la réalité économique du pays et la politique des décideurs l'agence de rating est rassurée, mais dans le cas contraire, c'est-à-dire que les dirigeants politiques

refusent de reconnaître les véritables problèmes au pire des cas *Fitch Rating* peut déclasser la note du pays.

L'évaluation du risque-pays par *Fitch Rating* ne se limite pas aux indicateurs financiers : une politique économique ayant pour objectif la réduction de l'inflation et le déficit des opérations courantes au prix d'une montée brutale du chômage ne sera pas aussi bien notée qu'une autre politique qui s'attaque clairement au maintien des équilibres et la stabilisation financière. L'agence *Fitch* prend en considération quatre indicateurs clés à savoir : la croissance économique ; l'inflation ; le solde extérieur et le taux de chômage. Donc *Fitch Rating* ne se préoccupe pas uniquement de la capacité du gouvernement à mener une politique de stabilisation mais des efforts à entreprendre les changements structurels de l'économie.

L'examen des politiques structurelles est aussi un élément de l'analyse des perspectives de croissance économique à long terme. *Fitch* prend en considération le taux de croissance démographique, la distribution démographique par tranche d'âge ; les écarts de productivités des différents secteurs économique (industrie, agriculture...etc.) ; le degré d'urbanisation de l'économie et la capacité du système d'enseignement à assurer une éducation secondaire et universitaire à une proportion importante de la population, et à assurer un enseignement de niveau qualitatif de niveau raisonnable.

Fitch Ratings évalue aussi l'efficacité de la machine administrative du pays, la compétence dont font preuve les décideurs politiques à gérer la dette extérieure d'une manière à faire face aux crises de liquidité passées. Elle analyse aussi la probabilité que le pays puisse conserver un accès aux marchés qui lui permettent de financer la part de sa dette qui arrive à son échéance.

3.2.1.2 – L'analyse des secteurs d'exportation

Les analystes de *Fitch Ratings* examinent l'évolution de la balance des comptes courant de la balance des paiements, comme ils sont aussi intéressés par les indicateurs de croissance ; de diversification et de compétitivité d'un secteur d'exportation capable d'accroître sa part de marché dans une conjoncture porteuse. Ces circonstances déterminent la capacité d'un pays à accumuler les devises.

Elle examine aussi le degré de l'ouverture de l'économie. Une politique commerciale ouverte est souvent synonyme de compétitivité des industries, parce que les entreprises protégées par les barrières douanières élevés sont souvent peu productives, mais celles qui sont compétitives et qui commercialisent leurs produits dans le marché domestique où les prix sont importants ne les

incitent pas à s'aventurer dans l'exportation. Mais on peut dire que les barrières douanières constituent un obstacle à la capacité d'accumulation des réserves de change d'un pays. Donc le degré de l'ouverture de l'économie est un facteur de croissance d'un pays et de sa capacité à assurer le service de la dette.

3.2.1.3 – L'analyse de la résistance du pays aux chocs économiques

En plus de la situation économique et financière du pays examiné, les analystes de Fitch Ratings évaluent la capacité de résistances économiques exogènes. Cette analyse de résistance donne une idée claire sur la solidité de l'économie et de la politique économique globale du pays face à l'imprévu.

L'analyse de résistance d'un pays par *Fitch* change selon la structure particulière de l'économie, à titre d'exemple un pays producteur de pétrole n'aura pas du mal à ajuster un doublement des prix pétroliers, mais par contre, ce pays se trouvera en difficultés en cas de diminution de moitié de ces prix. L'analyse de ces situations permet d'évaluer l'adéquation de différents niveaux d'endettement selon le type de l'économie.

3.2.1.4 – L'évaluation du risque politique

Le risque politique peut se présenter sous deux dimensions : endogène ou exogène. Au plan endogène la question qui se pose est de savoir si le régime politique est démocratique, libérale ou gouvernement militaire, et si la situation interne est stable. Pour cela Fitch Ratings évalue l'histoire du pays et ses traditions, comme elle examine aussi la capacité des dirigeants politiques à mobiliser le soutien de la population, c'est-à-dire s'ils sont capables à faire passer le message auprès de la population. *Fitch* cherche aussi à localiser l'émergence de tensions politiques et sociales qu'elles soient d'origine économique sociale ou religieuse.

Sur le plan exogène le principal risque-pays est le risque de guerre. Pour la plupart des pays l'éventualité d'une guerre est négligeable. Mais pour ceux où la menace extérieure persiste ces derniers consacreront une partie importante du Revenu National au budget de la défense. Le risque de guerre seul suffit pour entraîner un déclassement important de la note du pays.

Fitch Ratings adopte une vision différente lorsqu'un pays entretient des liens internationaux même s'il n'existe pas de garanties d'aide économique, comme par exemple l'appartenance aux institutions de *Brotton Woods* ; à l'*Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE)*, ces relations leur permettent de gagner des points en plus lors de leurs évaluations.

3.2.2 – L’attribution des notes

Une fois la visite de notation est terminée l’agence rédige un rapport détaillé et l’adresse aux autorités du pays pour des rectifications s’il y’a lieu. Ce rapport comporte une comparaison approfondie d’un grand nombre d’indices déjà cités au par avant et ceux des pays comparables. Il est ensuite soumis au comité de notation. Ce dernier se compose des analystes du dossier qui présentent leurs conclusions, et des analystes souverains confirmés ainsi que des analystes crédit issu des groupes des Institutions Financières. La décision du comité de notation sera rendue publique dans les meilleurs délais par l’intermédiaire d’un communiqué à la presse et d’une notification aux agences de presse électroniques. Sachant qu’en parallèle le rapport de notation est mis à la disposition des investisseurs abonnés au site Internet de *Fitch Ratings* (www.fitchratings.com).

3.3 – Les échelles de notation de *Fitch Ratings*

Fitch Ratings attribue des notes selon des critères et une classification qui lui sont propres, une note traduisant son opinion sur la capacité d'un émetteur à remplir ses obligations financières, donc à ne pas se trouver en situation de défaut de paiement. En tant que mesure du niveau du risque, la note influe sur le niveau du taux d'intérêt proposé à l'entreprise notée. En d'autres termes, plus la note d'un émetteur est mauvaise, plus il lui coûtera cher d'emprunter car il lui sera difficile d'intéresser les investisseurs. Pour cela elle a mis en place deux échelles de notation : une notation à long terme et une notation à court terme qui permet d’actualiser la première, et elles sont comme suite :

3.3.1 – L’échelle de notation à long terme : elle est subdivisée en deux catégories, la première est la catégorie d’investissement de sécurité, c’est-à-dire que le risque lié à ces derniers est nul, et la deuxième catégorie c’est le niveau d’investissement spéculatif donc l’existence du risque.

➤ **Le niveau d’investissement de sécurité** : il est noté comme suit :

AAA : cette note indique que le risque est le plus faible, elle est attribuée que dans les cas où l’aptitude à honorer les engagements financiers à leurs échéances est **exceptionnellement forte**. Il est hautement improbable que cette aptitude soit altérée par des événements imprévisibles.

AA : cette note indique que le risque est très faible l'aptitude à honorer les engagements financiers à leurs échéances est **très forte**. Cette aptitude n'est pas susceptible d'être altérée de façon significative par des événements prévisibles.

A : le risque est faible, l'aptitude à honorer les engagements financiers à leurs échéances est **forte**. Toutefois, une évolution défavorable des conditions économiques ou financières est susceptible d'altérer cette aptitude dans des proportions plus importantes que pour les engagements notés dans les catégories supérieurs.

BBB : le risque est faible l'aptitude à honorer les engagements financiers à leurs échéances est suffisante, bien qu'une évolution défavorable des conditions économiques et financières soit vraisemblablement susceptible d'altérer cette aptitude. Cette note correspond au plus bas niveau d'investissement de sécurité.

➤ **Le niveau d'investissement spéculatif** : c'est la catégorie où le risque est présent.

BB : cette note indique une possibilité d'apparition de risque (caractère spéculatif), en particulier du fait d'une évolution défavorable des conditions économiques. Cependant des ressources d'exploitation ou financières sont susceptibles d'être mobilisées pour honorer les engagements contractés.

B : cette note indique l'existence de risque significatif (caractère très spéculatif), bien qu'il existe une marge réduite de sécurité. Le respect des engagements financiers est actuellement assuré ; toutefois, le maintien de l'aptitude à honorer ces engagements dépend de la persistance des facteurs d'exploitation et des conditions économiques favorables.

CCC, CC, C : ces notes correspondent à une possibilité de défaut de paiement. L'aptitude à honorer les engagements financiers à leurs échéances repose exclusivement sur la résistance des facteurs d'exploitation ou de condition économiques favorables. La note **CC** indique qu'une défaillance semble probable. Et la note « **C** » signale que le défaut de paiement est imminent.

DDD, DD, D : cette note correspond à la situation de défaut de paiement, et Le passage « **DDD** » à « **DD** » à « **D** » représente la capacité des remboursements des capitaux investis, et elle varie de **90 %** à moins de **50 %**.

3.3.2 – L'échelle de notation à court terme : les notes à court terme sont attribuées aux engagements dont l'échéance est inférieure à **12** mois, elles traduisent la liquidité nécessaire pour honorer les engagements financiers à leurs échéances, et elles sont comme suit :

F1 : Elle indique la plus forte aptitude à honorer les engagements financiers à leurs échéances.

F2 : Elle indique une aptitude satisfaisante à honorer les engagements financiers à leurs échéances, bien que la marge de sécurité soit moins élevée que pour la catégorie de notes supérieures.

F3 : Cette note indique une aptitude suffisante à honorer les engagements financiers à leur échéance, bien qu'une évolution défavorable, à court terme, de la situation soit susceptible d'entraîner un classement dans la catégorie spéculative.

B : (caractère spéculatif), cette note indique une faible aptitude à honorer les engagements financiers à leurs échéances. Cette aptitude pourrait être affectée par une évolution défavorable des conditions économiques et financières.

C : (risque important de défaut), cette note indique que l'aptitude à honorer les engagements financiers à leur échéance repose exclusivement sur la persistance de facteurs d'exploitation et de condition économiques favorables ;

D : (situation de défaut de paiement) cette note indique un défaut de paiement constaté ou imminent.

Fitch Ratings peut procéder au retrait de la note lorsqu'elle considère qu'elle ne dispose pas de suffisamment d'informations pour se former une note. Et la mise sous surveillance à pour objet de signaler aux investisseurs l'existence d'une forte possibilité de changement de note et elle doit indiquer le sens probable de ce changement c'est-à-dire à la hausse ou à la baisse. Donc la perspective l'évolution probable de la note à l'horizon peut être positive ; négative ou stable.

Section III : La comparaison des méthodologies de notation

La fonction de notation est un élément indispensable pour les investisseurs et les acteurs du marché financier, car elle leur permet d'évaluer le risque-pays. Mais les méthodologies de travail des agences de rating ne sont pas toujours explicites et elles manquent même de transparence.

Les agences de notations produisent des notes que les agents économiques considèrent comme fiables. Le problème qui se pose c'est que les notes des différentes agences de rating ne sont pas tout le temps les mêmes pour un acteur (pays). Pour résoudre ce problème il doit y avoir une comparaison entre les méthodologies de notation des différentes agences. La comparaison va nous permettre de savoir si les notes ou les résultats des agences se rapprochent.

1 – Les critères de notation des agences de rating

L'analyse ou l'évaluation du risque-pays se base sur deux familles de critères : la première est la famille des caractères quantitatifs comme les ratios. La source des données pour le calcul des ratios est soit nationale, c'est-à-dire que les données sont tirées d'organismes nationaux comme la banque centrale, le ministère des finances ou bien d'une source internationale comme les données de la *Banque Mondiale* et le *Fonds Monétaire International*. La deuxième famille regroupe les critères qualitatifs. Des experts et spécialistes transforment leurs analyses et jugements en données numériques, et c'est d'ailleurs pour cela que les méthodes d'évaluations des agences de rating nous apparaissent comme flou et difficile à être interprété. Donc chaque indicateur résultera de l'interaction entre la complexité des faits réels et leurs analyses quantitatives.

Le tableau n° 3 ci-après nous présente les différentes agences de notation et les caractéristiques de chacune d'elles à savoir :

- La nature des critères utilisés par chacune d'elles à savoir des critères qualitatifs ou quantitatifs.
- Leurs types de notations : soit des notes de type scalaire, c'est-à-dire, des notations numériques, ou bien de type ordinal, c'est-à-dire, des notations alphabétiques.
- Et leurs sources d'informations.

TABLEAU n° 3 : Nature, types et sources des critères utilisés dans le rating du risque-pays

Caractéristiques	ICRG	CORS	Moody's	S & P	BERI	EIU	Institutionnel Investisor	Euromoney
<u>Risques</u>								
Politique	Qual.		Qual.	Quant/Qual.	Qual.	Qual.	Qual.	Qual.
Financier	Quant/Qual.	Quant/Qual.	Quant				Quant	Quant
Economique	Quant/Qual.		Quant/Qual.	Quant	Quant	Quant	Qual.	Quant
Opérationnel					Quant/Qual.			
De non transfert					Quant/Qual.			
Crédit						Quant/Qual.		
Commercial		Quant/Qual.						
Industriel		Quant/Qual.						
<u>Type</u>								
Ordinal			X	X				
Scalaire	X	X			X	X	X	X
<u>Sources</u>								
Panel d'expert		X			X			
Enquêtes							X	X
Analyse du Staff	X		X	X		X		
Base de données	X		X	X	X	X		X

Source : Financial Analysts Journal, November-December 1996. Table 4. (http://www.duke.edu/~harvey/Country_risk/pol/poltab4.htm)

Le risque-pays est un concept global regroupant plusieurs composantes qui sont la composante économique ; financière et politique, et le tableau n° 3 ci-après spécifie les différents facteurs entrant dans la structure de chacune de ces composantes par rapport aux différentes agences de rating. Pour cela les principaux facteurs pour l'évaluation du risque-pays sont regroupés dans 24 catégories, les 13 premiers critères correspondent à la sphère économique-financière et les 11 derniers représentent la composante politique.

TABLEAU n° 4: les principales composantes de critères utilisés dans le rating du risque-pays

Facteurs	ICRG	CORS	Moody's	S & P	BERI	EIU	Institutionnel Investisor	Réccurrence du facteur
Compte courant de la balance des paiements	X	x	x	x	x	x	x	7
Niveau d'endettement	x	x	x	x	x	x	x	7
Niveau de déficit		x	x	x	x	x	x	6
Structure et croissance économique		x	x	x	x	x	x	6
Taux de change et convertibilité de ses devises		x	x	x	x	x		5
PIB et PIB par tête		x	x	x	x	x		5
Coût du facteur travail et productivité		x	x	x	x			4
Niveau des réserves			x	x		x	x	4
Taux d'intérêt		x	x	x		x		4
Accès au marché des capitaux			x	x	x		x	4
Niveau des liquidités	x				x	x		3
Marché parallèle	x		x	x				3
Taux d'inflation		x		x	x			3
Comportement et anticipations des agents	x	x	x	x	x	x	x	7
Environnement politique	x	x	x	x	x	x	x	7
Accord internationaux et intégration régionale	x	x	x	x	x		x	6
Hétérogénéité des politiques, ethnies et religion	x		x	x	x	x	x	6
Niveau de corruption et flexibilité des lois	x		x	x	x	x		5
Taux de criminalité et sécurité militaire	x		x	x	x			4
Législation	x		x	x	x			4
Nationalisation	x		x	x	x			4
Politiques régionales	x		x	x	x			4
Gestion des infrastructures des collectivités locales			x	x	x			3
Régime coercitifs et conformité des lois			x		x			2

Source : Financial Analysts Journal, November-December 1996. Table 5. (http://www.duke.edu/~harvey/Country_risk/pol/poltab5.htm)

Pour pouvoir comparer les méthodologies de notation, on a sélectionné les trois principales agences de notation déjà décrites dans la section précédente, et elles sont : Moody's ; Standard & Poor's et Fitch rating. Pourquoi plus exactement celles-ci ? Ce n'est pas par hasard, c'est parce qu'elles ciblent le même type d'agents, qu'elles effectuent toute la notation alphabétique et qu'elles se basent sur la notation du risque souverain. Mais avant d'effectuer la comparaison, on commencera par présenter de manière détaillée les familles de critères dans les trois agences.

1.1 – Les critères de rating de Fitch

L'agence de rating *Fitch* intervient dans **75** pays, elle couvre les principaux secteurs économiques. Elle effectue la notation de **70** Etats souverains.

Les thèmes étudiés par *Fitch* sont regroupés en **14** groupes, et leur détail donnera l'équivalent de **103** critères et ainsi l'agence Fitch se place en première position par rapport à d'autres agences, car c'est l'agence de rating disposant de l'éventail de critères le plus large et le plus détaillé.

Le tableau 5 ci-après représente une synthèse des **14** groupes utilisés par l'agence *Fitch*.

TABLEAU n° 5 : Les familles de critères de notation de Fitch

Thème	Effectif
Politique et Etat	10 critères
Position internationale	5 critères
Facteurs démographiques structurels et d'éducation	9 critères
Analyse du marché et de l'emploi	7 critères
Structure de la production et du commerce	6 critères
Dynamisme du secteur privé	7 critères
Equilibre de l'offre et de la demande	7 critères
Balance des paiements	12 critères
Analyses des freins à la croissance à moyen terme	5 critères
Politique micro-économique	10 critères
Commerce et politique en matière d'investissement étranger	8 critères
Banque et finance	5 critères
Actifs en devise	5 critères
Dettes extérieures	7 critères

Source : Fitch rating, Méthodologie de notation du risque souverain. Fitch Sovereign Ratings Fitch Inc New York 2002 p 9-14 in Yasmione Guessoum l'évaluation du risque-pays par les agences de notation, 2004 p8.

Après avoir présenté la synthèse des groupes de critères, le détail de cette dernière se trouve en annexe 2.

1.2 – Les critères de rating de Moody's

L'agence de rating Moody's couvre un échantillon de **100** pays et son système d'évaluation du risque se base sur des facteurs d'ordre économiques et politiques. Ils sont en nombre de **50**,

regroupés dans 5 grandes familles. Le tableau 6 ci-après présentera les familles dans un cadre globales, et seront ensuite présenter dans le détail.

TABLEAU n° 6 : Les familles des critères de notation de Moody's

Thème	Effectif
Dynamique politique et interaction sociale	14 critères
Structure et performance économique	16 critères
Indicateurs fiscaux	5 critères
Paiements externes et dette	8 critères
Indicateurs monétaires de vulnérabilité et de liquidité	7 critères

Source : Moody's Rating Methodology Handbook Sovereign. Moody's Investor Services Inc. New York. April 2002, p 90-98 in Yasmione Guessoum, l'évaluation du risque-pays par les agences de notation, 2004 p8.

La liste des critères de notation de l'agence *Moody's* se trouve en annexe 3.

1.3 – Les critères de notation de *Standard & Poor's*

Standard & Poor's est une agence de rating américaine, elle couvre un échantillon de 77 pays, sachant que son système d'évaluation du risque souverain est composé de 47 critères regroupés dans 9 sous ensembles couvrant à la fois le risque politique et économique. Le tableau 7 ci-après représente la fiche des sous ensembles, et leurs détail sera donné juste après le tableau.

TABLEAU n° 7 : Les familles de critères de notation de S&P

Thème	Effectif
Risque politique	8 critères
Relations internationales	4 critères
Environnement social	7 critères
Structure économique et perspective de croissance	6 critères
Flexibilité du système fiscal	5 critères
Flexibilité de la balance des paiements	3 critères
Dette externe et liquidité	5 critères
Charges de l'endettement	4 critères
Stabilité des prix	5 critères

Source : in Yasmione Guessoum , l'évaluation du risque-pays par les agences de notation, 2004 p 9.

Après avoir présenté la synthèse des groupes de critères, le détail de cette dernière se trouve en annexe 04.

2 – La comparaison des systèmes de notation

Quelque soit les méthodologies de notation des agences de rating dans l'évaluation du risque, leur objectif principal est d'effectuer le classement des pays en fonction du degré de risque qui leur est approprié. Sachant que la notation est déduite des données qualitatives et quantitatives

2.1 – La comparaison des notes des trois agences de rating

Les notes accordées par les différentes agences de rating aux titres à long et à court terme se subdivisent en deux catégories :

- La première est la catégorie représentant les investissements sans risque appelés Investissements Grade ;
- La deuxième catégorie représente les investissements auxquels une attitude prudentielle est fortement recommandée c'est la catégorie des investissements spéculatifs appelés Spéculative Grade.

Le tableau 8 ci-après synthétise les notes attribuées par les principales agences de rating qui sont : Moody's, Fitch et Standard & Poor's

TABLEAU n° 8 : Système de notes des agences : Moody's, Standard & Poor's et Fitch

<i>Moody's</i>		<i>S&P</i>		<i>Fitch</i>	
Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme
Investiment grade		Catégorie investissement		Niveau d'investissement de sécurité	
Aaa	Prime-1	AAA	A-1	AAA	F1
Aa	Prime-2	AA	A-2	AA	F2
A	Prime-3	A	A-3	A	F3
Baa		BBB		BBB	
Speculative grade		Catégorie spéculative		Niveau d'investissement spéculatif	
Ba	No Prime	BB	B	BB	B
B		B	C	B	C
Caa		CCC		CCC	D
Ca		CC		CC	
C		C		C	
		D		DDD	
				DD	
				D	

Source : http://www.standardandpoors.com/europe/français/fr_resource_center/critères.html. in Yasmione Guessoum , l'évaluation du risque-pays par les agences de notation, 2004 p13.

Les notes incluses dans le tableau 8 ne sont que des notes de base, sachant que chaque agence accorde des notes secondaires à ces derniers et elles sont définies comme suite :

- **Moody's** : Ses notes de base varient de « **Aa** » jusqu'à « **Caa** », mais elle a rajouté des indices « **1** », « **2** » et « **3** » pour être plus explicite sur la position de chaque émetteur au sein de la catégorie à laquelle il appartient , sachant que l'indice :
 - ✓ « **1** » représente la tête de la catégorie ;
 - ✓ « **2** » représente le milieu de la catégorie ;
 - ✓ « **3** » représente la fin de la catégorie.
- **Fitch** : En plus de ses notes de base qui varient de « **AA** » à « **DDD** », elle ajoute des notes secondaires qui sont les même que les notes de base mais avec un signe (+) ou (-) :
 - ✓ (+) pour les émetteurs en tête de la catégorie ;
 - ✓ (**aucun signe**) au milieu de la catégorie ;
 - ✓ (-) en bas de la catégorie.
- **Standard & Poor's** : elle ajoute des signes (+) et (-) aux catégories allant de « **AA** » à « **CCC** », pour préciser la position de l'émetteur dans l'échelle des notes.
 - ✓ (+) en haut de la catégorie ;
 - ✓ (**aucun**) au milieu de la catégorie ;
 - ✓ (-) en bas de la catégorie.

Pour tenir compte de ces nouvelles notes et pour comprendre la qualité du titre qui fait objet de la notation, il faut se baser sur le tableau 9. Il comporte à la fois les différentes notes des trois agences ainsi que leurs interprétations.

TABLEAU n° 9 : L'interprétation des échelles employés par *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Fitch*

<i>Moody's</i>	<i>S & P</i>	<i>Fitch</i>	Interprétation	
Investissement grade	Catégorie d'investissement	Niveau d'investissement de sécurité	Première Catégorie	
Aaa	AAA	AAA	Qualité maximale (probabilité de risque minimal)	
Aa1	AA+	AA+		
Aa2	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-	Qualité élevée (probabilité de risque très faible)	
A1	A+	A+		
A2	A	A		
A3	A	A	Qualité favorable (probabilité de risque faible)	
Baa1	BBB+	BBB+		
Baa2	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-	Qualité correcte (probabilité de risque normalement faible)	
Spéculative grade	Catégorie spéculative	Niveau d'investissement spéculatif		Deuxième Catégorie
Ba1	BB+	BB+		Faible protection contre les éléments spéculatifs (probabilité d'évolution du risque)
Ba2	BB	BB		
Ba3	BB -	BB -		
B 1	B +	B +	Faible probabilité de respect des engagements (risque significatif avec marge de sécurité)	
B 2	B	B		
B 3	B -	B -		
Caa 1	CCC +	CCC +	Eventualité d'un défaut proche (risque considérable)	
Caa 2	CCC	CCC		
Caa 3	CCC -	CCC -		
Ca	CC	CC	Eventualité d'un défaut imminent (risque élevé)	
	C	C		
C	D	DDD	En défaut (risque excessif)	
		DD		
		D		

Source :Fitch Rating, méthodologie de Notation des Risques Souverain. Fitch Sovereign Ratings. Fitch Inc..New York2002.p15 ; Moody's, Moody's Rating Méthodologie Handbook. Sovereign. Moody's Investor Service Inc.. New York ,April 2002 p 102 .
http://www.standardandpoors.com/europe/français/fr_resource_center/critères.html. in Yasmione Guessoum , l'évaluation du risque pays par les agences de notation, 2004 p 14.

Le rating représente une image ponctuelle de la situation politique, économiques et financière d'un pays. Mais pour lui donner un caractère dynamique, les agences de notation effectuent une surveillance permanente sur les pays notés, et corrige aussi les notes accordées auparavant. C'est pour ça que les signes (+) et (-) sont associés aux notes :

- ✓ **Signe (+)** : indique la possibilité d'une hausse ;
- ✓ **Signe (-)** indique la possibilité d'une baisse ;
- ✓ **Stable** : le maintien de la note.

Mais le problème qui se pose est le suivant : est ce que le rating des différentes agences de notation tendent vers le même résultat, en d'autres termes est ce que les notes convergent ?

La réponse à ce problème a été traitée par une Doctorant au centre d'économie et de finance internationale Yasmine GUESSOUM⁽⁸⁾ dans sa thèse qui est intitulée : *Transparence et convergence des méthodes de rating*.

2.2 – Les tests de convergences des notes⁽⁹⁾

Pour pouvoir tester les notes économétriquement les séries temporelles de notes accordées par les trois agences : *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Fitch*, Dr GUESSOUM a sélectionné les données à prendre en compte sur la base de deux conditions :

- La disponibilité des données essentielles pour le modèle économétrique et augmenter ainsi la justesse des résultats ;
- Le rapprochement des familles de critères pour pouvoir comparer les systèmes de notation.

Et pour faciliter la comparaison, elle a toléré la différence entre la formulation des notes, et ainsi elle a transformé les systèmes de notes alphabétiques (« **AAA** » ou « **Aaa** ») en notes numériques allant de « **1** » à « **22** ». Cette transformation a eu lieu pour les adapter aux calculs.

Chaque agence effectue la notation d'un nombre donné de pays, *Moody's* évalue **142** pays ; *Fitch* évalue **86** pays et *Standard & Poor's* évalue **93** pays. Mais pour la comparaison, elle a choisi **59** pays regroupés en **6** zones et le tableau **10** montre la composition de chacune d'elle.

⁽⁸⁾ Email : cefi@univ-aix.fr

⁽⁹⁾ Les tests ont été effectués par Dr GUESSOUM Yasmine.

TABLEAU n°10 : La composition des 6 zones géographiques

ZONE 1	ZONE 2	ZONE3	ZONE 4	ZONE 5	ZONE6
Amérique du Nord et Océanie	Amérique du sud	Asie du Sud Est et Iles du Pacifique	Europe Occidentale	Europe Orientale	Méditerranée Sud, Est et Afrique du Sud
Australie	Argentine	Chine	Allemagne	Croatie	Afrique du Sud
Canada	Brésil	Corée	Autriche	Estonie	Chypre
Etats Unis	Chili	Hongkong	Belgique	Lituanie	Egypte
Mexique	Colombie	Inde	Danemark	Pologne	Grèce
Nouvelle-Zélande	Pérou	Indonésie	Espagne	Roumanie	Israël
	Uruguay	Japon	Finlande	Russie	Koweït
	Venezuela	Malaisie	France	Slovaquie	Liban
		Philippines	Hongrie	Slovénie	Malte
		Singapour	Islande	Tchéquie	Tunisie
		Thaïlande	Irlande		Turquie
			Italie		
			Luxembourg		
			Norvège		
			Pays-Bas		
			Portugal		
			Royaume-Uni		
			Suède		
			Suisse		

Source : http://www.fitchrating.com/corporate/sectors/issuers_list_corp.cfm ; Moody's Investors Service, Rating List Government Bonds & Country Ceiling, Global Credit Research, November 2003, p 1-2; S & P, local and Regional Governments, S & P Setting the Standard, The McGraw-Hill Companies Inc., New York, March 2003, p 138-140; in Yasmione Guessoum, l'évaluation du risque pays par les agences de notation, 2004 p 30.

Pour remplir la base de données, elle a calculé la moyenne des notes par zones et par trimestres, en reprenant l'intégralité des ratings de chaque pays. L'objectif principal est d'élaborer un test économétrique pour en déduire la convergence ou non des notes faites par les agences de notation. Cette base de données est en annexe n° 1.

La notion de convergence en économétrie implique l'existence d'une modélisation des variables, mais l'évolution des ratings des agences de notation n'est pas modélisable, c'est-à-dire qu'il n'existe pas d'informations mathématiques expliquant leurs comportements.

Pour analyser l'évolution de ces notes, elle a appliqué un teste de co-intégration, sachant que ce dernier a pour objectif de montrer si :

- Les notes évoluent d'une façon autonome, donc les variables ne sont pas co-intégrées ;

- les notes évoluent au même rythme, donc elles sont co-intègres.

Donc la non co-intégration des variables suppose qu'elles évoluent dans des directions différentes et pas au même temps, pour cela on dira que les notes des agences de notation divergent. Et la co-intégration des variables par contre n'implique pas une convergence, elle suppose seulement que les séries évoluent au même temps : il y'a une relation de long terme entre les variables.

Et pour compléter le test co-intégration, une analyse des écarts entre les systèmes de notations des agences de rating doit avoir lieu.

Après avoir effectué le test de co-intégration, elle a conclu que les variables c'est-à-dire les notes sont co-intégrées. Et les écart-types entre les trois séries de rating ont tendance a augmenté mais cette croissance est très légère, et elle est d'ordre de 0,2 sur une échelle de 22 notes.

La notation des agences de rating évolue au même rythme avec un léger décalage. Dans le long terme ces décalages font qu'il existe des agences optimistes (elles sous-évaluent le risque) et les agences pessimistes (elles surévaluent le risque). Cette petite différence est due à la non similarité des méthodologies de notation, c'est-à-dire que les critères utilisés par chacune des agences ne sont pas les mêmes.

SECTION IV - Le cadre juridique des agences de notation

Le métier des agences de notation est d'évaluer et de noter les instruments financiers émis et échangés sur les marchés de capitaux, et leurs but est de mettre au clair la qualité des ces instruments. Cette activité trouve sa justification dans la nécessité de surmonter l'asymétrie d'information⁽¹⁰⁾ entre celui qui émet l'obligation, celui qui a intérêt à vanter la qualité et celui qui l'achète. Ce métier est développé là où les capitaux circulent sur de vastes marchés comme aux USA, et non pas dans les pays où la circulation des capitaux passe par les intermédiaires financiers qui sont généralement les banques.

1 – L'évolution de la structure de la réglementation des agences de notation

Historiquement *John Moody's* a été le premier a publié la notation d'un titre en **1909** ; *Poor's Publishing Co* l'a fait en **1916** et Fitch quant à elle, elle a démarré son activité de notation en 1924. Leur succès immédiat se comprend mieux aujourd'hui qu'à l'époque où l'information disponible pour l'actionnaire était réduite. La création de la *Securitie and Exchange Commission (SEC)* et la mise en œuvre de ses obligations d'informations remonte à **1933**, après la crise de **1929**. Les années **30** ont également connu la première utilisation des notations par les autorités monétaires qui ont réglementé la détention d'obligation par les banques. La mesure la plus dure a été prise en **1936** jusqu'à aujourd'hui, elle consiste en la non autorisation aux banques de détenir, dans leurs portefeuille, des titres notés en dessous de la catégorie « Investissement Grade », cette règle est aussi appliquée aux assurances dans les années **40**.

Malgré l'importance de la pratique de notation, elle est restée pendant des années non régulée par les autorités de régulation. Et c'est après la faillite de Penn Central⁽¹¹⁾ que la question sur la régulation et la crédibilité des agences de rating a été posée : Comment faire confiance aux notes des agences de notation ? Comment éviter que sur un marché concurrentiel, les agences de notation entrent les unes avec les autres en concurrence pour offrir aux entreprises émettrices qui les paieraient pour une notation « meilleur » pour répondre à ces questions, la *SEC* a créé en **1975** le

⁽¹⁰⁾ L'asymétrie d'information : c'est la situation dans laquelle deux acteurs ne sont pas informés au même niveau sur l'environnement qu'ils partagent. C'est-à-dire que lors d'un échange certains participants disposent d'informations pertinentes que d'autres n'ont pas.

⁽¹¹⁾ En juin 1970, la *Penn-Central Railroad Company* a fait faillite, suite au refus du Gouvernement des Etats-Unis de lui accorder une aide financière. La faillite de la principale société de chemins de fer fut alors la plus grave jamais observée aux Etats-Unis. On a estimé que le système financier du pays était menacé en raison de l'effet de domino escompté. Les dispositions prises par la banque centrale américaine (le système de la réserve fédérale) se sont vues attribuées par certains le mérite d'avoir sauvé l'économie américaine de l'effondrement financier

statut *Nationally Recognized Statistical Rating Organisation (NRSRO)* dans le cadre de sa réglementation prudentielle, la commission (*SEC*) considère qu'il est approprié d'appliquer une méthode de calcul particulière aux titres notée dans la catégorie Investissement Grade par une agence de notation de réputation nationale, l'exigence du recours à une agence nationale visait à assurer que ses notations soient crédibles.

➤ **Les critères de reconnaissance du statut de *NRSRO***

En **1975** la commission *SEC* n'avait pas adopté de règles spécifiques pour l'octroi du statut de *NRSRO* pour une agence de rating, la *SEC* a développé peu à peu ces critères. Sachant que le facteur le plus important dans l'évaluation faite par la *SEC* du statut *NRSRO* est le caractère nationalement reconnu de l'agence de notation (*Nationally Recognized*) aux USA, c'est-à-dire une agence dont les notes sont reconnues comme crédibles et fiables par les plus importants utilisateurs du marché. Et les autres éléments pris en compte sont :

- La structure organisationnelle de l'agence ;
- Les ressources financières de l'agence pour déterminer si elle est en mesure d'exercer son activité en dehors de la pression économique des émetteurs notés ;
- Le nombre et la qualité des équipes en place pour déterminer si l'agence a les moyens de faire preuve de ses compétences dans la notation ;
- Le processus de notation ;
- L'existence de procédures internes pour éviter une utilisation abusive des informations non publiques et le suivi effectif de ces procédures.

Lorsque les collaborateurs de la *SEC* estiment qu'une agence peut être qualifiée de *NRSRO*, ils émettent une « no-action letter » par laquelle ils indiquent qu'ils ne recommanderont pas à la *SEC* de prendre des sanctions si les notations des agences sont utilisées par intermédiaire financier dans le calcul de ses exigences de fonds propres.

Depuis **1994**, la *SEC* a engagé plusieurs initiatives pour donner une véritable réglementation pour le statut de *NRSRO*, mais aucune n'a jamais été menée à terme, sachant que mêmes les tentatives de réglementation de **1997** ont aussi échoué.

Mais les scandales financiers de **2002**, en particulier l'affaire *Enron*⁽¹²⁾ (dans laquelle *Moody's* a été mise en cause) ont relancé le processus de réformes au niveau législatif et réglementaire.

- Du côté législatif : le comité des affaires gouvernementales du sénat a mené au début de 2002 une large enquête sur le rôle des agences de notation, et a publié un premier rapport le **8 octobre 2002**, et un rapport complémentaire le **13 janvier 2003** disculpant *Moody's* ;
- Du côté réglementaire : La mise en **2002** de la loi *Sarbanes-Oxley*⁽¹³⁾, elle imposait à la *SEC* de conduire une étude approfondie sur les agences de rating. C'est pour cela qu'une série d'auditions publiques avaient eu lieu en novembre **2002**, et avait conduit à la sortie du rapport sur le rôle des surveillants financiers en janvier **2003**. Ce rapport considérait le rôle des agences de notation ; leur importance et les enjeux auxquels elles ont à faire face comme conflit d'intérêt ; l'information du marché....etc.

Le **4 juin 2003** la *SEC* avait lancé un questionnaire appelé « *Concept Release* », il avait pour objectif de déterminer si les notations devaient continuer à être utilisées. Les principales questions qui étaient dans le *Concept Release* étaient :

- Le processus d'accréditation *NRSRO* est-il dans son principe adéquat ?
- Comment améliorer le processus de reconnaissance du statut *NRSRO* ?
- Quels degrés de supervision par la *SEC* ?
- Comment gérer les conflits d'intérêt ?
- Comment protéger les émetteurs contre la pratique abusive ?
- Comment rationaliser l'impact des notations sur les cours ?

⁽¹²⁾ **Enron** était l'une des plus grandes entreprises américaines par sa capitalisation boursière. Outre ses activités propres dans le gaz naturel, cette société avait monté un système de courtage par lequel elle achetait et revendait de l'électricité, notamment au réseau des distributeurs de courant de l'État de Californie. Elle était une référence de la bonne gestion, de l'exemple que l'on citait pour justifier qu'une politique économique forte donnait des résultats mesurables. Mais en décembre 2001, elle a fait faillite suite à des pertes dues à des opérations spéculatives sur ce marché de l'électricité, qui furent masquées en bénéfiques par des manipulations comptables. Cette faillite a entraîné dans son sillage celle d'Arthur Andersen, qui était chargé de vérifier les comptes d'Enron.

⁽¹³⁾ la loi *Sarbanes-Oxley* implique que les responsables des entreprises cotées aux États-Unis certifient leurs comptes auprès de la *Securities and Exchange Commission (SEC)* l'organisme de régulation des marchés financiers US. Elle est guidée par trois grands principes : l'exactitude et l'accessibilité de l'information ; la responsabilité des gestionnaires et l'indépendance des vérificateurs/auditeurs, la loi vise à augmenter la responsabilité corporative et à mieux protéger les investisseurs pour rétablir leur confiance dans le marché.

Mais parallèlement au *Concept Release*, la *SEC* s'est activement impliquée dans les discussions internationales au sein de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (International Organization of Securities Commissions O (*IOSCO*))⁽¹⁴⁾.

Cette dernière a abouti à l'adoption de principes généraux portant sur les activités des agences de notation en septembre **2003**, et la mise en place d'un code de conduite en fin **2004**.

En mars **2005** la *SEC* propose une nouvelle réglementation pour les agences de rating sachant qu'elle est loin de répondre aux questions du *Concept Release*.

Les nouvelles propositions de la *SEC* sont formulées à partir des commentaires des agences de notations à l'occasion de leurs consultations qui ont eu lieu sur le *Concept Release*. Et la proposition de réglementation porte sur les points suivants :

- La *SEC* décide de maintenir le concept de *NRSRO* car elle a jugé que l'élimination du cadre mis en place en **1975** pouvait augmenter le coût des informations pour le marché et perturber son fonctionnement sans améliorer la protection des investisseurs ;
- La *SEC* a également le souci d'améliorer la transparence dans le processus d'accréditation des agences ;
- Le point le plus délicat concerne la définition d'un *NRSRO*, et le critère clé retenu pour la désignation de *NRSRO* est celui de « *widely accepted by users* », c'est-à-dire « qu'il est défini comme entité généralement acceptée par les principaux utilisateurs, et sur les marchés financiers comme à l'origine de notations crédibles et fiables ». Donc une agence de notation reconnue comme *NRSRO* une entité ayant « une reconnaissance et une réputation nationale sur le territoire des USA ». Six critères avaient défini :
 1. la structure organisationnelle ;
 2. les ressources financières ;
 3. la taille et l'expérience du personnel ;
 4. l'indépendance vis-à-vis des sociétés évaluées ;
 5. le caractère systématique des procédures de notation ;
 6. la qualité du contrôle interne.

⁽¹⁴⁾ L'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV, IOSCO en anglais) est une organisation internationale créée en 1983 qui regroupe les régulateurs des principales bourses dans le monde. Elle dénombre plus de 190 membres, répartis en deux principales catégories : les membres ordinaires (les régulateurs de marchés de valeurs mobilières) et les membres affiliés : des bourses, organisations financières, etc.

Sachant que la *SEC* devait évaluer les performances des agences de rating selon ces critères.

- La *SEC* impose aux agences *NRSRO* l'application de procédures systématiques conçues pour assurer de manière permanente des notations crédibles et fiables ; gérer les conflits d'intérêt ;
- prévenir des utilisations frauduleuses des informations non publiques et avoir les ressources financières suffisantes pour ne dépendre d'aucun investisseur.

Les propositions de réglementation de la commission pour les agences de rating ont toujours été critiquées. C'est pour cela que la Cour Suprême Fédérale⁽¹⁵⁾ a statué dans un arrêt que les éditeurs d'informations financières comme les agences de notation ont le droit à la protection accordé par le Premier Amendement de la constitution. Cette protection est accordée aux journalistes par exemple. Les publications des agences de notations sont des opinions et sont donc protégées de toute sorte de contrôle. La *SEC* et toute autre entité n'ont donc aucun pouvoir de régulation ou de contrôle sur les agences de rating, les marchés de notation sont tournés vers l'autorégulation.

Conclusion

Après avoir consacré un chapitre au risque-pays et ses caractéristiques, un autre chapitre pour les acteurs de notation du risque-pays. Le prochain fera l'objet de la notation du risque économique algérien par la méthode du guide international du risque-pays (International Country Risk Guide).

⁽¹⁵⁾ La *Cour Suprême des États-Unis* (*Supreme Court of the United States* — parfois abrégé en *SCOTUS* — ou *United States Supreme Court*) est le sommet du pouvoir judiciaire aux États-Unis et le tribunal de dernier ressort. C'est l'Article III de la Constitution des États-Unis qui institue une Cour suprême et autorise le Congrès à instituer des tribunaux inférieurs. La Cour suprême est compétente sur tous les cas relevant de la Constitution ou des lois des États-Unis et des traités qu'ils ont conclus.

CHAPITRE 3 : L'Algérie face à la notation de l'ICRG

Le Risque-pays global est influencé par plusieurs catégories de critères regroupés en trois groupes : économique ; financier et politique. Plusieurs organismes d'évaluation effectuent des études de conjoncture mesurant le risque relatif à chaque pays, parmi lesquels on peut citer :

- *COFACE* ;
- *Euromoney (ECCR)* ;
- *Institutionnel Investor (IICR)*;
- *Political Risk Services (ICRG)*;
- *Nord Sud Export (NSE)*;
- *Economist Intelligence Unite (EIU)* ;
- Les agences de rating (*S&P ; Fitch et Moody's*).

Chacun des acteurs d'évaluation du risque-pays est spécialisé dans un domaine particulier, comme par exemple : la *COFACE* s'occupe du risque commercial et politique ; *Political Risk Services (ICRG)* s'occupe du risque économique, financier et politique ; *Nord Sud Export* s'occupe du risque lié aux exportations et aux investissements industriels etc.

Les méthodes d'évaluation sont distinctes et peu expliquées mais leurs résultats d'analyses convergent. L'utilisation des données économiques quantitatives est presque traitée de la même manière chez tous les acteurs d'évaluation du risque-pays mais la différence se situe au niveau de l'attribution des points aux critères qualitatifs.

Pour pouvoir évaluer la composante économique du risque-pays qui fait l'objet de notre travail, on va essayer de présenter la seule et unique méthode qui a été publiée au grand public c'est la méthode du guide international du risque pays (*International Country Risk Guide : ICRG*) dans la première section ; la présentation des indicateurs relatifs au risque économique dans la deuxième section ; l'élaboration et l'interprétation des notes dans la troisième section.

SECTION I - Le Guide International du Risque-Pays

Les différentes méthodologies utilisées pour aboutir à un rating dépendent généralement de la nature des données prises en compte, elles peuvent être soit de nature quantitatives ou qualitatives, sachant que c'est généralement les critères d'ordre politique qui nécessite un traitement qualitatif, et pour le faire, il faut l'usage de questionnaires soumis à des spécialistes du domaine, dont le but est d'attribuer une note subjective basée sur leurs expériences mais cette dernière est

délimitée par une échelle fixée auparavant par l'organisme de rating, généralement elle varie de « 0 » à « 100 ».

Les institutions spécialisées dans l'évaluation du risque-pays sont nombreuses, les critères utilisés et les agents cibles sont différents, mais d'après leurs démarches méthodologiques propres à chacune, il existe des points en commun qui sont très significatifs. La procédure de transformation des indicateurs économiques en indices estimateurs de risque est approximativement similaire, c'est beaucoup plus les facteurs inclus dans les critères qualitatifs qui engendrent les différences.

Dans un cadre global, les organismes chargés de la notation du risque-pays ne donnent quasiment aucune information concernant les opérations effectuées sur les composantes entrant dans l'évaluation et l'aboutissement à la notation finale du risque-pays. Seule l'agence *Political Risk Services (PRS)* met à la disposition du grand public la procédure ICRG⁽¹⁾ en toute transparence, on y trouve la définition, la pondération des critères, modélisation et calculs, construction et interprétation des notes. C'est pourquoi il est nécessaire de présenter cette méthode sachant qu'elle fera la base de notre travail.

1 - L'apparition du modèle ICRG

L'ICRG a été créée pour la prédiction économique, financière et politique en 1980 par les rédacteurs de rapports internationaux. Les recherches sont faites sur l'analyse des risques potentiels aux opérations des affaires internationales pour répondre aux besoins des investisseurs étrangers dans leurs choix décisifs. Les rédacteurs ont créé un modèle statistique pour l'évaluation des risques et ils l'ont renforcé avec les analyses qui expliquent les notes et examinent ce que les notes ne montrent pas. Le résultat est un système complet qui permet aux divers types de risque d'être mesurés et comparés entre différents pays. Les données sont disponibles à *Duke University*⁽²⁾ et c'est le professeur *Campbel Hervey* qui est responsable de l'assemblage de ces données.

2 - Définition et pondération des données

L'ICRG décompose le risque-pays en trois catégories : le premier est le risque politique il reflète le niveau de stabilité d'un pays et l'éventualité d'une exposition aux tensions susceptibles de toucher à sa souveraineté ; le deuxième est le risque économique mettant en évidence les avantages et les inconvénients de la politique économique engagée dans un pays ; et enfin le risque financier

⁽¹⁾ **ICRG** : International Country Risk Guide est le guide international du risque-pays, cette méthode d'évaluation du risque-pays appartient à l'agence *Political Risk Services*.

⁽²⁾ <http://www.duke.edu/~charvey/applets/CountryRisk/data/>

traduisant la capacité d'un pays à honorer ses engagements et à rembourser ses dettes. Pour cela il ressort un total de 22 critères : 12 d'ordre politique ; 5 d'ordre économique et 5 financiers. Un index est créé pour chacune de ces sous-catégories du risque-pays. L'index du risque politique est de 100 points ; le risque économique est basé sur 50 points et le risque financier aussi est basé sur 50 points. Le tableau n° 11 montre la pondération des critères selon la nouvelle méthodologie. Le total des points est divisé par deux pour produire et inclure les poids relatifs de ces derniers dans un score total de risque-pays.

TABLEAU n°11 : contenu et pondération des catégories de rating ICRG 10

Catégorie	Composantes	Score maximum
Risque Politique	Stabilité du gouvernement	12
	Conditions socio-économiques	12
	Conditions de l'investissement	12
	Conflits internes	12
	Conflits externes	12
	Corruption	6
	Influence militaire sur la politique	6
	Influence des religions sur la politique	6
	Loi et régulation	6
	Pression des ethnies	6
	Responsabilité démocratique	6
	Bureaucratie et stabilité des institutions	4
Risque Economique	PIB par tête	5
	Croissance du PIB réel	10
	Taux d'inflation annuelle	10
	Solde budgétaire en % du PIB	10
	Solde courant en % du PIB	15
Risque Financier	Dettes externes en % du PIB	10
	Service de la dette externe en % du PIB	10
	Solde courant en % des exports de biens et services	15
	Liquidité internationale nette (mois de couverture des imports)	5
	Stabilité du taux de change	10

Source : <http://www.icrgonline.com/icrgMethods.asp>

L'ICRG fournit des évaluations pour 140 pays sur une base mensuelle. L'avantage lié à ce modèle consiste en sa permission aux utilisateurs de faire leurs propres évaluations de risque basée sur le modèle ICRG. Si des facteurs de risque particuliers ont un impact très significatif pour des affaires ou des investissements spécifiques. L'évaluation du risque-pays peut être recalculé en ajustant le poids relatif de ces facteurs, c'est-à-dire les pondérations. Sachant que cette méthode de rating est à la portée de tout le monde : investisseurs institutionnels ; banques ; sociétés multinationales, importateurs ; exportateurs ; entreprises et même les chercheurs et étudiants intéressés par le rating.

Le modèle de l'ICRG peut déterminer comment le risque économique ; financier et politique pourrait affecter l'environnement des affaires et des investissements du jour au lendemain. Le système est donc basé sur un jeu de 22 critères regroupés dans trois composantes principales du risque-pays, à savoir la composante économique ; financière et politique.

3 - Modélisation et calculs de l'ICRG

La méthodologie de l'ICRG⁽³⁾ se base sur des données économiques et financières tirées de la Banque Mondiale, et les données d'ordre politiques de l'INSCR⁽⁴⁾. L'indicateur ou bien la note du risque-pays est la combinaison de ces trois composantes : économique ; financière et politique.

Des points sont attribués pour quantifier les critères relatifs à chaque catégorie de risque, de sorte qu'à chacune des composantes on associe un score. Ces derniers sont, eux aussi, additionnés pour donner lieu à un score final qui sera transformé en note finale.

Sachant que les scores économiques ; financiers et politiques sont combinés à l'aide d'une formule mathématique permettant d'en faire ressortir une note représentant le risque-pays. La procédure de transformation se fait comme suit :

Soit :

- $p r_i$: C'est le score attribué aux critères i de la composante risque politique ;
- $e r_j$: C'est le score accordé aux critères j de la composante risque économique ;
- $f r_k$: C'est le score attribué aux critères k de la composante risque financier.

La somme des critères propres à chaque composante donne lieu à des indices :

- PR : L'indice spécifique relatif à la catégorie risque politique sachant que :

$$PR = \sum_{i=1}^{12} p r_i \quad \text{et} \quad PR \in [0 \quad 100] ;$$

⁽³⁾ La méthodologie de notation de l'ICRG a changé depuis 1997. la modification se situe au niveau des pondérations des critères, l'annexe n° 5 montre l'origine de ces pondérations.

⁽⁴⁾ l'INSCR : Integrated Network for Societal and Conflict Research : il fournit les informations sur le site: www.cidem.umd.edu/inser/polity/

- **ER** : L'indice spécifique relatif à la catégorie économique, il est aussi égal à :

$$ER = \sum_{j=1}^5 e r_j \text{ et } ER \in [0 \quad 50];$$

- **FR** : L'indice spécifique relatif à la catégorie risque financier, il est égal à :

$$RF = \sum_{k=1}^5 f r_k \text{ et } FR \in [0 \quad 50].$$

- **CR** : c'est la note synthétique reflétant le risque-pays et il est inclus dans l'intervalle de 0 à 100.

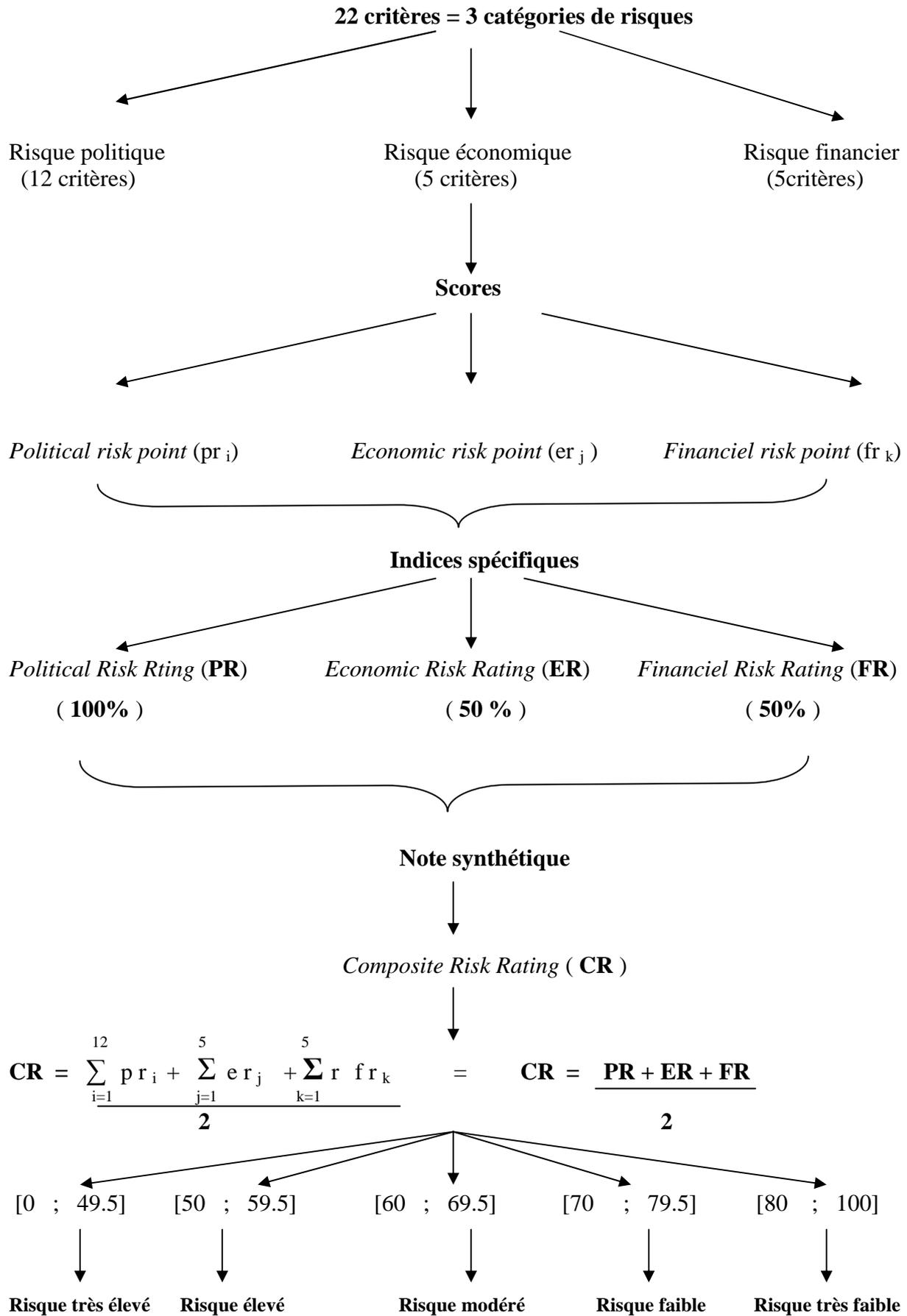
Donc:

$$CR = \frac{\sum_{i=1}^{12} p r_i + \sum_{j=1}^5 e r_j + \sum_{k=1}^5 f r_k}{2}$$

$CR = \frac{PR + ER + FR}{2}$

Le schéma suivant retrace la méthodologie adoptée par l'ICRG, et schématise les principales étapes d'évaluation concernant les trois catégories de risque en un seul indicateur composite qui est bien sûr la note du risque pays.

3.1 - Schéma n° 2 : Résumé de la démarche méthodologique de l'ICRG



Source : <http://www.icrgonline.com>.

Les points ou pondérations accordés aux différents critères propres à chaque catégorie de risque ne sont pas les mêmes, les tableaux suivants sont propres pour chaque catégorie de risque.

TABLEAU n° 12 : La composition du risque économique

PIB par tête en % de la moyenne	Si $X > 250$	Si $250 \geq X > 175$	Si $175 \geq X > 125$	Si $125 \geq X > 75$	Si $75 \geq X > 45$	Si $45 \geq X > 25$	Si $25 \geq X > 15$	Sinon
Points	5	4.25	3.25	3	2.25	1.25	0.75	0
Croissance du PIB réel	Si $X > 4$	Si $4 \geq X > 2$	Si $2 \geq X > 0.9$	Si $0.9 \geq X > -0.9$	Si $-0.9 \geq X > -2.4$	Si $-2.4 \geq X > -3.9$	Si $-3.9 \geq X > -6$	Sinon
Points	10	8.5	7	5.5	4	2.5	1	0
Taux d'inflation annuel	Si $X < 3.9$	Si $3.9 \leq X < 9.9$	Si $9.9 \leq X < 15.9$	Si $15.9 \leq X < 24.9$	Si $24.9 \leq X < 50.9$	Si $50.9 \leq X < 95.9$	Si $95.9 \leq X < 130$	Sinon
Points	10	8.5	7	5.5	4	2.5	1	0
Balance budgétaire en % PIB	Si $X > 2.9$	Si $2.9 \geq X > 0.9$	Si $0.9 \geq X > -3.9$	Si $-3.9 \geq X > -6.9$	Si $-6.9 \geq X > -9.9$	Si $-9.9 \geq X > -15$	Si $-15 \geq X > -25$	Sinon
Points	10	8.5	7	5.5	4	2.5	1	0
Balance courante en % PIB	Si $X > 2$	Si $2 \geq X > -0.9$	Si $-0.9 \geq X > -2$	Si $-2 \geq X > -5$	Si $-5 \geq X > -8$	Si $-8 \geq X > -10$	Si $-10 \geq X > -18$	Sinon
Points	15	12	8	7	5	3	1.5	0

Source : <http://www.icrgonline.com/icrgMethods.asp>

L'interprétation du tableau : si on prend à titre d'exemple le premier critère de la composante économique du risque-pays qui est le PIB par tête en pourcentage de la moyenne, on remarque que sa pondération varie de « 0 » à « 5 » et c'est bien sur en fonction de sa valeur : Si le PIB est supérieur à 250 sa pondération sera de « 5 » ; si sa valeur est comprise entre 250 et 175 sa pondération sera de « 4.25 », ainsi de suite jusqu'à avoir une pondération nulle lorsque sa valeur est comprise entre 15 et 0.

Si on passe à un autre critère par exemple le taux d'inflation annuel les pondérations se feront de même manière mais avec des valeurs différentes, c'est-à-dire si l'inflation est inférieure à 3.9 sa pondération sera de 10 ; si elle est comprise entre 3.9 et 9.9 sa pondération sera de 8.5, ainsi de suite jusqu'à atteindre une pondération nulle lorsque l'inflation est supérieure ou égale à 130.

La pondération se fait de la même manière pour les autres critères à savoir : la croissance du PIB réel ; le solde de la balance budgétaire en pourcentage du PIB ainsi que la balance courante. Sachant qu'à la fin la note du risque économique sera comprise entre « 0 » et « 50 ».

Le tableau 13 représente lui aussi la composition du risque financier en d'autres termes les points accordés aux différents critères de la composante risque financier.

TABLEAU n°13 : la composition du risque financier

Dette étrangère en % PIB	Si $X < 20$	Si $25 \leq X < 25$	Si $25 \leq X < 30$	Si $30 \leq X < 35$	Si $35 \leq X < 38$	Si $38 \leq X < 40$	Si $40 \leq X < 50$	Sinon
Points	10	9.5	9	8	7	5	3	0
Service de la dette en % des exportations des B/S	Si $X < 15$	Si $15 \leq X < 20$	Si $20 \leq X < 25$	Si $25 \leq X < 30$	Si $30 \leq X < 40$	Si $40 \leq X < 50$	Si $50 \leq X < 60$	Sinon
Points	10	9	8	7	6	4	2	0
Balance courante en % des exportations de B/S	Si $X > 15$	Si $15 \geq X > 5$	Si $5 \geq X > 0$	Si $0 \geq X > -30$	Si $-30 \geq X > -35$	Si $-35 \geq X > -45$	Si $-45 \geq X > -55$	Sinon
Points	15	14	12	9	8.5	7.5	5	0
Taux de couverture en mois d'importations	Si $X > 12$	Si $12 \geq X > 6$	Si $6 \geq X > 5$	Si $5 \geq X > 4$	Si $4 \geq X > 3$	Si $3 \geq X > 2$	Si $2 \geq X > 1$	Sinon
Points	5	4.5	4	3	2.5	1.5	1	0

Source : <http://www.icrgonline.com/icrgMethods.asp>

L'interprétation du tableau : si la valeur de la dette étrangère en pourcentage du PIB est inférieure à 20 sa pondération sera de 10 ; si elle est comprise entre 25 et 30 sa pondération sera de 9, mais si elle est supérieure ou égale à 50 elle aura une pondération nulle. Et c'est la même interprétation pour les autres critères, à savoir le service de la dette en pourcentage des exportations de biens et services ; de la balance courante en pourcentage des exportations de biens et services et du taux de couverture en mois d'importations.

Mais la pondération du dernier critère du risque financier qui est la stabilité du taux de change est présentée dans le tableau 14.

TABLEAU n° 14 : Stabilité du taux de change

Appréciation (Report)	Dépréciation (Déport)	Points
Variation positive	Variation négative	
0.0 à 9.9	-0.1 à -4.9	10
10 à 14.9	-5 à -7.4	9.5
14.5 à 19.9	-7.5 à -9.9	9
20 à 22.4	-10 à -12.4	8.5
22.5 à 24.9	-12.5 à -14.9	8
25 à 27.4	-15 à -17.4	7.5
27.5 à 29.9	-17.5 à -19.9	7
30 à 34.4	-20 à -22.4	6.5
35 à 39.9	-22.5 à -24.9	6
40 à 49.9	-25 à -29.9	5.5
50 et plus	-30 à -34.9	5
	-35 à -39.9	4.5
	-40 à -44.9	4
	-45 à -49.9	3.5
	-50 à -54.9	3
	-55 à -59.9	2.5
	-60 à -69.9	2
	-70 à -79.9	1.5
	-80 à -89.9	1
	-90 à -99.9	0.5
	-100 et plus	0

Source : <http://www.icrgonline.com/icrgMethods.asp>

Interprétation du tableau : pour ce qui est du taux de change, il existe deux cas de figure le premier est le cas d'appréciation du taux de change, c'est-à-dire le report, et le second est le cas de dépréciation du taux de change, c'est-à-dire le déport. Une variation positive du taux de change de « 0.0 » à « 9.9 » a la même pondération d'une variation négative du taux de change de « - 0.1 » à « - 4.9 » et cette pondération est de 10. Une appréciation de « 10 » à « 14.9 » a aussi la même pondération d'une dépréciation de « - 5 » à « - 7.4 » qui est de 9.5. Une appréciation de « 50 » et plus a une pondération de 5, et une dépréciation de « -100 » et plus a une pondération nulle.

Le tableau n° 15 quant à lui représente la constitution du risque politique et les différentes pondérations relatives à ces critères.

TABLEAU N° 15 : La composition du risque politique

Composante	Echelle	Sous-composantes
A – Etat du régime	[0 ; 10]	1- Démocratie [0 ; 5] 2- Autocratie [0 ; 5]
B - Nombres d'années au pouvoir	[0 ; 10]	3- Durée au gouvernement [0 ; 10]
C – Recrutement exécutif	[0 ; 10] (15/1.5)	4- Népotisme (recrutement de l'élite dirigeante) [0 ; 5]
		5- Compétition du recrutement exécutif [0 ; 5]
		6 – Ouverture du recrutement exécutif [0 ; 5]
D – Contraintes exécutives	[0 ; 10]	7 – Indépendance du chef exécutif [0 ; 10]
E – Compétition politique	[0 ; 10]	8 – Régulation des participants [0 ; 5]
		9 – Compétition des participations [0 ; 5]
Total des points	50	50

Source : <http://www.icrgonline.com/icrgMethods.asp>

3. 2 - Explication des variables politique⁽⁵⁾

- Démocratie [0 ; 5]** : Il s'agit d'un indicateur numérique qui mesure le degré d'ouverture des institutions politiques ;
- Autocratie [0 ; 5]** : Il s'agit d'un indicateur numérique qui mesure le degré de fermeté des institutions politiques⁽⁶⁾ ;
- Nombres d'années au pouvoirs [0 ; 10]** : Il s'agit d'un indicateur numérique noté en fonction du nombre d'années au pouvoir depuis la transition du régime ou d'un gouvernement . A chaque année, on attribue un point et au-delà de 10 années, la note attribuée est au maximum, de 10 dans ce cas ;
- Népotisme (recrutement de l'élite dirigeante) [0 ; 5]** : Cet indicateur se base sur plusieurs procédures institutionnelles quant au transfert du pouvoir exécutif ;
- Compétition du recrutement exécutif [0 ; 5]** : c'est une mesure à laquelle les élites sont choisies suite à des élections compétitives ;
- Ouverture du recrutement exécutif [0 ; 5]** : c'est une mesure des opportunités auxquelles les non-élites peuvent attendre le pouvoir exécutif ;
- Contraintes exécutives [0 ; 10]** : elle mesure le degré d'indépendance du chef exécutif vis-à-vis des autres forces politiques (pouvoir militaire) ;

⁽⁵⁾ Cette explication des variables politiques est totalement propre aux experts de la du guide du risque-pays international ICRG

⁽⁶⁾ Ces deux indicateurs décrivent les caractéristiques des autorités, et ils sont construits sur plusieurs critères liés au comportement des institutions politiques.

8. **Régulation des participants [0 ; 5]** : elle mesure le développement des structures institutionnelles pour l'expressionnisme politique ;
9. **Compétition des participations [0 ; 5]** : c'est une mesure du degré d'accès des non élites à l'expressionnisme politique.

4 - L'interprétation des notes

D'après la formule déjà expliquée auparavant, la note synthétique du risque-pays **RP** doit varier obligatoirement entre « 0 » et « 100 ». Elle n'est pas transformée en note alphabétique, c'est ce qui fait la différence entre la méthode ICRG et les méthodologies de notation des agences de rating à titre d'exemple *Moody's*, *S&P* et *Fitch Rating*.

La note attribuée par l'ICRG au risque-pays est comprise entre « 0 » et « 100 », cet intervalle décomposé en cinq niveaux de risque permettant de placer les pays qui font l'objectif de notation en fonction de l'intensité du risque qui leur est associé.

Le tableau 16 définit ces différentes notes ainsi que leurs interprétations.

TABLEAU n° 16 : les catégories du risque du rating ICRG

Intervalle	Niveau de risque
[0 ; 49.5]	Risque très élevé
[50 ; 59.5]	Risque élevé
[60 ; 69.5]	Risque modéré
[70 ; 79.5]	Risque faible
[80 ; 100]	Risque très faible

Source : <http://www.icrgonline.com>

La démarche méthodologique de l'ICRG favorise l'identification des sources d'instabilité grâce aux composantes ainsi que leur nature grâce aux critères : c'est-à-dire que l'ICRG fait ressortir clairement soit les effets d'une variable individuelle ou bien ceux d'un groupe de variables.

SECTION II - Présentation des indicateurs relatifs au risque économique

L'évaluation du risque-pays est toujours conçue comme un problème pour l'expert, le créancier ou l'investisseur qui cherchent à classer les pays sur la base de nombreux critères, et c'est la nature de ces critères qui pose problème, sachant que ceux liés au risque politique sont d'ordre qualitatif donc difficilement quantifiables, alors que ceux représentant le risque financier et économique sont d'ordre quantitatif.

Les variables quantitatives soulèvent moins de limites que les variables qualitatives, et les services de notation s'appuient sur des enquêtes auprès des responsables dans leurs choix d'évaluation comme *Institutionnal Investor et Euromoney*, et d'autres sur des panels d'experts et sur des analyses de staff comme *Moody's ; ICRG ; BERI et EIU*.

La composante économique du risque-pays contient uniquement des variables quantitatives, et cette section sera consacrée à la présentation de ces critères et leur évolution en Algérie à savoir : le PIB/habitant ; la croissance du PIB ; l'inflation ; le solde courant de la balance des paiements en pourcentage du PIB et le solde budgétaire en pourcentage du PIB.

1 - Le Produit Intérieur Brut

Le Produit Intérieur Brut est un agrégat très important de la comptabilité nationale. Il permet d'évaluer la valeur de biens et services produits au niveau d'un pays pour une période donnée.

Pour mesurer ce qui a été produit au niveau d'un pays pendant une certaine période par l'ensemble des agents économiques, l'addition des productions individuelles réalisée par les différents agents économiques conduirait à compter plusieurs fois des biens utilisés sous forme de consommation intermédiaire. Donc le calcul significatif et correct de ce qui a été produit au niveau global et qui est appelé Produit Intérieur Brut doit être obtenu par l'addition des valeurs ajoutées de l'ensemble des unités de production.

1.1 - Le calcul du PIB

Dans la pratique de comptabilité nationale, le PIB est calculé au prix du marché, les valeurs ajoutées étant exprimées hors taxe il faut donc ajouter à leurs montants pour le calcul du PIB la

TVA et il faut également tenir compte des droits de douane pour les produits importés desquels il faut retrancher les subventions à l'importation.

On a alors :

$$\begin{aligned} \text{PIB} &= \text{La valeur ajoutée des secteurs institutionnels résidents} \\ &+ \text{TVA grevant les produits} \\ &+ \text{Droit de douane sur les produits importés} \\ &- \text{Subvention à l'importation} \end{aligned}$$

Le PIB peut être calculé selon plusieurs optiques :

- Le PIB peut être déterminé à partir des valeurs ajoutées par *l'optique de production* :

$$\text{PIB} = \sum \text{VAB} + \sum \text{TVA} + \sum \text{DT} / \text{M}^{(7)}$$

- *L'optique de dépense* représente l'équilibre entre emplois et ressources :

$$\text{PIB} = \text{CF} + \text{ABFF} + \text{VS} + \text{X} - \text{M}^{(8)}$$

- *L'optique revenu* indique que le PIB peut être obtenu à partir des comptes d'exploitation qui indiquent le montant des revenus issus de la production :

$$\text{PIB} = \text{EBE} + \text{RS} + \text{IINSE}^{(9)}$$

Le PIB est un agrégat représentatif de l'activité économique, il est important car :

- Il constitue une grandeur synthétique permettant d'apprécier les résultats de l'activité économique par la production ;
- Il représente un indicateur très utile pour les comparaisons que l'on peut effectuer entre pays et au cours de différentes périodes au niveau des performances économiques réalisées par chaque économie.

⁽⁷⁾ VAB : valeur ajoutée brute ; TVA : taxe sur la valeur ajoutée ; DT/M : droit et taxe sur les importations.

⁽⁸⁾ CF : consommation finale ; ABFF : Accumulation Brut du Fond Fixe ; VS : Variation des Stocks ; X : Exportations ; M : Importations.

⁽⁹⁾ EBE : Excédent Brut d'Exploitation ; RS : Rémunération des Salariés ; IINSE : Impôts Indirect Net des Subventions d'Exploitation.

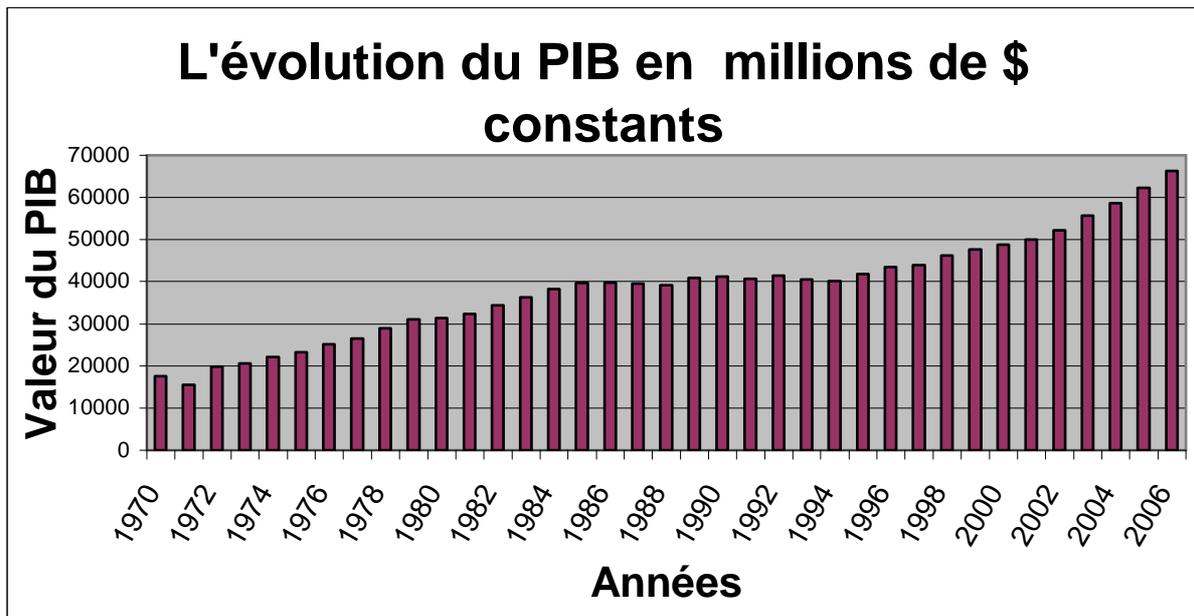
1.2 -L'évolution du PIB en Algérie

le tableau ci-après montre l'évolution du PIB PIB/tête en million de dinars constant depuis 1970 jusqu'au premier trimestre de 2006.

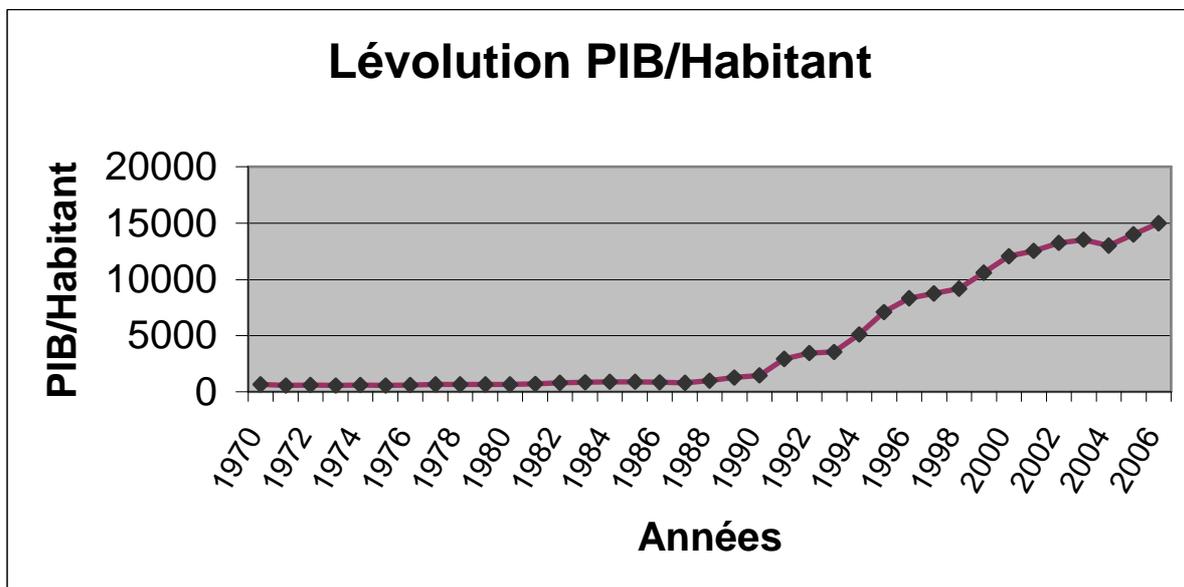
TABLEAU n° 17 : L'évolution du PIB et du PIB/tête en Algérie

Années	PIB constant1995 en million \$	PIB en million de DA	PIB /H
1970	17 555,4	86 021,46	646
1971	15 566,1	76 273,89	555
1972	19 835	89 257,5	630
1973	20 591,3	81520,9567	556
1974	22 134,6	92544,7626	610
1975	23 251,4	91 819,7786	582
1976	25 201,4	104 938,63	638
1977	26 526,6	110 005,81	645
1978	28 971	114 898,986	653
1979	31 137,4	119 972,402	662
1980	31 383,6	120 418,873	645
1981	32 325,1	139 515,132	724
1982	34 393,9	157 936,789	794
1983	36 251,2	173 606,997	846
1984	38 281,3	190 679,155	900
1985	39 697,7	199 600,036	913
1986	39 856,5	187405,263	832
1987	39 577,5	191 198,903	826
1988	39 181,7	231 759,756	974
1989	40 905,7	311251,471	1 275
1990	41 232,9	369 364,318	1 476
1991	40 738,1	752 554,921	2 935
1992	41 471,4	905 569,49	3 447
1993	40 600,5	947 818,673	3 524
1994	40 235,1	1 410 602,37	5 130
1995	41 764	1 990 597,53	7 094
1996	43 476,4	2 380 289,42	8 333
1997	43 954,6	2 536 488,1	8 733
1998	46 196,3	2 713 524,47	9 196
1999	47 674,6	3 173 888,82	10 592
2000	48 818,8	3 674 102,89	12 080
2001	50 088,1	3 867 552,64	12 525
2002	52 141,7	4 154 754,94	13 250
2003	55 708,20	4310048,73	13 511
2004	58 605,01	4 215 007,11	13 024
2005	62 297,13	4 563 021,81	13 997
2006	66 346,45	4 872 370,5	

Source : Réalisé par nos soins à partir des données de la Banque Mondiale

FIGURE n° 1 : Le diagramme en bande pour l'évolution du PIB en \$ constant en Algérie

Source : La figure est réalisée par nous même à partir des données de la Banque Mondiale

FIGURE n° 2 : La courbe représentative de l'évolution du PIB/ tête en DA constant

Source : La figure est réalisée par nous même à partir des données de la Banque Mondiale.

Pour l'ensemble de la période 1970-2006, on enregistre une moyenne annuelle de 38.485.775.410 \$. C'est en 2006 qu'on enregistre le plus haut niveau (66.346.450.000 \$) et c'est en 1962 qu'on enregistre le plus bas niveau (15.566.100.000 \$). Le changement enregistré entre la première et la dernière année est 278%.

Nous avons déjà dit que le Produit intérieur brut (PIB) est l'indicateur le plus retenu pour évaluer la production de biens et services d'un pays pendant une année. Il illustre l'importance de l'activité économique d'un pays ou encore la grandeur de sa richesse générée. Quand il est formulé en **dollars constants**, comme c'est ici le cas, on peut procéder plus adéquatement à des comparaisons à travers les années puisqu'on tient alors compte de l'inflation ou de la déflation. Cette information est une somme qui ne tient pas compte du nombre d'habitants.

2 - La croissance économique

La croissance économique correspond à l'augmentation soutenue et durable du niveau d'activité. Pour une économie nationale cette augmentation concerne plus spécialement la production, et elle est mesurée en général par la progression du PIB à prix constant.

2.1 - La mesure de la croissance économique

Pour mesurer le taux de croissance d'une économie nationale, il faut non seulement additionner des biens divers mais aussi comparer deux périodes, et le calcul se fait comme suit :

$\frac{\text{Valeur du PIB de la deuxième année} - \text{Valeur du PIB de la première année}}{\text{Valeur du PIB de la première année}} \times 100\%$
--

2.2- L'évolution de la croissance économique algérienne

Le tableau ci-après montre l'évolution de la croissance économique appelée aussi la croissance du PIB réel en Algérie depuis 1970 jusqu'au premier trimestre 2006.

TABLEAU n°18 : L'évolution de la croissance économique

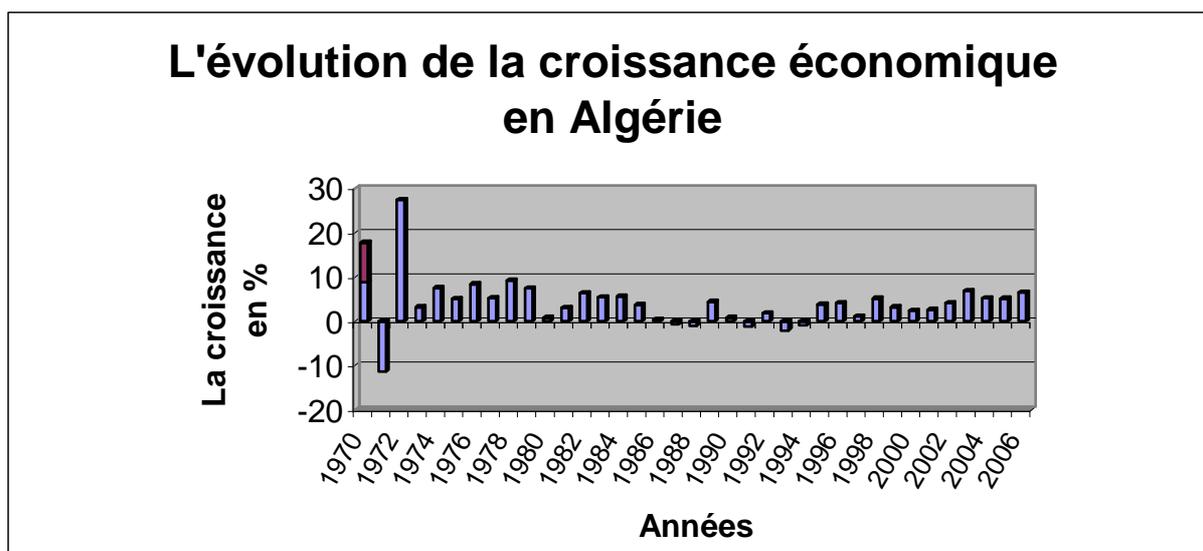
Années	croissance réelle du PIB
1970	8,86
1971	-11,33
1972	27,42
1973	3,21
1974	7,5
1975	5,05
1976	8,39
1977	5,26
1978	9,22
1979	7,48
1980	0,79
1981	3
1982	6,4
1983	5,4
1984	5,6
1985	3,7
1986	0,4
1987	-0,7
1988	-1
1989	4,4
1990	0,8
1991	-1,2
1992	1,8
1993	-2,1
1994	-0,9
1995	3,8
1996	4,1
1997	1,1
1998	5,1
1999	3,2
2000	2,4
2001	2,6
2002	4,1
2003	6,84
2004	5,2
2005	5,1
2006	6.5

Source.: Réalisé par nous même

Dans l'évolution pour l'ensemble de la période 1970-2006, on enregistre une moyenne annuelle de 4.1 % en 36 ans. C'est en 1972 qu'on enregistre le plus haut niveau avec un taux de 27.42 % et c'est en 1971 qu'on enregistre le plus bas niveau avec un taux de – 11.33 %. La croissance annuelle du PIB en pourcentage représente la variation relative d'une période à une autre du volume du PIB en dollars constants d'une année de référence. Elle reflète l'augmentation

(ou la baisse dans le cas d'une croissance négative) du niveau d'activité économique dans un pays. Il s'agit d'un indicateur souvent retenu lorsque l'on veut faire des prévisions à court et à moyen terme sur la situation économique d'un pays. Normalement, une croissance économique équivaut à un enrichissement. Cependant, cet indicateur pourrait s'avérer trompeur dans la mesure où la croissance du PIB serait redevable d'une croissance démographique et non d'une amélioration de l'économie. Il importe alors de considérer la croissance du PIB par habitant.

FIGURE n°3 : Le diagramme en bâton pour l'évolution de la croissance



Source : Réalisée par nos soins.

3 – L'inflation

L'inflation est un facteur monétaire qui semble être étroitement lié dans des situations de sur liquidités. Donc pour la définir l'inflation est la hausse du niveau général des prix.

3.1 - La mesure de l'inflation

L'inflation est un phénomène global de hausse des prix, donc elle est mesurée par l'indice général des prix, qui tient compte en principe de l'ensemble des prix et du poids des articles dans le budget d'un ménage moyen. Et la hausse de l'indice est l'indicateur qui permet de parler de l'existence de l'inflation.

3. 2 - L'évolution de l'inflation en Algérie

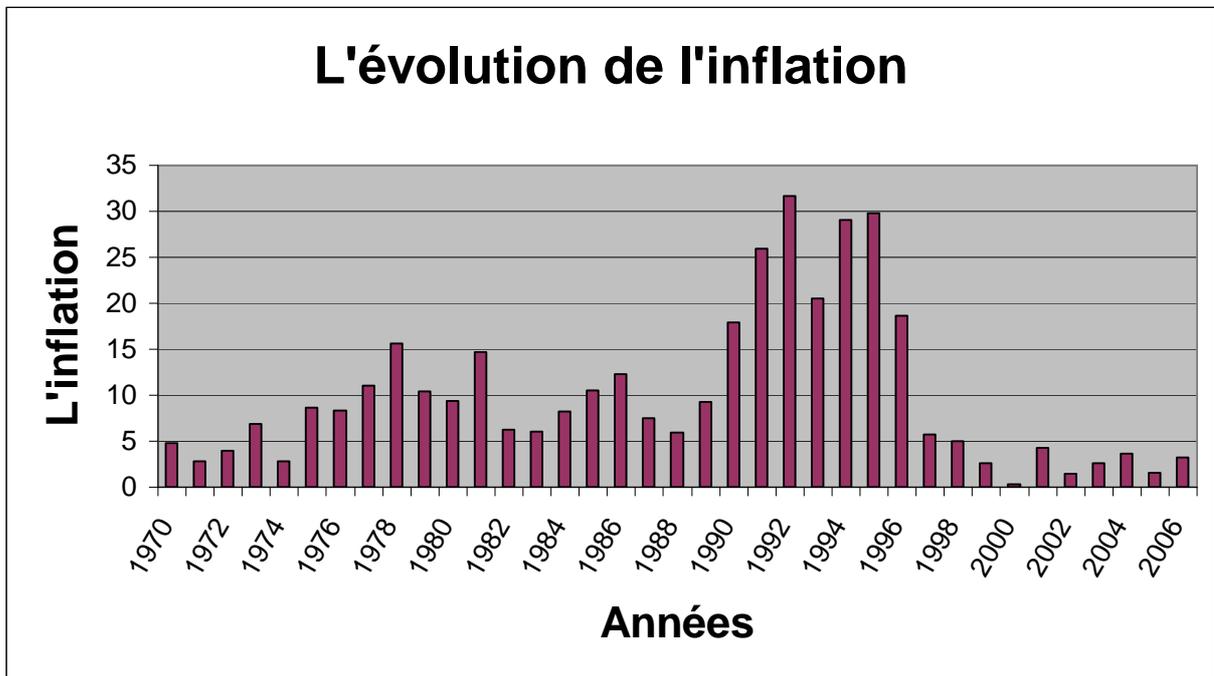
Le tableau ci-après montre l'évolution de l'inflation et celle de l'indice des prix à la consommation en prenant comme l'année de base 1989.

TABLEAU n° 19 : L'évolution de l'indice des prix et de l'inflation

Années	Indice des prix à la consommation (base 1989)	Inflation
1970	21,7	4,8
1971	22,3	2,8
1972	23,2	4
1973	24,8	6,9
1974	25,5	2,8
1975	27,7	8,6
1976	30	8,3
1977	33,3	11
1978	38,5	15,6
1979	42,5	10,4
1980	46,4	9,4
1981	53,2	14,7
1982	56,5	6,2
1983	59,9	6
1984	64,8	8,2
1985	71,6	10,5
1986	80,4	12,3
1987	86,4	7,5
1988	91,5	5,9
1989	100	9,3
1990	120,2	17,9
1991	150,8	25,9
1992	197,5	31,7
1993	240,2	20,5
1994	316,3	29,05
1995	406,2	29,78
1996	488,8	18,69
1997	518,4	5,73
1998	550,7	4,95
1999	562,2	2,64
2000	558,7	0,34
2001	578,2	4,23
2002	591,29	1,42
2003	611,8	2,59
2004	639,8	3,6
2005	652,1	1,6
2006		3,2

Source : ONS

FIGURE n° 4 : Le diagramme en bâton de l'évolution de l'inflation



Source : réalisée par nous même à partir des données de l'ONS

Pour l'ensemble de la période 1970-2005, on enregistre un indice de prix à la consommation moyen de 236. C'est en 2006 qu'on enregistre le plus haut niveau et c'est en 1970 qu'on enregistre le plus bas niveau 21,7. Et le changement enregistré entre la première et la dernière année est 2905 %. L'Indice des Prix à la Consommation (IPC) est une mesure permettant de suivre dans le temps l'évolution des prix des biens et services couramment utilisés ou consommés. Ces produits incluent les aliments, le logement, les meubles, l'habillement, les transports et les loisirs. L'année de référence utilisée est 1989. L'indice a alors la valeur 100. Une augmentation de cet indice est désignée par le terme inflation. Une diminution de cet indice est désignée par le terme déflation. Le taux d'inflation constitue donc la variation positive de l'IPC. Évidemment, le panier de biens et services sur lequel on base nos calculs change avec le temps dû aux changements des habitudes de consommation. Généralement, si dans un pays l'IPC connaît de fortes variations positives et que les salaires sont inchangés, le pouvoir d'achat diminue. Inversement, si les salaires augmentent plus que les prix, le pouvoir d'achat connaît une augmentation.

4 – Le solde budgétaire

Le budget de l'Etat est constitué de l'ensemble des comptes qui décrivent pour une année toutes les ressources et toutes les charges permanentes de l'Etat.

Le solde général du budget ou bien le solde budgétaire est la somme du solde des opérations à caractère définitif⁽¹⁰⁾ et du solde des opérations à caractère temporaire ⁽¹¹⁾ . Le solde peut être positif on dira qu'il est excédentaire, comme il peut être négatif donc le solde est déficitaire, c'est-à-dire que le total des dépenses est supérieur au total des recettes. Ce déficit pourrait être couvert par l'émission d'emprunt à long, moyen et court terme.

$$\text{Solde budgétaire en \% PIB} = \frac{\text{Solde budgétaire} \times 100}{\text{PIB de l'exercice}}$$

⁽¹⁰⁾ Les opérations à caractère définitives correspondent à des dépenses et à des recettes ne donnant pas lieu au remboursement.

⁽¹¹⁾ Les opérations à caractère temporaire correspondent à des avances et à des prêts qui seront remboursés ultérieurement et elles sont retracées dans des comptes spéciaux du Trésor.

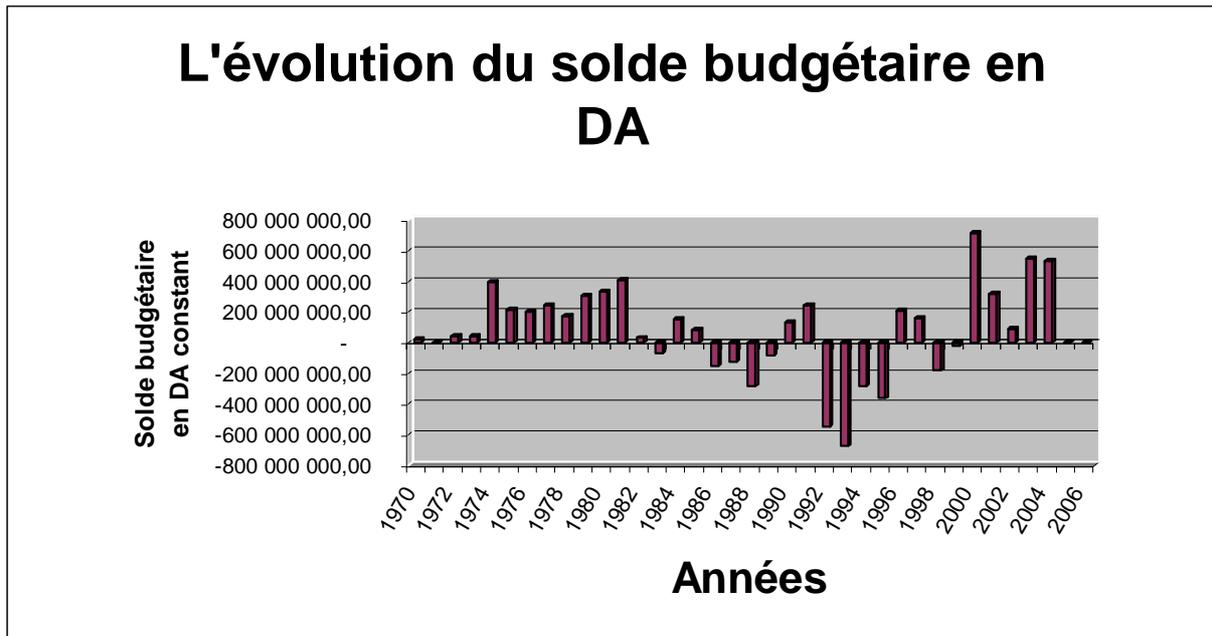
4.1 – L'évolution du solde budgétaire en Algérie

Le tableau ci-après montre du solde budgétaire en dinars réel et celle du solde budgétaire en pourcentage du PIB depuis 1970 jusqu'au premier trimestre 2006.

TABLEAU n° 20 : L'évolution du solde budgétaire en DA constant et du solde budgétaire en pourcentage du PIB

Années	Solde budgétaire en DA réel	Solde budgétaire en % du PIB
1970	19 815 668,20	1,14
1971	- 986 547,09	- 0,06
1972	42 284 482,76	2,15
1973	43 467 741,94	2,14
1974	393 333 333,33	18,05
1975	216 028 880,87	9,72
1976	203 233 333,33	8,23
1977	240 420 420,42	9,18
1978	173 402 597,40	6,37
1979	303 858 823,53	10,07
1980	335 732 758,62	9,59
1981	408 439 849,62	11,35
1982	31 876 106,19	0,87
1983	- 69 799 666,11	- 1,79
1984	150 725 308,64	3,70
1985	83 924 581,01	2,06
1986	- 150 833 333,33	- 4,09
1987	- 127 233 796,30	- 3,52
1988	- 286 338 797,81	- 7,53
1989	- 81 000 000,00	- 1,92
1990	133 111 480,87	2,89
1991	244 031 830,24	4,27
1992	- 548 187 341,77	- 10,07
1993	- 677 260 616,15	- 13,67
1994	- 281 846 348,40	- 5,99
1995	- 364 071 885,77	- 7,38
1996	205 703 764,32	3,91
1997	157 160 493,83	2,93
1998	- 183 816 960,23	- 3,58
1999	- 19 896 833,87	- 0,35
2000	713 262 931,81	9,66
2001	319 093 739,19	4,36
2002	88 880 244,89	1,18
2003	547 891 467,80	6,51
2004	532 979 055,95	5,58
2005	355.003.096.818	7.78
2006	394.174.773.371,93	8.09

Source : Réalisé par nous même à partir des données de l'ONS

FIGURE n° 5 : Le diagramme en bandes pour l'évolution du solde budgétaire en DA constant

Source Réalisée par nous même à partir des données de l'ONS

Pour l'ensemble de la période 1970-2006, on enregistre un solde budgétaire moyen de 20.888.201.582,06DA. Et c'est en 2006 qu'on enregistre le plus haut niveau avec un excédent de 394.174.773.371,93 DA et c'est en 1993 qu'on enregistre le plus bas niveau avec un déficit de 677 260 616,15 DA.

5 – Le solde courant de la balance des paiements

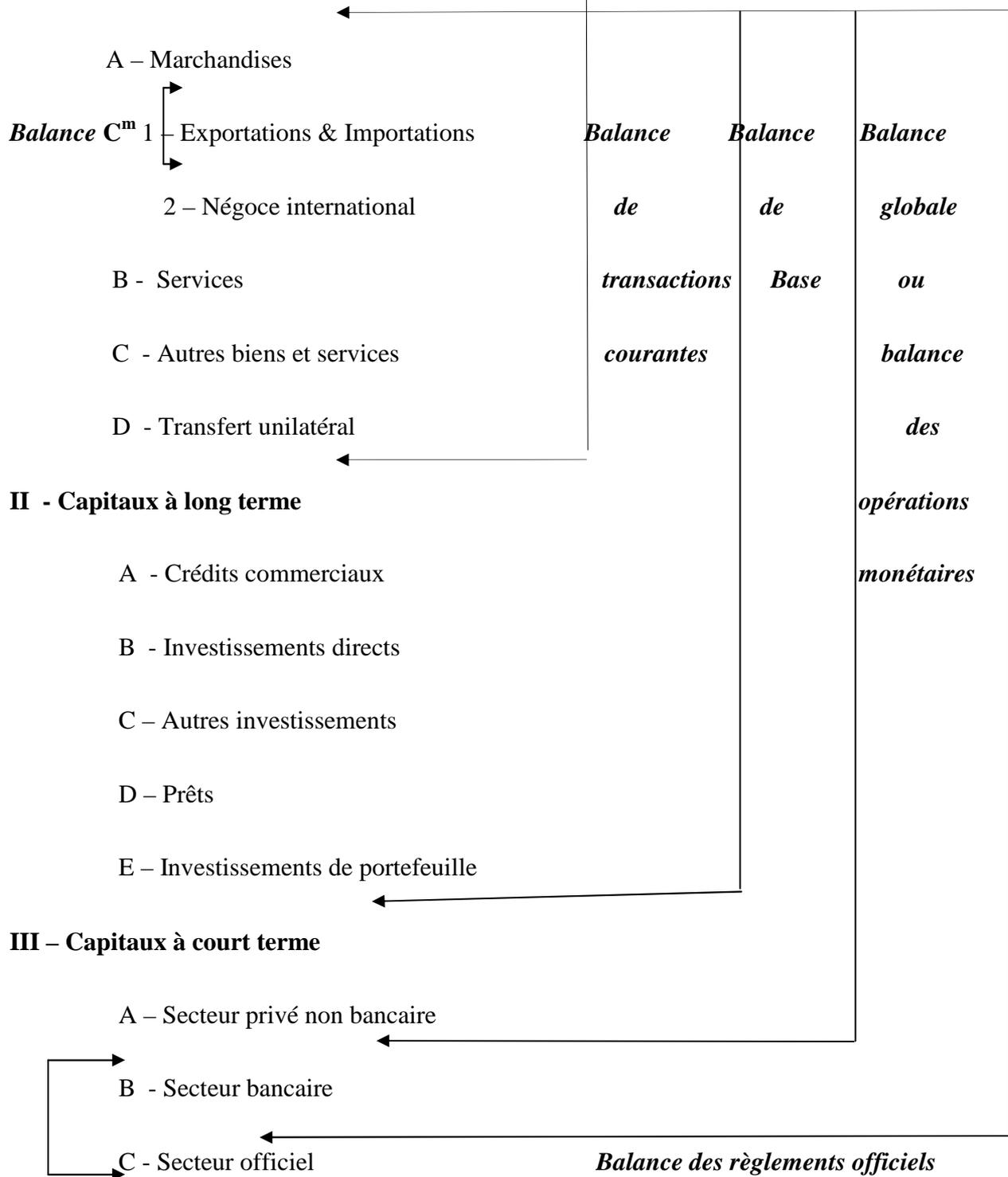
La balance des paiements est un document comptable qui retrace pour une période donnée l'ensemble des transactions économiques et financières d'un pays avec l'extérieur reflétant la situation économique et financière d'un pays à l'égard du Reste Du Monde, la balance des paiements peut traduire un déficit ou un excédent de ce pays sur le plan des échanges extérieurs.

Les flux économiques entre résidents et non résidents sont répartis dans la balance des paiements. On distingue les transactions courantes, les mouvements de capitaux à long terme et les flux de capitaux à court terme.

Diverses rubriques de la balance des paiements peuvent être regroupées afin d'obtenir des balances partielles significatives.

Schéma n° 3 : Schéma représentatif des balances partielles de la balance des paiements

I – transactions courantes



Balance des mouvements monétaires

Source : Dictionnaire d'économie, page 48.

Chacune de ces balances partielles présente un solde dont l'analyse est particulièrement utilisée sur le plan économique.

Parmi ces sous-balances c'est la balance des transactions courantes qui fait l'objet du cinquième indicateur de la composante économique du risque-pays. Elle regroupe les opérations sur marchandises (balance commerciale) et les opérations relatives aux services liés au commerce extérieur (comme le transport public, les assurances....etc.); les services liés aux échanges de technologies (grands travaux, coopération technique , brevets et redevancesetc.) les intérêts et dividendes et les transferts unilatéraux, c'est-à-dire les opérations correspondant à des transferts non liés à un échange de marchandises (transferts d'économies des travailleurs étrangers en faveurs de leurs familles restées dans leurs pays d'origine).

Le solde de la balance des transactions courantes permet d'indiquer si le résultat des opérations courantes d'un pays fait apparaître un besoin de financement ou permet de dégager une capacité de financement. Ce solde constitue un bon indicateur à moyen ou long terme de l'équilibre économique du pays.

5. 1 - L'évolution du solde courant en Algérie

$$\text{Solde courant en \% PIB} = \frac{\text{Solde courant X 100}}{\text{PIB de l'exercice}}$$

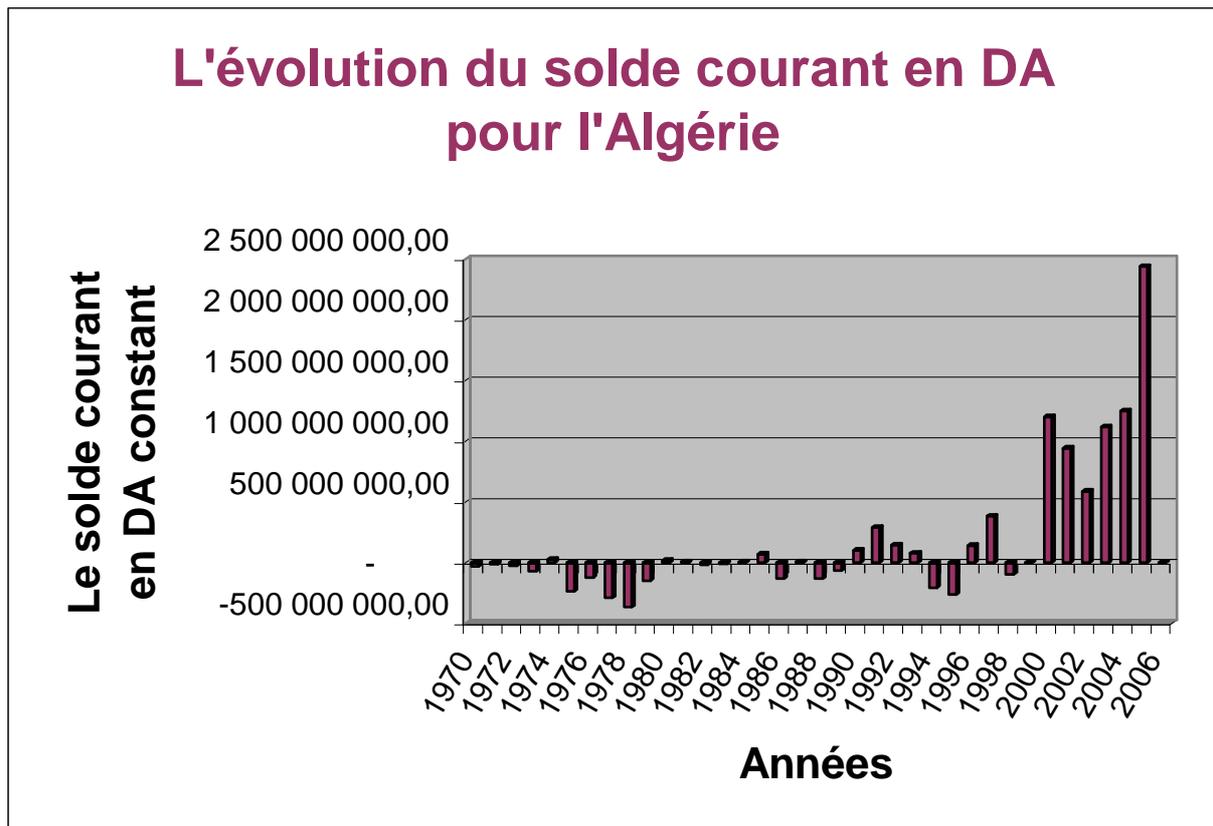
le tableau ci-après montre l'évolution du solde courant en dinars constant d'une part et l'évolution toujours du solde courant en pourcentage du PIB d'autre part depuis 1970 jusqu'au premier trimestre 2006.

TABLEAU n° 21 : L'évolution du solde courant et du solde courant en pourcentage du PIB

Années	Solde courant en DA constant	Solde courant en % du PIB
1970	-28 451 612,9	- 1,64
1971	-13 403 587,44	- 0,87
1972	-23 663 793,1	- 1,20
1973	-71 038 508,06	- 3,50
1974	26 397 686,27	1,21
1975	-236 797 436,8	- 10,65
1976	-122 421 600	- 4,96
1977	-289 667 327,3	- 11,06
1978	-364 562 961	- 13,39
1979	-148 680 470,6	- 4,93
1980	19 929 245,69	0,57
1981	7 301 503,759	0,20
1982	-14 873 203,54	- 0,40
1983	-6 795 742,905	- 0,17
1984	5 688 179,012	0,14
1985	71 276 815,64	1,75
1986	-130 416 169,2	- 3,54
1987	7 939 837,963	0,22
1988	-131 875 409,8	- 3,47
1989	-66 883 110	- 1,58
1990	100 609 817	2,18
1991	289 222 500	5,06
1992	144 836 253,2	2,66
1993	77 751 873,44	1,57
1994	-204 944 960,5	- 4,36
1995	-262 838 798,6	- 5,32
1996	140 008 694,8	2,66
1997	384 045 428,2	7,16
1998	-97 062 810,97	- 1,89
1999	2 368 338,67	0,04
2000	1 202 920 709	16,30
2001	942 818 920,8	12,87
2002	588 899 423,3	7,82
2003	1 117 907 440	13,28
2004	1 250 040 600	13,09
2005	2 439 664 610	22,31
2006	906 260 913 000	18,6

Source : Réalisé par nous même à partir des données du ministère des finances

DIGURE n° 6 : Le diagramme en bandes pour l'évolution du solde courant



Source : Réalisée par nous mêmes à partir des données du ministère des finances

Pour l'ensemble de la période 1970-2006, on enregistre un solde courant moyen annuel de 25.357.393.427 DA. C'est en 2006 qu'on enregistre le plus haut niveau qui est de 906.260.913.000 DA et c'est en 1978 qu'on enregistre le plus bas niveau qui est de -364562961DA.

Le compte de la balance courante a trois composantes: 1) la balance commerciale (exportations - importations) des biens et services et 2) les revenus de capitaux (ex.: dividendes) et 3) les transferts courants (ex.: portion des revenus de travailleurs immigrés envoyés dans leur pays d'origine). C'est un autre indicateur sur la santé commerciale d'un pays vis-à-vis de ses partenaires commerciaux. Quand la balance courante est **négative**, le pays vit au-dessus de ses moyens puisqu'il consomme et investit plus qu'il ne produit de richesse, inversement, quand la balance est **positive**, le pays produit plus de richesses qu'il n'en consomme. Habituellement cela signifie aussi que son épargne nationale est importante.

Section III - L'élaboration et l'interprétation des notes

Après avoir présenté la méthode d'évaluation du Guide International du Risque-Pays dans la première section et les différents indicateurs relatifs au risque économique dans la deuxième section et la troisième fera l'objet de l'interpolation entre les deux.

1 – L'élaboration des notes

La collecte de données nécessaire à l'évaluation de la composante économique du risque-pays a nécessité le passage par plusieurs organismes à savoir :

- L'Office National des Statistiques ;
- La Banque d'Algérie ;
- Le Ministère des Finances ;
- Le Ministère du Commerce ;
- Les différentes bibliothèques au niveau national.

Ainsi nous avons pu aboutir à réunir les séries de données relatives au risque économique depuis 1970 jusqu'à mars 2006, et ces indicateurs sont : le PIB par tête ; la croissance du PIB réelle ; l'inflation ; le solde budgétaire en pourcentage du PIB et le solde courant aussi en pourcentage du PIB. Le tableau suivant représente l'évolution de ces différents indicateurs.

TABLEAU n° 22 : Le tableau synthétique des indicateurs économiques

Années	PIB/Habitant en % de la moyenne	Inflation	Croissance réelle du PIB	Solde budgétaire en % PIB	solde courant % PIB
1970	15,55	4,8	8,86	0,5	-1,64
1971	13,36	2,8	-11,33	-0,03	-0,87
1972	15,16	4	27,42	1,1	-1,2
1973	13,39	6,9	3,21	1,32	-3,5
1974	14,69	2,8	7,5	10,84	1,21
1975	14,01	8,6	5,05	6,52	-10,65
1976	15,35	8,3	8,39	5,81	-4,96
1977	15,52	11	5,26	7,28	-11,06
1978	15,71	15,6	9,22	5,81	-13,39
1979	15,93	10,4	7,48	10,76	-4,93
1980	15,52	9,4	0,79	12,94	0,57
1981	17,43	14,7	3	15,57	0,2
1982	19,11	6,2	6,4	1,14	-0,4
1983	20,36	6	5,4	-2,41	-0,17
1984	21,66	8,2	5,6	5,12	0,14
1985	21,97	10,5	3,7	3,01	1,75
1986	20,03	12,3	0,4	-6,47	-3,54
1987	19,88	7,5	-0,7	-5,75	0,22
1988	23,45	5,9	-1	-11,3	-3,47
1989	30,69	9,3	4,4	-2,6	-1,58
1990	35,52	17,9	0,8	4,33	2,18
1991	70,62	25,9	-1,2	4,89	5,06
1992	82,95	31,7	1,8	-11,96	2,66
1993	84,81	20,5	-2,1	-17,16	1,57
1994	123,45	29,05	-0,9	-6,32	-4,36
1995	170,71	29,78	3,8	-7,43	-5,32
1996	200,52	18,69	4,1	4,22	2,66
1997	210,15	5,73	1,1	3,21	7,16
1998	221,3	4,95	5,1	-3,73	-1,89
1999	254,89	2,64	3,2	-0,35	0,04
2000	290,68	0,34	2,4	10,85	16,3
2001	301,4	4,23	2,6	4,77	12,87
2002	318,85	1,42	4,1	1,26	7,82
2003	325,13	2,59	6,84	3,9	13,28
2004	313,41	3,6	5,2	6,6	13,09
2005	336,83	1,6	5,1	7,78	22,31
2006		3,2	6,5	8,09	18,6

Source : Réalisé par nous mêmes à partir des données collectées.

La méthode d'évaluation du Guide International du Risque-Pays (ICRG) se base comme nous l'avion déjà dit dans l'autre section sur la pondération des indicateurs, c'est-à-dire, le poids relatif à chaque critère, et le tableau suivant présente les pondérations des critères dans le détail :

TABLEAU n°22 : Le tableau des pondérations des critères économiques

PIB par tête en % de la moyenne	Si $X > 250$	Si $250 \geq X > 175$	Si $175 \geq X > 125$	Si $125 \geq X > 75$	Si $75 \geq X > 45$	Si $45 \geq X > 25$	Si $25 \geq X > 15$	Sinon
Points	5	4.25	3.25	3	2.25	1.25	0.75	0
Croissance du PIB réel	Si $X > 4$	Si $4 \geq X > 2$	Si $2 \geq X > 0.9$	Si $0.9 \geq X > -0.9$	Si $-0.9 \geq X > -2.4$	Si $-2.4 \geq X > -3.9$	Si $-3.9 \geq X > -6$	Sinon
Points	10	8.5	7	5.5	4	2.5	1	0
Taux d'inflation annuel	Si $X < 3.9$	Si $3.9 \leq X < 9.9$	Si $9.9 \leq X < 15.9$	Si $15.9 \leq X < 24.9$	Si $24.9 \leq X < 50.9$	Si $50.9 \leq X < 95.9$	Si $95.9 \leq X < 130$	Sinon
Points	10	8.5	7	5.5	4	2.5	1	0
Balance budgétaire en % PIB	Si $X > 2.9$	Si $2.9 \geq X > 0.9$	Si $0.9 \geq X > -3.9$	Si $-3.9 \geq X > -6.9$	Si $-6.9 \geq X > -9.9$	Si $-9.9 \geq X > -15$	Si $-15 \geq X > -25$	Sinon
Points	10	8.5	7	5.5	4	2.5	1	0
Balance courante en % PIB	Si $X > 2$	Si $2 \geq X > -0.9$	Si $-0.9 \geq X > -2$	Si $-2 \geq X > -5$	Si $-5 \geq X > -8$	Si $-8 \geq X > -10$	Si $-10 \geq X > -18$	Sinon
Points	15	12	8	7	5	3	1.5	0

Source : <http://www.icrgonline.com/icrgMethods.asp>

Le tableau précédent nous permet le passage à la deuxième phase qui est celle des pondérations des indicateurs, en d'autres termes les points qu'on doit attribuer à chaque valeur des différents critères, sachant que la première phase consiste en la collecte de données et la dernière phase sera consacrée pour l'élaboration des notes ainsi que leurs interprétations.

Le tableau suivant est construit à partir des deux précédents, c'est-à-dire, on attribue un point pour chaque valeur, sachant que ce point est relatif au montant des différentes valeurs de critères comme nous l'avions déjà expliqué dans la première section, à savoir la section relative à la présentation de la méthode d'évaluation du Guide International du Risque-Pays.

TABLEAU n° 23 : Le tableau représentatif des indicateurs économiques ainsi que de leurs pondérations

Années	PIB/Habitant en % de la moyenne	Poids	Inflation	Poids	croissance réelle du PIB	Poids	solde budg % PIB	Poids	solde courant % PIB	Poids
1970	15,55	0.75	4,8	8.5	8,86	10	0,50	7	- 1,64	8
1971	13,36	0	2,8	10	- 11,33	0	- 0,03	7	- 0,87	12
1972	15,16	0.75	4	8.5	27,42	10	1,10	8.5	- 1,20	8
1973	13,39	0	6,9	8.5	3,21	8.5	1.32	8.5	- 3,50	7
1974	14,69	0	2,8	10	7,50	10	10,84	10	1,21	12
1975	14,01	0	8,6	8.5	5,05	10	6,52	10	- 10,65	1.5
1976	15,35	0.75	8,3	8.5	8,39	10	5,81	10	- 4,96	7
1977	15,52	0.75	11	7	5,26	10	7,28	10	- 11,06	1.5
1978	15,71	0.75	15,6	7	9,22	10	5,81	10	- 13,39	1.5
1979	15,93	0.75	10,4	7	7,48	10	10,76	10	- 4,93	7
1980	15,52	0.75	9,4	8.5	0,79	5.5	12,94	10	0,57	12
1981	17,43	0.75	14,7	7	3,00	8.5	15,57	10	0,20	12
1982	19,11	0.75	6,2	8.5	6,40	10	1,14	8.5	- 0,40	12
1983	20,36	0.75	6	8.5	5,40	10	- 2,41	7	- 0,17	12
1984	21,66	0.75	8,2	8.5	5,60	10	5,12	10	0,14	12
1985	21,97	0.75	10,5	7	3,70	8.5	3,01	10	1,75	12
1986	20,03	0.75	12,3	7	0,40	5.5	- 6,47	5.5	- 3,54	7
1987	19,88	0.75	7,5	8.5	- 0,70	5.5	- 5,75	5.5	0,22	12
1988	23,45	0.75	5,9	8.5	- 1,00	4	- 11,30	2.5	- 3,47	7
1989	30,69	1.25	9,3	8.5	4,40	10	- 2,60	7	- 1,58	8
1990	35,52	1.25	17,9	5.5	0,80	5.5	4,33	10	2,18	15
1991	70,62	2.25	25,9	4	- 1,20	4	4,89	10	5,06	15
1992	82,95	3	31,7	4	1,80	7	- 11,96	2.5	2,66	15
1993	84,81	3	20,5	5.5	- 2,10	4	- 17,16	1	1,57	12
1994	123,45	3	29,05	4	- 0,90	4	- 6,32	5.5	- 4,36	7
1995	170,71	3.25	29,78	4	3,80	8.5	- 7,43	4	- 5,32	5
1996	200,52	4.25	18,69	5.5	4,10	10	4,22	10	2,66	15
1997	210,15	4.25	5,73	8.5	1,10	7	3,21	10	7,16	15
1998	221,30	4.25	4,95	8.5	5,10	10	- 3,73	7	- 1,89	8
1999	254,89	5	2,64	10	3,20	8.5	- 0,35	7	0,04	12
2000	290,68	5	0,34	10	2,40	8.5	10,85	10	16,30	15
2001	301,40	5	4,23	8.5	2,60	8.5	4,77	10	12,87	15
2002	318,85	5	1,42	10	4,10	10	1,26	8.5	7,82	15
2003	325,13	5	2.59	10	6,84	10	3,90	10	13,28	15
2004	313,41	5	3,6	10	5,20	10	6,60	10	13,09	15
2005	336,83	5	1,6	10	5,10	10	7,78	10	22,31	15
2006			3.2	10	6.5	10	8,09	10	18.6	15

Source : Réalisé par nos soins.

La prochaine étape consiste en la somme des différents poids et sa comparaison au tableau suivant.

TABLEAU n° 24 : Le tableau des niveaux de risque

Intervalle	Niveau de risque
[0 ; 49.5]	Risque très élevé
[50 ; 59.5]	Risque élevé
[60 ; 69.5]	Risque modéré
[70 ; 79.5]	Risque faible
[80 ; 100]	Risque très faible

Source : <http://www.icrgonline.com>

Mais pour mieux faciliter la détection des niveaux de risque comme le font les agences de rating, on a accordé des lettres alphabétiques (A, B, C, D et E) à chaque niveau de risque, et elles sont comme suit :

- La note **A** : correspond à l'intervalle [80 ; 100], c'est-à-dire au risque très faible, la meilleure ;
- La note **B** : correspond à l'intervalle [70 ; 79.5], c'est-à-dire à la deuxième catégorie de risque en d'autres termes au risque faible ;
- La note **C** : correspond à l'intervalle [60 ; 69.5], c'est-à-dire à la troisième catégorie de risque donc au risque modéré ;
- La note **D** : correspond à l'intervalle [50 ; 59.5], c'est-à-dire à la quatrième catégorie de risque en d'autres termes au risque élevé ;
- La note **E** : correspond à l'intervalle [0 ; 49.5], c'est-à-dire à la dernière catégorie de risque en d'autres termes au risque très élevé.

TABLEAU n° 25 : Tableau synthétique des notes relatives aux 36 ans

Années	total des poids	T poids * 2	Notes
1970	34,25	68,5	C
1971	29	58	D
1972	35,75	71,5	B
1973	32,5	65	C
1974	42	84	A
1975	30	60	C
1976	36,25	72,5	B
1977	29,25	58,5	D
1978	29,25	58,5	D
1979	34,75	69,5	C
1980	36,75	73,5	B
1981	38,25	76,5	B
1982	39,75	79,5	B
1983	38,25	76,5	B
1984	41,25	82,5	A
1985	38,25	76,5	B
1986	25,75	51,5	D
1987	32,25	64,5	C
1988	22,75	45,5	E
1989	34,75	69,5	C
1990	37,25	74,5	B
1991	35,25	70,5	B
1992	31,5	63	C
1993	25,5	51	D
1994	23,5	47	E
1995	24,75	49,5	E
1996	44,75	89,5	A
1997	44,75	89,5	A
1998	37,75	75,5	B
1999	42,5	85	A
2000	48,5	97	A
2001	47	94	A
2002	48,5	97	A
2003	50	100	A
2004	50	100	A
2005	50	100	A
2006	50	100	A

Source: Réalisé par nous mêmes.

2 – L'interprétation des notes

La notation est une fonction d'évaluation du risque, elle nous permet de faire un classement, c'est-à-dire que la notation facilite la détection des moments de prospérité ou de faiblesse de l'économie d'un pays donné. Pour cela on essayera d'interpréter les séries de notes élaborées depuis 1970 à nos jours.

- ⇒ 1970 : La note de cette année est « **C** », c'est la catégorie moyenne et c'est celle du *Risque Modéré*.
- ⇒ 1971 : La note de cette année est « **D** » c'est la note relative à l'avant dernier catégorie celle du *Risque Elevé*.
- ⇒ 1972 : La note relative à cette année est « **B** », on remarque une nette amélioration par rapport à l'année précédente ; cette note correspond à la catégorie du *Risque Faible*.
- ⇒ 1973 : La note de cette année est « **C** », c'est la catégorie de *Risque Modéré*, on remarque un petit recul par rapport à l'année précédente.
- ⇒ 1974 : La note relative à cette année est la meilleure « **A** », c'est la catégorie où le risque n'existe pas : c'est celle du *Risque Très Faible*.
- ⇒ 1975 : la note obtenue pour cette année est « **C** », c'est la catégorie de *Risque Modéré* on remarque un recul par rapport à l'année d'avant.
- ⇒ 1976 : La note de cette année est « **B** » c'est la catégorie *Risque Faible*, on remarque une amélioration par rapport à l'année précédente.
- ⇒ 1977 : La note obtenue pour cette année est « **D** » c'est la catégorie de *Risque Elevé*, et cette note reste la même pour l'année 1978, c'est-à-dire qu'il y'a une stagnation du niveau de risque.
- ⇒ 1979 : La note relative à cette année est « **C** », c'est la catégorie de *Risque Modéré*, on remarque une petite amélioration par rapport à l'année 1977 et 1978.
- ⇒ 1980 ; 1981 ; 1982 et 1983 : On a pu obtenir pour toutes ces années la même note à savoir « **B** », ces années sont caractérisées par un niveau de *Risque Faible*.
- ⇒ 1984 : Cette année est caractérisée par une meilleure note à savoir « **A** » c'est la catégorie de *Risque Très Faible*.

- ⇒ 1985 : la note de cette année est « **B** », on remarque un léger recul mais on est toujours dans une bonne catégorie, c'est-à-dire la catégorie de *Risque Faible*.
- ⇒ 1986 : La note obtenue pour cette année est « **D** », c'est la catégorie de *Risque Elevé*, on remarque un très grand recul par rapport à l'année précédente c'est le passage de la catégorie de *Risque Faible* à la catégorie de *Risque Elevé*.
- ⇒ 1987 : La note de cette année est « **C** », elle est caractérisée par un niveau de *Risque Modéré* donc on pourra dire qu'il y'a une légère amélioration par rapport à l'année d'avant .
- ⇒ 1988 : La note relative à cette année est la plus mauvaise c'est « **E** », c'est la catégorie de *Risque Très Elevé*, on remarque un grand recul par rapport à l'année d'avant .
- ⇒ 1989 : La note obtenue pour cette année est « **C** », on remarque une nette amélioration par rapport à l'année d'avant et le passage du niveau de *Risque Très Elevé* au niveau *Risque Modéré*.
- ⇒ 1990 et 1991 : La note relative à ces deux années est « **B** », l'amélioration par rapport à l'année 1988 est continue et le passage ainsi à la catégorie de *Risque Faible*.
- ⇒ 1992 : La note de cette année est « **C** », elle est caractérisée par niveau de *Risque Modéré*, l'apparition d'un petit recul par rapport aux années précédentes.
- ⇒ 1993 : la note est « **D** », on remarque que le recule persiste pour attendre l'avant dernier niveau qui est le niveau du *Risque Elevé*.
- ⇒ 1994 et 1995 : la note relative à ces deux années est la dernière c'est « **E** », c'est la catégorie de *Risque Très Elevé*.
- ⇒ 1996 et 1997 : Les notes obtenues pour ces deux années sont les même et elles sont les meilleures « **A** », on remarque une très grande différence qui n'a pas été obtenue auparavant, c'est-à-dire le passage de la dernière catégorie qui est celle du *Risque Très Elevé* à la première catégorie donc celle du *Risque Très Faible*.
- ⇒ 1998 : La note obtenue pour cette année est « **B** » c'est la catégorie de *Risque Faible*, on remarque un petit recul mais sans importance.
- ⇒ 1999 ; 2000 ; 2001 ; 2002 ; 2003 ; 2004 ; 2005 et 2006 : on a pu obtenir pour toutes ces années la même et meilleure note à savoir « **A** » c'est la période de *Risque Très Faible*.

3 – La relation entre les notes et la situation économique du pays

D'après les notes qu'on a pu élaborer on peut séparer la série des années en deux catégories : la première catégorie est relative aux mauvaises notes à savoir : la note « **E** » qui correspond à la classe de *Risque Très Elevé*, et la note « **D** » qui correspond à la classe de *Risque Elevé* ; en d'autres termes ces notes correspondent aux moments de crises ; la deuxième catégorie est relative aux années dont les notes correspondent à « **A** » c'est la classe de *Risque Très Faible*.

3.1 - Les moments forts de l'économie algérienne

D'après les résultats obtenus dans la précédente section on peut sélectionner plusieurs années où les notes sont catastrophiques, à savoir « **E** » ou « **D** », ces dernières correspondent aux années suivantes : 1971 ; 1977 et 1978 ; 1986 ; 1988 ; 1994 et 1995, elles coïncident avec les chocs qu'a connus l'économie algérienne, comme par exemple en 1986 on a obtenu un « **D** », sachant que cette année est caractérisée par la chute du prix du pétrole de - 49 %⁽¹²⁾ c'est-à-dire le contre choc pétrolier, on a aussi pour la période de 1993 ; 1994 et 1995 obtenu « **D** » « **E** » et « **E** » respectivement, l'économie algérienne a vécu pendant ces années la situation de cessation de paiement et l'adoption du Plan d'Ajustement Structurelle (PAS). Mais à part les mauvaises notes, on a pu obtenir d'excellentes notes comme pour 1974 où la note est de « **A** », cette dernière correspond à l'année du premier choc pétrolier, c'est-à-dire lorsque les prix du pétrole ont été multipliés par quatre. D'après les notes obtenus on peut dire qu'il y'a relation directe entre les notes et les moments forts de l'économie algérienne. Pour mieux expliquer la relation entre les notes et l'évolution de l'économie algérienne on a préféré subdiviser la période 1970 / 2006 en phases à savoir : les années 70 et 80 ; les années 90 et de 2000 à nos jours.

3.1.1 - L'économie algérienne pendant les années 70 et 80

Durant près d'un siècle, l'Algérie coloniale a été spécialisée dans la production et l'exportation de produits primaires principalement vers la métropole. A partir de 1956, l'économie algérienne s'est tournée vers une autre spécialisation, la production et l'exportation d'hydrocarbures au profit de la puissance coloniale. Les dernières années de la colonisation et de la guerre de libération nationale sont d'ailleurs marquées par la volonté de la France coloniale à assurer cette

⁽¹²⁾ Ce taux est relatif aux données de la Banque d'Algérie et de l'ONS, et son évolution se trouve en annexe 3.

exploitation à son profit exclusif. L'élément essentiel du dispositif est le code pétrolier saharien. Ce code est repris in extenso par les "Accords d'Evian" de mars 1962 qui mettent fin à la guerre et ouvrent la voie à l'indépendance de l'Algérie. Et la spécialisation dans les hydrocarbures initiée par la colonisation à la fin des années 50 a poursuivi son renforcement d'où la fragilité de l'économie algérienne vis-à-vis des variations des cours pétroliers ; c'est pour cela qu'elle a été directement touchée lors des chocs pétroliers.

Pour le premier choc pétrolier 1973-1974, c'est-à-dire lors de la multiplication des prix du pétrole par quatre, on a pu remarquer le passage de la note « C » qui correspond au *risque moyen* à la meilleure note qui est celle du *risque très faible* donc « A », cette amélioration est due bien sûr à l'augmentation des prix du pétrole. Durant cette période le président Houari BOUMEDIENE a consacré le surplus réalisé au processus d'industrialisation, c'est-à-dire à l'achat d'usines clés en main. Ses représentants parcourent le monde industrialisé pour acquérir ce qui se fait de mieux et souvent de plus cher. Acier, aluminium, engrais, papier, chimie, camions ont la priorité, les usines sont souvent implantées dans des régions déshéritées aux salariés peu qualifiés, guère familiers des technologies ultramodernes. Résultat, les retards s'accumulent, et le cycle pétrolier se retourne avant que l'industrie lourde soit en état de marche. L'héritage se révèle encombrant. Des sociétés nationales qui perdent de l'argent ; des usines qui tournent au ralenti, et une dette extérieure qui explose parce qu'il a bien fallu emprunter pour financer les fins du programme d'industrialisation.

Au cours du deuxième choc pétrolier, en 1979-1982, les dirigeants ont changé : Chadli BENDJEDID remplace Houari BOUMEDIENE. L'argent du pétrole ira à un Programme Anti-Pénuries (PAP) qui se traduit par un flot d'importations de produits de consommation. L'Algérien qui en a les moyens est à la fête : réfrigérateurs, téléviseurs, automobiles font leur apparition dans les vitrines des magasins d'Etat.

A la fin des années 1970 la tendance est maintenue alors que l'Algérie a déjà mis en œuvre trois plans de développement. Son économie est toujours dépendante de ses ressources naturelles. La seule évolution c'est que l'agriculture a été remplacée par le pétrole, le sous-sol s'est substitué au sol. Et l'Algérie, autrefois pays mono exportateur de produits agricoles, devient mono exportateur d'hydrocarbures.

L'idée d'une impérieuse nécessité de restructurer l'économie, d'un ajustement des structures productives est évoquée dès le début des années 1980. "L'après pétrole" était devenu le slogan de référence. Dans la pratique, les mêmes tendances vont persister, les mêmes choix qu'antérieurement vont s'imposer. Le rééquilibrage entre secteurs, la dynamisation de l'agriculture et la réduction du

pois des hydrocarbures ne sont pas atteints. Les choix opérés dans les années 1970 sont maintenus voire renforcés avec cette dérive particulièrement marquée au début des années 1980 où le pouvoir de président Chadli va favoriser la consommation par une redistribution substantielle des revenus de la rente et l'importation massive de produits de consommation divers.

Tous les gouvernements successifs agissent dans le sens de la persistance d'une économie de rente. Même le programme du gouvernement Hamrouche (libéralisation de l'activité économique et encouragement de l'effort productif) n'évoque pas de restructuration économique ou de redéploiement effectif des activités économiques. Le retour à l'"ère bénie" des hydrocarbures est ensuite clairement affichée par Ghozali et Abdeslam, Premiers ministres successifs. Le premier se distingue par l'offre de vente du plus grand gisement pétrolier en exploitation, Hassi Messaoud. Le second tente de redynamiser un projet de valorisation des hydrocarbures (Valhyd⁽¹⁴⁾) datant des années 1970. Les gouvernements qui vont se succéder suivent dans les faits la même démarche, font les mêmes projections, tracent les mêmes perspectives. La réaffirmation de la nécessité des réformes économiques, de l'ouverture et de la libéralisation ne bouleversent en rien le principe du maintien de la spécialisation de l'Algérie dans la production et l'exportation des hydrocarbures. Ce principe est même renforcé avec l'accord avec le F.M.I. sur le programme de stabilisation dont l'un des principes théoriques est justement la spécialisation dans le cadre des avantages comparatifs.

3.1.1.1 - La gestion des contre-chocs pétroliers

La baisse régulière du prix du brut amorcée à la mi 1985 s'accélère brutalement en 1986 d'où l'obtention de la note « **D** » pour cette année c'est-à-dire un niveau de risque élevé, sachant que Le prix moyen du baril du pétrole algérien qui était de 29 dollars US en 1985 ; chute à 14,8 dollars US dans le courant de l'année 1986⁽¹⁵⁾ ; celui du gaz passe de 3 dollars US à 2,5 dollars US. Le niveau des prix a atteint son plancher et dévoile brutalement les dysfonctionnements structurels de l'économie algérienne. En effet, les carences profondes de l'économie administrée, masquées jusqu'alors par l'importance de la rente, apparaissent au grand jour. La chute des prix du pétrole de 49 % réduit à néant les illusions de puissance du potentiel industriel algérien et révèle, au contraire, la dépendance et la fragilité d'un système construit sur la seule performance du secteur des hydrocarbures.

⁽¹⁴⁾ **Le Plan Valhyd** : c'est le plan de valorisation des hydrocarbures, lancé en 1978 et destiné davantage à augmenter les exportations qu'à satisfaire les besoins intérieurs.

⁽¹⁵⁾ Ce sont les données de la Banque d'Algérie et de l'ONS, dont le détail est en annexe 6.

La contraction des ressources extérieures à partir de 1986 a pour effet de réduire progressivement les flux d'importation mais à un rythme plus lent que celui de dégradation de la capacité financière extérieure de l'Algérie. Les contrats de travaux et d'équipements continuent en effet d'être honorés, même si de nouveaux projets s'avèrent plus difficiles à lancer. La coopération financière bilatérale ainsi que les crédits financiers remédient aux difficultés de paiements extérieurs. Cependant, l'image du pays sur les places financières est sévèrement affectée, l'évaluation du risque algérien s'est dégradée. Les implications de cette appréciation détériorée se reflètent dans la dégradation régulière des crédits commerciaux garantis, relayés, défavorablement, par des crédits bancaires à court terme, ainsi que par l'accroissement des marges financières et la dégradation des conditions de remboursement..

La magnitude de cette première secousse est relativement atténuée par le maintien d'une certaine confiance des places financières. Paris et Tokyo principalement, font preuve d'un optimisme relatif dans la capacité algérienne à s'adapter et à mettre en oeuvre une politique économique satisfaisante. Les crédits financiers et commerciaux sont facilement octroyés, mais en contrepartie le stock de la dette gonfle rapidement et ses conditions, maturité et coût, se détériorent. Entre 1985 et 1988, la dette totale double de volume pour atteindre 26 milliards de dollars, soit trois ans d'exportations avec un service de la dette représentant 80,9 % des exportations.

Dès 1987, le poids du service de la dette s'ajoute aux autres signes structurels négatifs pour confirmer l'évidence d'une crise des paiements durables. Le service de la dette dépasse, en effet, 7 milliards de dollars dès 1987 pour approcher 9 milliards de dollars en 1990. La priorité à la stabilité sociale conduit les autorités financières à envisager des alternatives exceptionnelles

Mais les autorités algériennes refusent d'engager les transformations structurelles d'une économie étatisée, dominée par un secteur public inefficace et bureaucraté. Confrontées à la contraction dramatique des revenus externes, les banques algériennes, puis toutes les entreprises publiques, sont invitées à recourir à l'emprunt à court terme directement, ou via les fournisseurs, sur le marché financier international. Persuadé du caractère conjoncturel de la baisse des prix du brut, le gouvernement algérien refuse également d'envisager le rééchelonnement de la dette en misant sur un hypothétique retournement du marché des hydrocarbures.

Dès le début de 1987, les mesures de rigueur financières adoptées par le gouvernement paraissent incohérentes et insignifiantes. Le montant du stock de la dette est considéré comme secret d'Etat. Pour masquer l'ampleur de la crise auprès de l'opinion, les autorités décident de comprimer les importations d'équipements plutôt que celles de consommation. Le résultat en est un

ralentissement marqué des programmes d'investissement et l'aggravation des surcoûts financiers, influençant directement et de façon négative la croissance. L'élément interne de stratégie repose sur l'appel excessif à la monnaie pour combler le déficit budgétaire, ce qui a pour effet mécanique d'alimenter l'inflation et de dégrader le pouvoir d'achat des revenus fixes. Sauf en matière de réduction du taux de change de près de 25% entre 1986 et 1989, le résultat global ne peut être que négatif. Cette même année, le FMI autorise les tirages automatiques et encourage, avec les autorités françaises, les discussions pour la renégociation de la dette.

L'appel massif et incontrôlé aux financements à court terme de l'économie a pour effet de réduire la durée de vie moyenne du stock de la dette, d'alourdir très substantiellement les échéances, d'accroître très fortement le coût du crédit, et, en amenant la fermeture du marché des capitaux à moyen terme, dégrader durablement le niveau de risque pays de l'Algérie.

3.1.1.2 -Transition incertaine

La période de transition démocratique qui succède aux événements d'octobre 1988 coïncide avec des tensions difficilement maîtrisables au niveau des équilibres économiques extérieurs et cette année est caractérisée par un risque très élevé, c'est-à-dire qu'on a obtenu un « **E** » pour cette dernière. Soucieux de calmer autant de revendications sociales, le gouvernement Merbah tente de lever les restrictions sur les importations de biens de consommation et d'inaugurer un programme relais exceptionnel d'investissements sociaux. Ces préoccupations sont cependant contrecarrées par l'affaiblissement du niveau des réserves et la détérioration des équilibres budgétaires. Pour fuir d'inévitables ajustements, la gestion à court terme alors privilégiée se traduit par l'aggravation du déficit et l'abondance de crédit au niveau interne,

La contrainte sur les importations est, néanmoins, minimisée par l'attitude favorable des créditeurs, français notamment, de l'Algérie, ligne de crédit de 7.2 milliards de francs au total et crédit stand-by du FMI en 1989. Ainsi, entre 1988 et 1989, un déficit de 3 milliards de dollars est financé par 600 millions de dollars de tirages sur le FMI, plus de 370 millions de dollars de décaissements multilatéraux et près de 2 milliards de dollars de crédits bilatéraux publics et, pour des volumes équivalents, par des crédits commerciaux privés.

Les importations et les investissements reprennent, mais il faut malgré tout puiser 700 millions de dollars sur des réserves auparavant déjà fortement réduites. Parallèlement, la dette extérieure s'accroît et atteint 30 milliards de dollars à la fin de 1989.

3.1.1.3 - Les circonstances critiques de la transition démocratique

La constitution, en septembre 1989, du gouvernement dirigé par Mouloud Hamrouche permet la mise en oeuvre d'un programme de réformes destiné à assainir les comptes et rompre avec l'économie administrée, en engageant une évolution rapide vers l'économie de marché.

Les conditions socio-politiques limitent notamment les marges de manœuvre. Aux difficultés économiques s'ajoute la montée des revendications sociales, favorisées par la concrétisation de la libéralisation politique et la surenchère des nouveaux partis pour séduire l'opinion dans une période de renouvellement des assemblées. Il n'y a pourtant d'autres options que celle de la rigueur économique et financière à l'intérieur et à l'extérieur. Les économies budgétaires ne pouvant être que limitées au départ, le gouvernement recourt à une mini-réforme fiscale imposant plus fortement les revenus commerciaux et ceux du capital. Ce qui ne manque pas de provoquer une levée de bouclier dans le commerce, l'immobilier et certaines activités industrielles. Les taux d'intérêts négatifs sont relevés, mais surtout la Banque centrale laisse flotter un Dinar surévalué.

Ces mesures permettent au gouvernement, d'une part, de ne pas limiter les importations nécessaires à la production et à l'investissement et, d'autre part, de se procurer transitivement les moyens des ressources budgétaires afin d'améliorer relativement les bas salaires et d'alimenter les fonds de soutien aux petites activités créatrices d'emplois.

La gestion de la dette va s'appuyer sur un train de lois allant de la libéralisation du commerce extérieur jusqu'alors monopole d'Etat, à l'autonomie de la banque centrale. Il s'agit aussi, par des mesures concrètes, de convaincre les partenaires extérieurs de la cohérence d'une démarche d'amélioration du risque-pays. L'approche globale est accompagnée de mesures visant à réduire puis à interrompre les crédits à court terme.

Le recours au rééchelonnement est écarté pour les raisons suivantes :

- Sans la transformation préalable des structures de l'économie, l'aisance financière transitoire procurée par le rééchelonnement de la dette se perd dans les circuits de la gestion bureaucratique ;
- L'annonce du rééchelonnement provoque automatiquement l'assèchement des sources de financement externe et en particulier des crédits à moyen terme pour l'investissement. De plus, le retrait automatique des couvertures de garantie des compagnies d'assurance crédit pénalise directement les investisseurs privés.

L'approche retenue consiste donc à renégocier la dette avec les créanciers principaux sur une base volontaire, aux conditions normales du marché, sans cessation de paiement ni délai préalable. Cette approche, novatrice, approuvée par le FMI est mise en oeuvre. Une série de négociations est lancée avec le consortium des banques créancières dirigées par le Crédit Lyonnais, avec le gouvernement italien et avec les sociétés japonaises de Leasing financier.

En 1990, l'Algérie rentre ainsi dans une période d'instabilité politique accentuée et de campagne électorale permanente. La restructuration de l'environnement juridique et administratif du marché est à peine initiée. La solution adoptée est difficile à gérer. D'un côté, le gouvernement réformateur, nommé en juin 1989, tient à développer un programme de transition vers le marché, allant bien plus loin que les conditionnalités probables du FMI, de l'autre, cet effort ne peut être opposable aux créanciers publics et privés pour obtenir un rééchelonnement conséquent de la dette, du fait des difficultés politiques et managériales de la transition.

3.1.2 – L'économie algérienne pendant les années 90

La guerre du Golfe est l'événement majeur de l'année 1990. Pour l'Algérie, les implications de ce conflit se résument, durant le premier semestre, à la réduction mesurée des crédits extérieurs et l'augmentation des taux d'intérêts bien au-dessus du Libor sur le marché bancaire. Mais l'embellie des prix pétroliers au second semestre nous a permis d'obtenir la note « **B** » pour cette année c'est-à-dire que cette année est caractérisée par un risque faible, et elle a aussi permis d'enregistrer plus de 1 milliard de dollars de recettes imprévues. Le prix moyen du baril pour l'exercice a atteint 24 dollars. Prudent et soucieux d'améliorer son image à l'extérieur, le gouvernement décide de régler près de 600 millions de dollars d'arriérés de paiement et de mettre 300 millions de dollars en réserves. Dans la même optique de détente des marchés, la mise en oeuvre des programmes d'accroissement des exportations de gaz est accélérée. Ces décisions permettent de détendre légèrement les taux d'intérêt et réduit de plus d'un point les primes d'assurance réévaluées depuis 1988.

Au plan externe, les dispositifs économiques et financiers mis en place sont bien accueillis. Les négociations avec le FMI aboutissent à la fin du mois de mai à libérer un crédit et à autoriser le reprofilage (rééchelonnement volontaire hors Clubs de Paris et Londres) de 4 milliards de dollars de dette à échéance 1991 et 1992. Les financements commerciaux français garantis par la COFACE, ceux de la SACE⁽¹⁶⁾ Italienne sont maintenus à des taux avantageux et les garanties de l'ECGD⁽¹⁷⁾

⁽¹⁶⁾ SACE : L' Agence Italienne de Crédit à l'Exportation.

⁽¹⁷⁾ ECGD : Export Credit Guarantee Department

britannique réanimées. Les Etats-Unis portent les accords de financement à 3 ans pour les équipements et augmentent la ligne de crédit des produits alimentaires à 1 milliard de dollars. La Banque Mondiale octroie un crédit de restructuration du système financier de 350 millions de dollars et le FMI un crédit de 400 millions de dollars.

Du côté des entreprises, l'existence d'un Conseil de la monnaie indépendant offrant des garanties solides à la circulation des capitaux productifs, confirme l'assouplissement de la législation en matière d'hydrocarbures en 1989, déclenche l'intérêt des partenaires habituels de l'Algérie. Les entreprises publiques, pour la plupart devenues sociétés par actions, obtiennent une grande facilité pour nouer des relations directes de partenariat en matière de travaux, d'investissements communs et d'ententes commerciales. Les banques européennes, japonaises et américaines se montrent de nouveau disposées à prendre des risques.

Cette politique est poursuivie au cours du premier semestre de 1991 dans un contexte d'approfondissement des tensions entre le gouvernement, l'armée et les différents mouvements politiques encouragés à arriver aux affaires par des compromis qui évitent des élections libres. L'application de la loi sur la monnaie et le crédit, nettement libérale, inscrit dans les faits l'indépendance du système bancaire a réduit fortement l'appel à la monnaie par le Trésor. Les obstacles à la libéralisation du commerce extérieur ainsi que les limitations à l'investissement externe sont levés. Le dinar est dévalué, passant de 12 à 19 dinars pour 1 dollar, et les échanges extérieurs sont à 80 % libérés. Il s'en suit une augmentation de l'inflation de plus de 20 % sur toute l'année. Pour en réduire les effets, le gouvernement développe une politique des revenus sélective, accroissant de 50 % les salaires bas et moyens et multiplie les fonds de crédit bonifié à l'agriculture, la construction, l'habitat et l'emploi des jeunes.

L'excédent de la balance commerciale est ainsi exceptionnellement élevé en 1990 et 1991, atteignant, pour les deux années, 4 milliards de dollars grâce à la bonne tenue des prix du brut mais également aux effets de la dévaluation sur la baisse du volume des importations de 2 milliards de dollars en 1991 par rapport à 1990 d'où l'obtention de la note « **B** » pour ces dernières. La balance courante, chargée par le paiement des intérêts de la dette au niveau de 2,2 milliards de dollars annuellement, accuse un déficit de 6,7 milliards de dollars. Du fait des bonnes dispositions antérieures du FMI en 1991, les institutions financières internationales couvrent un besoin de financement de 1,9 milliard de dollars et les bailleurs de fonds bilatéraux assurent un flux net de 1,2 milliard de dollars. Les résultats des premiers accords de reprofilage avec l'Italie et les réserves, sur accroissement des prix pétroliers, permettent de couvrir la balance et d'accroître les réserves de 1,4 milliard de dollars à fin juin 1991.

Au plan interne, les activités reprennent malgré l'accroissement de la fiscalité. La dévaluation stimule la production industrielle et oriente la demande vers les productions nationales dont les capacités étaient sous utilisées. Le début de la reprise gonfle les portefeuilles d'investissement à un moment où les chambres de commerce sont rendues aux entrepreneurs garantissant la liberté d'importations des équipements et des services.

Le gouvernement obligé de partir en juin 1991, ne peut achever le programme d'assainissement et de relance prévu pour 3 ans.

3.1.2.1 - Le renouvellement : Juin 1991 - Avril 1994

Le gouvernement Ghazali qui succède aux réformateurs en juin 1991 choisit une voie moins claire. Ses attaques contre la politique libérale des réformateurs l'empêchent de continuer le dialogue avec le FMI et les principaux créanciers. De plus, le gouvernement, en s'éloignant de la rigueur budgétaire, replonge l'économie dans les cycles de déficit et de l'inflation. La seconde tranche du " stand-by " est bloquée mais les reprofilages se réalisent, permettant un allègement de la contrainte financière de 4 milliards de dollars entre mi-1992 et mi-1993.

Le gouvernement tient un discours incohérent : ni réformes, ni ajustement, mais ouverture " dirigée ". Dans les faits, cela consiste à la fois à revenir à une gestion administrée et à accorder en contrepartie des privilèges aux investisseurs potentiels nationaux ou étrangers ; ceci n'encourage en réalité que les réseaux de commissionnements. Le second semestre de 1991 est, de ce fait, marqué par le retour à la prudence des banques et compagnies d'assurance-crédit et surtout des organismes multilatéraux. Le crédit à court terme se resserre et les primes sur les transactions commerciales s'élèvent.

La tendance se maintient en s'aggravant tout au long des années 1992 et 1993 d'où le passage de la note « **C** » à la note « **D** », c'est-à-dire de la catégorie risque modéré à la catégorie risque élevé. Bélaid Abdesslam, qui est nommé chef de gouvernement au lendemain de l'assassinat du Président Boudiaf en juin 1992, accentue le repli vers l'économie dirigée. Le gouvernement Abdeslam inaugure ce qu'il appelle " l'économie de guerre " par le retour à l'allocation administrative des ressources, la compression des importations, la reprise du commerce administré ainsi qu'à la centralisation procédurière de l'investissement privé, national ou étranger. L'investissement bousculé par les changements irréguliers de politique économique recule, le laxisme domine dans la gestion du secteur public, couvert par le retour à la tutelle inefficace de l'administration. La production régresse, principalement dans le bâtiment.

La situation de la balance des paiements demeure précaire tout au long de la période d'atermoiement, de fin 1991 au milieu de 1994. Le fait que le tiers de la dette soit libellé en francs et en yens, les importations en monnaies européennes et les exportations en dollar US rend l'Algérie négativement sensible aux fluctuations de taux de change. Dans ces conditions, les banques américaines, japonaises et arabes expriment une franche réticence devant toute nouvelle initiative de financement, alors même que les gouvernements (Ghozali et Abdeslam) qui se succèdent dans la période continuent d'honorer régulièrement les échéances.

Entre 1992 et 1993, le déficit de la balance commerciale baisse sensiblement, de 500 millions de dollars sur les deux années, à la suite de la compression des importations et de la baisse plus que proportionnelle des exportations en valeur en raison de la baisse des prix du pétrole. La balance courante accuse de ce fait un besoin de financement de 2 milliards de dollars de 75 % inférieur à celui des années précédentes.

Dans la même période, les institutions financières multilatérales interrompent leurs contributions arguant de la lenteur des réformes économiques et du retour à la gestion monétaire inflationniste. Les flux deviennent négatifs avec le FMI de près de 500 millions de dollars et de 160 millions de dollars avec l'ensemble des bailleurs de fonds multilatéraux. Les crédits officiels bilatéraux, notamment français, se maintiennent à un niveau proche d'un milliard de dollars dans le souci d'éviter la rupture des contrats d'équipements et de commerce, principalement en direction du secteur pétrolier et des besoins stratégiques des populations. L'équilibre de la balance des paiements n'est obtenu que par les effets des reprofilages italien et du Crédit Lyonnais, à hauteur de 1,8 milliards de dollars sur les deux années.

A la fin de 1993, hormis quelques reliquats de crédit de l'ordre de 400 millions de dollars, il n'existe aucune perspective de crédit à moyen ou long terme, les crédits à court terme se raréfient et atteignent des coûts prohibitifs. Même les contrats liés aux hydrocarbures commencent à accuser d'importants retards de montages de crédits ou d'obtention des garanties nécessaires. Cette situation est aggravée par la dégradation rapide de la situation sécuritaire.

La déprime financière⁽¹⁸⁾ extérieure des années 1992 et 1993 permet toutefois de réduire marginalement (1,5 milliard de dollars) le stock de la dette totale à fin juin 1993. Cependant, le ratio de service de la dette aux recettes d'exportation passe de 66,4 % en 1990 à 82,2 % en 1993. Les prévisions pour 1994 font état d'un taux de 93,5 % rendant la cessation de paiement inévitable.

⁽¹⁸⁾ Selon toujours les données de la Banque d'Algérie et de l'ONS, les détails se trouvent en annexe 6.

En raison de l'abandon du programme de réformes initié en 1990, les deux gouvernements successifs de Ahmed Ghazali (1991/92) et Bélaïd Abdesslem (1992/1994), ayant conduit une politique de plus en plus nette de retour à l'économie administrée des années 1970, aboutissent à des résultats négatifs dans l'ensemble des domaines. La production industrielle, faute d'approvisionnements et du fait des modifications permanentes de l'environnement administratif et réglementaire, accuse des baisses dépassant 50 % dans de nombreuses branches, notamment dans le secteur privé. Les entreprises de production et de sous-traitance sont pratiquement paralysées par l'interventionnisme de l'administration, les retards de paiement au titre des marchés publics et la limitation des programmes d'importation.

Dans le secteur public, l'encadrement débarrassé des pressions des réformes en direction d'une plus grande transparence et d'une évaluation économique plus efficace, retrouve rapidement ses pratiques anciennes d'irresponsabilité. L'allongement des délais de réalisation, la perturbation des programmes, surtout sous l'aspect de remise en cause permanente des délais, amplifient les réticences, déjà grandes, des marchés financiers et des partenaires économiques extérieurs. La conduite de ce type de politique est maintenue contre vents et marées jusqu'à la cessation des paiements à la fin de 1993 sachant que la note relative à cette année est « **D** » c'est-à-dire que le risque est élevé.

3.1.2.2 : L'ajustement structurel

Il ne fait plus l'ombre d'un doute, au début de 1994, que le niveau de la dette extérieure est insupportable au regard des possibilités de financement.

L'année 1994 est celle du changement de cap radical de la politique économique et financière gouvernementale et elle est notée par la pire des notes « **E** » c'est-à-dire que cette année est caractérisée par un risque très élevé. La disparition de toute marge de manœuvre entraîne deux gouvernements successifs, conduits par Rédha Malek et Mokdad Sifi, dont les ministres des finances sont des anciens collaborateurs de la Banque Mondiale, à mettre en œuvre un Programme d'ajustement Structurel (PAS) de quatre années à l'initiative totale du F.M.I.

Un mois après l'accord signé avec le FMI en avril 1994, le Club de Paris met en place un accord de rééchelonnement. Cet accord porte sur 5 milliards de dollars d'échéances dues entre avril 1994 et mars 1995. Cette action, fortement souhaitée par la France, dévalorise aux yeux de la communauté financière internationale les efforts consentis depuis 1989 pour une solution alternative. Une certaine appréhension entoure donc le début des négociations avec le Club de

Londres. La dette commerciale algérienne est détenue pour plus de 57% par les banques japonaises, 11% par les banques françaises, 10% par les banques arabes et, seulement 8,5% par les banques américaines. C'est pourtant la France qui persuade les autres créanciers du " steering committee " de signer un accord couvrant 3,1 milliards de dollars, dont 1,1 milliard de dette anciennement reprofilée en août 1991, à la suite du second accord triennal piloté par le Crédit Lyonnais. Au total, c'est plus de 15 milliards de dollars dette bilatérale et commerciale, échéant entre 1994 et 1997, qui est rééchelonnée.

L'accord signé en mai 1994 avec le FMI conduit les créanciers de l'Algérie, entraînés par la France, à apporter un soutien financier massif et sans réserve au gouvernement algérien. Cet appui inconditionnel libère durablement les autorités d'Alger des préoccupations de balance des paiements et des compromis pour la recherche des crédits.

Pour l'année 1994, le rééchelonnement des échéances de crédits porte sur 4,441 milliards de dollars, dont 450 millions d'intérêts. Le service de la dette passe ainsi de 8,96 à 4,58 milliards de dollars et le ratio de service de la dette aux exportations totales de 93,4 à 47,1%.

L'effet de la réduction du fardeau de la dette est immédiatement perceptible : les importations s'accroissent de 1,1 milliard de dollars, alors que les exportations reculent de 1,4 milliard de dollars, pour atteindre l'équilibre de la balance commerciale. Le déficit de la balance courante (2 milliards de dollars avant rééchelonnement) est assuré sans difficulté par le décaissement de 645 millions de dollars dans le cadre des accords avec le FMI. Ces accords permettent également la reprise des crédits multilatéraux. A cela s'ajoute le résultat net du rééchelonnement de 2,7 milliards de dollars, qui permet également l'accroissement des réserves de 1,1 milliard de dollars. Les problèmes financiers de l'Algérie paraissent définitivement résorbés. D'autant plus que les organismes d'assurance crédit, la COFACE en premier lieu, adoptent une attitude favorable dès le milieu de l'année, freinant les taux et les primes d'assurance pour le porter au niveau plancher normal, accru cependant d'une marge de risques liée aux conditions de sécurité. En dépit de la dévaluation violente (près de 85%) du dinar, portant son niveau de 24,1 à 42,9 dinars pour 1 dollar en 1994, il est attendu, pour les années suivantes, une reprise significative des importations et des investissements d'une manière générale ainsi que l'accélération des programmes en cours.

Dans le domaine des hydrocarbures, cette préoccupation s'avère stratégique pour l'ensemble des partenaires de l'Algérie, FMI et banques créancières, entreprises étrangères engagées ainsi que pour le gouvernement algérien. La garantie de remboursement des échéances de la dette au delà de

la période de grâce, en pleine maturité à partir de 2001, se situe dans l'accroissement de 40 % à 50 % des exportations de pétrole et surtout de gaz. A la fin de 1994, l'accord de rééchelonnement et le programme d'ajustement sont aisément prolongés de trois ans.

3.1.2.3 - L'aisance financière et la dépendance vis-à-vis des hydrocarbures

L'année 1995 s'ouvre ainsi sous des auspices favorables. Les entreprises, tant dans l'investissement qu'en matière de production, reprennent confiance, persuadées que l'aisance financière retrouvée permettra de lever les obstacles à une conduite satisfaisante des chantiers et, surtout, à l'amélioration de leur trésorerie. Ces prévisions s'avèrent d'autant plus fondées que les prix du pétrole recommencent à croître dès le milieu de 1994 pour se stabiliser autour de 17,5 dollars le baril en moyenne au long de l'année. Les importations augmentent de 1 milliard de dollars, moins cependant qu'en 1994. Structurellement, le phénomène est plus préoccupant parce qu'il traduit une dynamique marquée pour les biens de consommation alimentaires et industriels. Si le secteur des hydrocarbures demeure relativement concerné, les équipements industriels et les grands travaux ne font pratiquement pas l'objet d'une attention particulière. La balance commerciale est ainsi positive pour la deuxième année consécutive alors que le déficit des services se creuse, passant de 1,5 à 2,3 milliards de dollars entre 1994 et 1995 sachant que la note relative à cette année est toujours la dernière c'est-à-dire « **E** » et c'est la catégorie de risque très élevé.

En 1997 les prix du pétrole étaient en baisse continue de 24,3 dollars en début d'année à 17,8 dollars le baril au mois de décembre. C'est l'augmentation des quantités exportées de gaz et de pétrole qui a fait que les exportations soient supérieures à leur niveau de 1996 et atteignent 13,2 milliards de dollars. Les importations demeurent comprimées à 9,5 milliards de dollars, confirmant le caractère structurel des faiblesses de l'environnement économique déjà constatées en 1995 et 1996 et sa notation par la catégorie de risque très élevé le confirme. La balance commerciale poursuit ainsi sa tendance de 1996 avec un nouvel excédent de 4 milliards de dollars. De la même manière, la baisse des amortissements du capital de la dette se poursuit. En revanche, le rééchelonnement, dont la dernière année pleine, ne produit plus que 1,4 milliard. Enfin, si la balance courante enregistre le même excédent qu'en 1996, les réserves augmentent encore plus vite, de 2,8 milliards de dollars, emmenant le niveau total des réserves liquides à 8 milliards de dollars.

La position économique extérieure du pays s'améliore très nettement du fait de l'augmentation des prix du pétrole entre 1995 et 1997. Cette hausse, conjuguée aux ressources financières significatives accumulées, permet la constitution d'un niveau de réserves très important et le passage ainsi de la note « **E** » à la note « **A** ». Mais, à l'évidence, l'incohérence de la

gestion économique interne menée par une bureaucratie incompétente ainsi que son corollaire, la systématisation d'une corruption nourrie par la violence, interdisent à la production et l'investissement de tirer profit de l'aisance financière.

De plus, la libération partielle du commerce d'importation, introduite dès 1994 par le PAS a très significativement multiplié le nombre d'importateurs. Concentrés dans l'importation de biens de consommation et de demi-produits, les nouveaux opérateurs couvrent la demande (d'ailleurs fort comprimée) sans restriction.

Au plan politique, l'accord d'ajustement est présenté comme un cas de force majeure, indépendant de la volonté du pouvoir en place. Le débat sur la forme et le contenu de l'accord ne peut, de toutes façons, être envisagé du fait de l'état d'Urgence, de l'impossibilité sécuritaire d'exprimer les revendications sociales. Cet environnement favorise, ce qui se révèle décisif, l'application des mesures de réduction des dépenses. Ces dispositions se traduisent par un programme d'austérité, de compression drastique de la demande intérieure, de baisse notable du pouvoir d'achat des revenus fixes, d'accroissement du chômage et de la pauvreté. De fait, le gouvernement respecte scrupuleusement les conditionnalités posées par le FMI pour garantir la solvabilité extérieure et le remboursement à bonne date des échéances de crédit (dévaluation, restrictions monétaires et de crédit, libération des prix). Mais ce même gouvernement met en avant l'état de guerre discrète pour justifier à l'extérieur l'absence de réformes structurelles internes, politiquement hasardeuses (développement de la concurrence, gestion partenariale contractuelle, mécanismes juridiques de marché, assainissement et ouverture du capital des entreprises publiques..).

Dés la fin de 1995, les prix du pétrole augmentent plus vite que ne l'avaient prévu les créanciers, procurant entre 1995 et fin 1997 plus de 5 milliards de dollars de recettes supplémentaires inattendues. Une légère contrainte financière aurait pu apparaître si la croissance des importations avait repris du fait du glissement des calendriers de l'augmentation en volume des exportations de pétrole et de gaz sur une à deux années. Ce qui est loin d'être le cas ; les réserves se sont accrues et le ratio du service de la dette par rapport aux exportations se retrouve en deçà de 30 % en 1997.

Ces évolutions déterminent un léger infléchissement de la politique de gestion de la dette. Le gouvernement envisage même, un moment, de procéder à des remboursements anticipés limités et ciblés dans l'objectif de mettre progressivement en confiance la communauté financière internationale pour un retour ultérieur sur les marchés. Le risque pays demeurant toutefois trop

élevé pour des raisons politiques, le gouvernement se résout, en compensation, à réduire le stock de la dette bancaire à court terme et à moins utiliser les lignes de crédit garanties.

Le rapport de forces, et les antagonismes, au sein du pouvoir réel rendent cependant problématique la mise en oeuvre de tout programme. Les conflits incessants, toujours renouvelés, entre divers clans politiques et économiques appuyés sur leurs propres réseaux dans l'armée et la police, paralysent toute initiative. Les conflits internes au sommet du pouvoir bloquent tout changement et imposent en permanence l'immobilisme. Il reste que les gouvernements qui se succèdent depuis l'accord d'ajustement d'avril 1994 sont réduits au rôle d'exécutants des programmes édictés par le FMI.

En 1998, la gestion de la dette est de nouveau modifiée sous la pression des prix pétroliers qui chutent brutalement de 30 % entre la fin de l'année et le milieu de 1998 d'où le passage de la note « **A** » en 1997 à la note « **B** » en 1998 c'est-à-dire qu'on est passé du risque très faible au risque faible. La perte en valeur des exportations est de l'ordre de 4 milliards de dollars, auxquels il faudrait ajouter 500 millions de dollars d'augmentation des amortissements des dettes au second semestre de 1998.

Les effets sur les approvisionnements de l'économie risquent de s'avérer pénalisants. La libéralisation des échanges et les restrictions de crédit menées à l'inverse des besoins de l'économie avaient déjà largement restreint l'offre interne et comprimés fortement la demande. La production industrielle a été réduite de plus de 50 % en 5 ans, les importations de biens et services destinées à l'investissement et la production ont reculé en deçà de leur niveau de 1980, ce qui explique le niveau anormalement élevé de réserves improductives de devises. Seules les activités spéculatives du court terme dans le commerce, les services et les transactions monétaires permettent des profits substantiels aux détenteurs de liquidités. Pendant que la Banque d'Algérie offre des taux d'intérêt positifs d'environ 10 % aux placements, le blocage des salaires, les licenciements massifs et l'accroissement du chômage ont pris lieu.

Le secteur des hydrocarbures connaît une embellie qui ne se dément pas depuis 1991 et s'intègre aux marchés internationaux par des concessions avantageuses des financements liés et des associations de production.

3.1.3 - L'embellie financière de l'économie algérienne

L'Algérie n'a jamais été en aussi bonne position, en termes macro-économiques, le secteur des hydrocarbures continue à attirer les capitaux des compagnies pétrolières internationales,

compensant ainsi la pauvreté des investissements locaux et étrangers directs dans d'autres secteurs, sachant que depuis 1999 à nos jours les prix du pétrole n'ont pas cessé d'augmenter et c'est ce qui a fait que les notes obtenues pour toutes cette période sont les meilleures, savoir « A », donc cette période est caractérisée par la catégorie de risque très faible .

➤ **Des réserves de changes du pays de 70,28 milliards de dollars**

Avec 70,28 milliards de dollars de réserves de change, il y a de quoi se satisfaire. Les réserves de changes de l'Algérie représentent près de 3,5 années d'importations. Générées par une conjoncture pétrolière particulièrement favorable ces six dernières années, ces réserves ont augmenté de près de 4 milliards de dollars, en trois mois depuis mai 2006. Autre conséquence directe de la manne pétrolière, un accroissement du montant du Fonds de Régulation des Recettes qui enregistre 30 milliards de dollars, soit 2 700 milliards de dinars contre 1 923 milliards de dinars au cours de l'exercice 2005. L'économie nationale est très vulnérable aux chocs extérieurs vue qu'elle est dépendante du secteur des hydrocarbure donc de la variation des cours du pétrole, et ce dernier constitue un pilier pour la stabilité de la croissance et surtout au profit des générations futures d'autant plus que la réduction de la dette extérieure à été accélérée en 2006 et ne constitue plus une charge". Sachant que l'Algérie a pu terminer le remboursement anticipé de la totalité de sa dette rééchelonnée à la suite de la signature avec la Pologne le 28 novembre 2006 le dernier accord de remboursement par anticipation d'une valeur de 11.18 millions de dollars US. Avant la Pologne l'Algérie avait signé des accords similaires avec d'autres pays créanciers hors Club de Paris et de Londres, notamment l'Arabie Saoudite ; la Turquie ; l'Inde ; la Slovénie et le Portugal. Avec ces créanciers publics membre du Club de Paris, l'Algérie a clos à la date de 15 novembre 2006 tout le processus du remboursement anticipé pour un montant global de 7.75 milliards de dollars. Elle avait également remboursé par anticipation en septembre 2006 sa dette rééchelonnée avec le Club de Londres pour un montant de 800 millions de dollars. Le remboursement anticipé exécuté avec les deux Club avait été précédé en 2004 par le règlement à l'avance de tous les crédits contractés auprès des institutions financières internationales , à savoir : la Banque Mondiale ; le Fonds Monétaire International et la Banque Africaine du Développement, la somme totale de 3.107milliards de dollars. En ajoutant à l'ensemble des ces accords celui de l'annulation de la dette algérienne avec la Russie estimée à 4.737 milliards de dollars. L'Algérie aura donc réglé par anticipation, entre 2004 et 2006, une dette externe de plus de 16 milliards de dollars.

Entre 1985 et 2005 l'Algérie aura versé 117.9 milliards de dollars, dont 84 milliards de dollars au titre du remboursement du principal et 34 milliards de dollars pour les intérêts.

Entre 2000 et jusqu'à la fin août 2006, le Fonds de régulation des recettes a été fortement

mouvementé ; crédité d'un montant total de 4009 milliards de dollars, les retraits effectués pour le remboursement progressif de la dette extérieure publique et commerciale, totalisent les 1303 milliards de dinars, soit un taux de prélèvement de 32,5%. A une question relative à la compensation de la baisse de la fiscalité sur le Trésor, le président de la commission des Finances et du Budget à l'APN a indiqué que cela peut être compensé par la fiscalité pétrolière qui se trouve en nette augmentation passant de 916 milliards de dinars dans la loi de finances complémentaire de 2006 à 975 milliards de dinars en 2007, soit une augmentation de 6,2%, a déclaré le président de la Commission.

Conclusion

Le tableau macro-économique dissimule toutefois une réalité micro-économique bien plus sombre. Contrairement au secteur des hydrocarbures en pleine expansion et qui génère 97 % des recettes des exportations extérieures, l'économie intérieure est en pleine stagnation, sous l'effet d'un manque d'investissements aussi bien dans le secteur privé que dans le secteur public, avec pour résultat un taux de chômage trop élevé. Sous l'influence des plans préconisés par le FMI et la Banque Mondiale, des milliers d'ouvriers ont été licenciés à la suite de la restructuration des industries en vue de leur privatisation. Mais les investisseurs qui ont racheté des usines de l'industrie lourde, peu performantes et tournant à 40 % environ de leurs capacités depuis plus de dix ans sont peu nombreux. Les investissements publics dans le logement, la santé, les infrastructures et les transports ont été négligés en faveur de l'importation de marchandises de base. L'ouverture du marché à de nouveaux investisseurs, qui, en vertu d'accords avec les institutions financières internationales et l'UE, est en cours de préparation dans l'optique d'une libéralisation totale du commerce d'ici 2012, est sévèrement contrôlée.

Chapitre 4 : L'estimation du modèle économétrique

Dans le cadre de l'économétrie un modèle consiste en une présentation formalisée d'un phénomène sous forme d'équation dont les variables sont des grandeurs économiques. Le modèle est un outil que le modélisateur utilise lorsqu'il cherche à comprendre et à expliquer des phénomènes. Pour cela il doit émettre des hypothèses et expliquer des relations.

Le modélisateur a pour but de rendre compréhensible la réalité économique en construisant des maquettes abstraites : rendre claire la réalité économique pour à la fois mieux la comprendre et aussi tenter de l'anticiper.

En économie il existe deux types de modèles : les modèles qualitatifs et les modèles quantitatifs, comme exemple de ce modèle économique qualitatif, on peut citer la « concurrence pure et parfaite » ; C'est un modèle abstrait dont on sait qu'il ne traduit pas la situation réelle. Pour le modèle économique quantitatif, on peut citer le cas de la notation du risque économique qu'on a présenté dans le chapitre précédent, c'est-à-dire, aboutir à des notes par le biais de variables quantifiées dans le temps. Mais le problème qui se pose est de savoir la part de chacune de ces variables dans les notes obtenues.

Un modèle économique comporte trois éléments essentiels : des composantes, des variables et des relations.

- Les composantes peuvent être réparties selon leur nature, leur rôle etc. Il s'agit dans la plupart des cas des différentes catégories d'agents économiques ;
- Les variables qualifiant les composantes sont de deux sortes :
 1. les variables exogènes ou bien les variables explicatives : ce sont des variables indépendantes ;
 2. les variables endogènes ou bien les variables expliquées, ce sont des variables dont les valeurs dépendent des variables exogènes, en d'autres termes ce sont des variables dépendantes.
- Les relations fonctionnelles présentées sous forme graphique ou plus fréquemment sous forme d'équations, peuvent être elles-mêmes économétriques. La relation fonctionnelle joue un rôle important pour spécifier le genre du modèle auquel on a affaire :
 1. les relations sont présentées sous forme d'équations ou sous forme graphique, le modèle est plus au moins formalisé ;

2. les équations utilisées font ou non l'objet d'une estimation statistique à partir de données quantitatives empiriques, ce modèle est économétrique.

1- La démarche économétrique

1. Avant toute mesure, on doit définir ce que l'on veut mesurer.
2. Une fois les variables choisies, on doit préciser les liaisons entre ces variables. On mesurera et estimera à partir des observations les variables et paramètres du modèle.
3. Il est indispensable de tenir compte des intervalles d'erreurs selon la plus au moins grande fiabilité des mesures.

On utilisera des tests statistiques donnant l'intervalle de confiance des résultats. La démarche économétrique recherche le plus souvent des clés pour le futur qu'elles puisent dans le passé.

SECTION I – La présentation du modèle économétrique⁽¹⁾

1- Le modèle de régression simple

Un modèle de régression simple est un modèle de forme générale:

$$\mathbf{Y}_t = \mathbf{a}_0 + \mathbf{a}_1 \mathbf{X}_t + \xi_t$$

Sachant que :

- \mathbf{Y}_t : variable endogène, c'est-à-dire la variable à expliquer ;
- \mathbf{X}_t : la variable exogène, c'est-à-dire la variable explicative ;
- \mathbf{a}_0 : constante;
- \mathbf{a}_1 et \mathbf{a}_0 sont des paramètres du modèle ou alors les coefficients de régression ;
- ξ_t : erreur de spécification du modèle.

On peut distinguer deux sortes de spécifications :

- un modèle en série temporelle, c'est-à-dire que les variables représentent des phénomènes observés à intervalles de temps régulier (exemple : succession de plusieurs années etc.) ;

⁽¹⁾ Régis BORBONNAIS : Econométrie, édition DUNOD, Paris 2002.

- un modèle en coupe instantanés où les variables représentent des phénomènes observés au même temps.

Mais il est extrêmement rare qu'un phénomène économique ou social puisse être expliqué par une seule variable, comme dans notre cas : le risque économique qui est la composante du risque-pays joue le rôle de la variable endogène, il est expliqué par plusieurs variables exogènes, à savoir : le solde budgétaire, le solde courant, la croissance économique, l'inflation et le PIB. Donc on ne doit pas utiliser le modèle de régression simple mais on va faire usage du modèle de régression multiple, c'est-à-dire que la variable endogène est expliquée par plusieurs variables exogènes.

2 - Le modèle de régression multiple

Le modèle linéaire général ou bien le modèle de régression linéaire multiple est une généralisation du modèle de régression simple où le nombre de variables explicatives est supérieur à un. La formulation du modèle de régression multiple est le suivant :

$$Y_t = a_0 + a_1 X_{1t} + a_2 X_{2t} + \dots + a_k X_{kt} + \xi_t \quad \text{pour } t = 1, 2, \dots, n$$

Avec :

- Y_t : variable à expliquer à la date « t » et dans notre cas elle représente le risque économique ;
 - X_{1t} : variable explicative n°1 à la date « t » représentant le solde courant ;
 - X_{2t} : variable explicative n°2 à la date « t » représentant le solde budgétaire ;
 - X_{3t} : variable explicative n°3 à la date « t » représentant l'inflation ;
 - X_{4t} : variable explicative n°4 à la date « t » représentant le PIB ;
 - X_{5t} : variable explicative n°5 à la date « t » représentant la croissance économique ;
 - $a_0 ; a_1 ; a_2 ; a_3 ; a_4 ; a_5$: paramètres du modèle ;
 - n : nombre d'observations et il est égal à « 36 » c'est-à-dire de 1970 à 2006 ;
1. ξ_t : erreur de spécification (différence entre le modèle vraie et le modèle spécifier), le terme ξ_t est inconnu et restera inconnu.

2.1 - La forme matricielle du modèle de régression multiple

Afin d'en alléger l'écriture et de faciliter l'expression de certains résultats, on a habituellement recours aux notations matricielles. En écrivant le modèle, observation par observation, on obtient :

$$Y_{1970} = a_0 + a_1 X_{1,1970} + a_2 X_{2,1970} + a_3 X_{3,1970} + a_4 X_{4,1970} + a_5 X_{5,1970} + \xi_{1970}$$

$$Y_{1971} = a_0 + a_1 X_{1,1971} + a_2 X_{2,1971} + a_3 X_{3,1971} + a_4 X_{4,1971} + a_5 X_{5,1971} + \xi_{1971}$$

.

.

.

$$Y_{1990} = a_0 + a_1 X_{1,1990} + a_2 X_{2,1990} + a_3 X_{3,1990} + a_4 X_{4,1990} + a_5 X_{5,1990} + \xi_{1990}$$

.

.

.

$$Y_{2006} = a_0 + a_1 X_{1,2006} + a_2 X_{2,2006} + a_3 X_{3,2006} + a_4 X_{4,2006} + a_5 X_{5,2006} + \xi_{2006}$$

Ainsi on aura la forme matricielle suivante :

$$\mathbf{Y}_{(36,1)} = \mathbf{X}_{(36,5+1)} \mathbf{a}_{(5+1,1)} + \boldsymbol{\xi}_{(36,1)}$$

$$\mathbf{X} = \begin{pmatrix} 1 & X_{1,1970} & X_{2,1970} & \dots & X_{5,1970} \\ 1 & X_{1,1971} & X_{2,1971} & \dots & X_{5,1971} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \dots & \cdot \\ 1 & X_{1,1990} & X_{2,1990} & \dots & X_{5,1990} \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ \cdot & \cdot & \cdot & \cdot & \cdot \\ 1 & X_{1,2006} & X_{2,2006} & \dots & X_{5,2006} \end{pmatrix}$$

$$Y = \begin{pmatrix} y_{1970} \\ y_{1971} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ y_{1990} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ y_{2006} \end{pmatrix} = a \begin{pmatrix} a_0 \\ a_1 \\ a_2 \\ a_3 \\ a_4 \\ a_5 \end{pmatrix} + \xi = \begin{pmatrix} \xi_{1970} \\ \xi_{1971} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ \xi_{1990} \\ \cdot \\ \cdot \\ \cdot \\ \xi_{2006} \end{pmatrix}$$

On remarque que la première colonne de la matrice X est composée du chiffre « 1 », ce dernier correspond au terme constant « a_0 ».

2.2 – Les hypothèses de la méthode des MCO

2.2.1 - Les hypothèses du modèle

Nous avons dit que le modèle est linéaire par rapport aux paramètres, et nous distinguons deux sortes d'hypothèses : d'un côté on a celle liée à l'erreur ξ_t , c'est-à-dire les hypothèses stochastiques, et de l'autre côté on a les hypothèses structurelles.

2.2.1.1 - Les hypothèses stochastiques

- **la première hypothèse** : les valeurs des variables explicatives X_{i_t} sont non aléatoires, et qu'elles sont observées sans erreurs ;
- **la deuxième hypothèse** : l'espérance mathématique de l'erreur est nulle :

$$E(\xi_t) = 0$$

- **la troisième hypothèse** : la variance de l'erreur est constante quelque soit « t », elle ne dépend pas du temps, c'est l'hypothèse de l'homoscedasticité :

$$E(\xi_t^2) = \sigma_\xi^2$$

- **la quatrième hypothèse** : les erreurs ne sont pas corrélées entre elles,

$$E(\xi_t \cdot \xi_{t'}) = 0 \text{ si } t \neq t'$$

- **cinquième hypothèse** : les erreurs ne sont pas corrélées avec les variables exogènes,

$$\text{COV}(X_{it}, \xi_t) = 0$$

2.2.1.2 - Les hypothèses structurelles

- **La sixième hypothèse** : absence de colinéarité parfaite entre les variables explicatives, cela implique que la matrice $X'X$ est régulière et que la matrice inverse $(X'X)^{-1}$ existe.
- **La septième hypothèse** : la matrice $(X'X/n)$ est une matrice finie et inversible.
- **La huitième hypothèse** : $(n > k+1)$, le nombre d'observations est supérieur au nombre de variables explicatives.

2.3 - L'estimation et les propriétés des estimateurs

2.3.1 - L'estimation des coefficients de régression

On a le modèle sous forme matricielle avec 5 variables explicatives et 36 observations :

$$Y = Xa + \xi$$

Pour estimer le vecteur \mathbf{a} , composé des coefficients $(a_0, a_1, a_2, \dots, a_5)$ nous appliquons la méthode des moindres carrés ordinaire (MCO) qui consiste à minimiser la somme des carrés des erreurs, donc :

$$\text{Minimum} \sum_{t=1}^5 \xi_t^2 = \text{Minimum} \xi' \xi = \text{Minimum} (Y - Xa)' (Y - Xa)$$

Avec ξ' est la transposé du vecteur ξ et aussi $(Y - Xa)'$ est la transposée de $(Y - Xa)$.

Nous avons : $\xi' \xi = (Y - Xa)' (Y - Xa)$

Après dérivation par rapport à « a » et égalisation à zéro, on obtient :

$$\mathbf{X}' \mathbf{X} \mathbf{a} = \mathbf{X}' \mathbf{Y}$$

Il vient :

$$\hat{\mathbf{a}} = (\mathbf{X}' \mathbf{X})^{-1} \mathbf{X}' \mathbf{Y}$$

2.3.2 - Les différentes écritures du modèle

Le modèle de régression multiple peut s'écrire sous deux formes, à savoir :

1) **La première forme** : Le modèle théorique spécifié par un économiste :

$$Y_t = a_0 + a_1 X_{1t} + a_2 X_{2t} + \dots + a_5 X_{5t} + \xi_t$$

2) **La deuxième forme** : le modèle estimé à partir d'un échantillon d'observations :

$$Y_t = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 X_{1t} + \hat{a}_2 X_{2t} + \hat{a}_3 X_{3t} + \hat{a}_4 X_{4t} + \hat{a}_5 X_{5t} + e_t$$

Où e_t est le résidu (connu) existant entre Y_t et \hat{Y}_t :

$$e_t = Y_t - \hat{Y}_t$$

2.3.2 - Les propriétés des estimateurs

- ✓ L'estimateur, $\hat{\mathbf{a}} = (\mathbf{X}'\mathbf{X})^{-1} \mathbf{X}'\mathbf{Y}$, est sans biais, c'est-à-dire qu'il est, en moyenne, sans erreurs :

$$\mathbf{E}(\hat{\mathbf{a}}) = \mathbf{a}$$

- ✓ L'estimateur ($\hat{\mathbf{a}}$) est convergent parce que il est sans biais et il possède une matrice des variances covariances qui tend vers une matrice nulle. On dit qu'il est à variance minimale.

2.4 - L'équation d'analyse de la variance et qualité d'un ajustement

L'équation d'analyse de la variance est la suivante :

$$\sum_{t=1}^n (Y_t - \bar{Y})^2 = \sum_{t=1}^n (\hat{Y}_t - \bar{Y})^2 + \sum_{t=1}^n e_t^2$$

$$\text{SCT} = \text{SCE} + \text{SCR}$$

La variabilité totale est égale à la variabilité expliquée plus la variabilité des Résidus.

Cette équation va nous permettre de juger de la qualité de l'ajustement d'un modèle. En effet, si la variance expliquée est proche de la variance totale l'ajustement global du modèle est meilleur.

2.5 - Le coefficient de détermination

Le coefficient de détermination R^2 mesure la proportion de la variance de Y expliquée par la régression multiple :

$$R^2 = 1 - \frac{\sum_{t=1}^n e_t^2}{\sum_{t=1}^n (y_t - \bar{y})^2}$$

Le coefficient de détermination montre le rôle joué par l'ensemble des variables explicatives sur l'évolution de la variable endogène. La qualité de l'ajustement du modèle est meilleure lorsque le coefficient de détermination se rapproche de « 1 ».

Le coefficient de détermination R^2 ne tient pas compte ni du nombre d'observation « n » ni du nombre de variables explicatives « k », sachant que dans le cas où on rajoute des variables explicatives mais en gardant le même nombre d'observations, cette nouvelle régression aura un coefficient de détermination R^2 supérieure au précédent car la variabilité expliquée par la régression augmente. Donc la qualité de l'ajustement que l'on a de R^2 doit être tempéré par le degré de liberté ($n - k - 1$). Pour cela on doit donc corriger R^2 afin de tenir compte du nombre d'observation « n » et du nombre de variables expliqués « k ».

Le calcul d'un autre R^2 qui est corrigé est noté \bar{R}^2 et il est égale à :

$$\bar{R}^2 = 1 - \left(\frac{(n - 1)}{(n - k - 1)} \right) (1 - R^2)$$

Mais se contenter uniquement de coefficient de détermination R^2 ou \bar{R}^2 pour juger de la qualité d'un modèle pourrait conduire à des erreurs grossières. Il masque, en effet, l'influence des variables exogènes prises séparément sur l'évolution de l'endogène, et ne peut en aucun cas se substituer à l'étude des estimateurs des coefficients du modèle, d'où la nécessité de construire des tests.

2.6 - Les tests statistiques

Il existe deux sortes de tests qui contribuent à l'explication du modèle construit, à savoir : un test de signification globale de la régression qui est celui de *Fisher*, et un test de signification individuelle qui est celui de *Student*.

2.6.1 - Test de *Fisher*

Le test de signification globale de la régression est représenté par le test de *Fisher*, ce dernier a pour objectif de dire si l'ensemble des variables explicatives a une influence sur la variable expliquée. Il a pour objet de répondre à la question :

Existe-t-il au moins une variable explicative qui contribue à l'explication du modèle ?

Ce test d'hypothèse est formulé comme suit :

- **Hypothèse H_0** : ⁽³⁾ $\mathbf{a}_1 = \mathbf{a}_2 = \dots = \mathbf{a}_k = \mathbf{O}$.
- **Hypothèse H_1** : il existe au moins un des coefficients qui est différents de zéro.

La statistique utilisée pour effectuer le test de *Fisher* est la suivante :

$$\mathbf{F}^* = \frac{R^2 / k}{(1 - R^2) / (n - k - 1)}$$

Sous H_0 et si $\xi_t \longrightarrow \mathbf{N}(\mathbf{0}, \sigma^2)$, alors \mathbf{F}^* suit une loi de *Fisher* à $n-k-1$ degré de liberté.

Après le calcul de F^* , appelé F empirique ou bien F calculé, faire la comparaison avec le F tabulé appelé aussi F théorique à « k » et « $n-k-1$ » degré de liberté (les tables se trouvent en annexe07) pour un seuil de signification « α » choisi. Ainsi on aura deux cas :

- F^* calculé $> F(k; n-k-1)(\alpha)$: alors on rejette $H_0 : \mathbf{a}_1 = \mathbf{a}_2 = \dots = \mathbf{a}_k = \mathbf{O}$ et on dira que le modèle est globalement bon ou alors globalement explicatif ;
- F^* calculé $< F(k; n-k-1)(\alpha)$: on accepte Alors $H_0 : \mathbf{a}_1 = \mathbf{a}_2 = \dots = \mathbf{a}_k = \mathbf{O}$ et on dira qu'il n'existe aucune relation linéaire significative entre la variable endogène et les variables exogènes .

2.6.2 - Test de *Student*

Le test de signification individuelle est représenté par le test de *Student*. Ce test est dit individuel parce qu'il s'effectue pour chaque variable explicative par le biais de son coefficient de régression.

Le teste d'hypothèse est le suivant :

- **Hypothèse H_0** : $\mathbf{a}_i = \mathbf{O}$
- **Hypothèse H_1** : $\mathbf{a}_i \neq \mathbf{O}$

⁽³⁾ Nous ne prenons pas en considération le terme constant (a_0) parce que ce qui nous intéresse et les variables explicatives . et dans le cas où c'est uniquement (a_0) qui est significatif ce modèle n'a aucun sens économique

La statistique utilisée pour effectuer le test de *Student* est le ratio de *Student*, il est noté

$$t^*_{\hat{a}_i} = \left| \frac{\hat{a}_i}{\hat{\sigma}_{\hat{a}_i}} \right|$$

Sous l'hypothèse H_0 et si $\xi_t \rightarrow N(0, \sigma_\xi^2)$, $t^*_{\hat{a}_i}$ la loi de *Student* à $(n-k-1)$ degrés de liberté.

La règle de décision est la suivante :

$$\text{Si } t^*_{\hat{a}_i} = \left| \frac{\hat{a}_i}{\hat{\sigma}_{\hat{a}_i}} \right| > t_{n-k-1}(\alpha/2)$$

alors on rejette $H_0 : a_i = 0$, ainsi la variable explicative associée à \mathbf{a}_i est contributive à l'explication du modèle au seuil de signification (α) .

$$\text{Si } t^*_{\hat{a}_i} = \left| \frac{\hat{a}_i}{\hat{\sigma}_{\hat{a}_i}} \right| \leq t_{n-k-1}(\alpha/2)$$

Alors on accepte $H_0 : a_i = 0$, donc la variable exogène associée à \mathbf{a}_i n'est pas contributive à l'explication du modèle.

On peut aussi confirmer les résultats du test en procédant au calcul de l'Intervalle de Confiance du coefficient de régression :

$$IC_{a_i} = \left[\hat{a}_i - \hat{\sigma}_{\hat{a}_i} t_{n-k-1}(\alpha/2) \quad ; \quad \hat{a}_i + \hat{\sigma}_{\hat{a}_i} t_{n-k-1}(\alpha/2) \right]$$

- \hat{a}_i : l'estimateur du coefficient \mathbf{a}_i ;
- $\hat{\sigma}_{\hat{a}_i}$: l'écart type de l'estimateur \hat{a}_i ;
- $t_{n-k-1}(\alpha/2)$: t de *Student* lu dans la table (t tabulé ou théorique).

Après avoir décrit les différentes étapes nécessaires pour la modélisation du risque économique que nous avons noté dans le chapitre précédent, il nous est difficile d'effectuer les

calculs manuellement parce que nous avons cinq variables explicatives ($k = 5$) et trente six observations ($n = 36$). Donc les calculs seront effectués à l'aide d'un logiciel dit *STATISTICA* qui sera présenté dans la section qui va suivre.

SECTION II – La présentation du logiciel de travail *STATISTICA* ⁽⁴⁾

STATISTICA est un système complet et intégré d'analyse des données, de représentation graphique, de gestion de bases de données, et de développement d'applications personnalisées, offrant une large gamme de procédures élémentaires ou avancées pour les sciences, les affaires et les applications industrielles.

1 - Les principales fonctionnalités de *STATISTICA*

1.1 - Fonctions Analytiques

STATISTICA comprend non seulement des procédures généralistes pour les statistiques, les graphiques, et la gestion analytique des données, mais également un ensemble complet de méthodes spécialisées pour l'analyse des données. Tous les outils analytiques des produits de la gamme *STATISTICA* se présentent sous la forme d'un logiciel intégré. Ces outils peuvent être pilotés au travers de diverses interfaces-utilisateur et d'un langage de programmation complet et universel.

1.2 - Fonctionnalités Exclusives

Parmi les fonctionnalités exclusives de la gamme de logiciels *STATISTICA*, on peut citer :

- Le choix et la richesse des procédures analytiques proposées,
- La gamme incomparable, la qualité et les possibilités de personnalisation des graphiques, intégrés de façon automatique à toutes les procédures de calcul,
- L'utilisation d'un grand nombre de nouvelles technologies informatiques de pointe, qui sont l'origine des capacités quasi-illimitées de *STATISTICA*, de ses performances (rapidité, précision), et de ses possibilités étendues de personnalisation,
- Le langage de programmation *STATISTICA* vient d'ajouter plus de 11.000 nouvelles fonctions à la syntaxe standard, et qui en fait l'un des environnements de développement les plus complets actuellement disponibles.

⁽⁴⁾ <http://www.statsoft.com/french/welcome.html>

L'un des principaux atouts des produits de la gamme *STATISTICA*, est la possibilité qu'ils offrent aux utilisateurs, quel que soit leur niveau d'expertise, de configurer *STATISTICA* selon leurs propres préférences. On peut ainsi personnaliser pratiquement tous les aspects de *STATISTICA*, même les procédures les plus élémentaires. La même version de *STATISTICA* peut être utilisée par des analystes, statisticiens, ou développeurs expérimentés qui peuvent intégrer chacune des procédures ultra-optimisées de *STATISTICA* dans des applications spécifiques ou des environnements informatiques, en utilisant toutes les technologies de pointes.

1.3 - La rapidité du logiciel *STATISTICA*

STATISTICA intègre une nouvelle génération d'optimisations qui permettent d'améliorer les performances des analyses en termes de rapidité. Ces optimisations s'avèrent particulièrement utiles lors de l'accès à une base de données et pour l'analyse de grandes quantités d'informations. Les procédures statistiques et graphiques utilisent un certain nombre d'optimisations propriétaires dans *STATISTICA*. C'est la raison pour laquelle *STATISTICA* offre une rapidité, une précision, et un temps de réponse incomparables avec d'autres programmes. L'accès aux données utilise une technologie flexible d'échange permettant à *STATISTICA* de travailler aussi efficacement sur des fichiers de données élémentaires stockés en local.

STATISTICA intègre un système spécifique d'optimisations numériques et une gestion ultra-optimisée de la mémoire qui sont à l'origine de la rapidité exceptionnelle du programme. Le logiciel intègre également un système propriétaire de rafraîchissement à l'écran et de sélection de zones qui permettent d'actualiser, redessiner ou mettre en surbrillance des ensembles complexes d'objets graphiques à une vitesse qui n'est limitée que par les possibilités de l'ordinateur, ce qui permet d'améliorer encore l'efficacité globale du programme.

1.4 - La précision du logiciel *STATISTICA*

Tous les algorithmes de calcul de *STATISTICA* ont naturellement été élaborés pour fournir le maximum de précisions, mais un certain nombre de technologies innovantes (par exemple, le *quadruple précision*) ont également été introduites dans la plupart des moteurs de calcul les plus élémentaires du programme. *STATISTICA* offre donc un niveau de précision incomparable et peut traiter des cas extrêmes de *variances relatives faibles* ou des tests de précision numérique particulièrement exigeants. Grâce aux autres fonctionnalités de *STATISTICA* - formats d'affichage personnalisables et compatibles avec tous les résultats numériques - la présentation des résultats

numériques peut être modifiée de façon interactive, ce qui nous permet de tirer parti de la précision numérique offerte par le programme.

2 - Les principales applications d'analyse des données Statistiques

STATISTICA est donc un logiciel statistique interactif, complet, rapide et efficace grâce à ses langages de programmation. On s'en rendra compte grâce aux nombreux menus, sous-menus et options visibles qu'on essaiera de citer ci-après.

- ✓ *STATISTICA* met à la disposition du public les techniques statistiques les plus essentielles, il a une puissance importante et une facilité d'utilisation de ses fonctions, à savoir :

 [Tous les Outils Graphiques de *STATISTICA*](#)

 [Statistiques Élémentaires](#)

 [Ajustement de Distributions](#)

 [Régression Linéaire Multiple](#)

 [Analyse de Variance](#)

 [Tests Non-Paramétriques](#)

- ✓ *STATISTICA* offre une sélection étendue des outils les plus avancés en matière de modélisation et de prévision actuellement disponibles sur le marché, avec notamment des fonctionnalités de sélection automatique du meilleur modèle et des outils puissants et interactifs de représentation graphique, dont on peut trouver:

 [Modèle Linéaire Général](#)

 [Modèles Linéaires/Non-Linéaires Généralisés](#)

 [Modèles Généraux de Régression](#)

 [Modèles PLS](#)

 [Décomposition de la Variance](#)

 [Analyse de Survie](#)

 [Estimation Non-Linéaire](#)

 [Régression Non-Linéaire Fixe](#)

 [Analyse Log-Linéaire de Tables de Fréquences](#)

 [Séries Chronologiques/Prévisions](#)

 [Modélisation d'Équations Structurelles](#)

- ✓ *STATISTICA* a une large gamme de techniques exploratoires adaptées à divers types de données, avec des outils puissants et interactifs de représentation des données, à savoir :

 [Classifications](#)

 [Analyse Factorielle](#)

 [ACP « à la française »](#)

 [Analyse Canonique](#)

 [Analyse Discriminante](#)

 [Modèles Généraux d'Analyse Discriminante](#)

 [Fiabilité/Analyse d'Échelle](#)

 [Arbres de Décision \(Classification\)](#)

 [Analyse des Correspondances](#)

 [Analyse de Proximité](#)

STATISTICA constitue un outil extrêmement précis et spécialisé permettant d'adapter la taille d'échantillon aux objectifs de nos études. Il a aussi une large gamme d'outils pour analyser tous les aspects des calculs de taille d'échantillons, estimer les intervalles de confiance et conduire des analyses complètes de puissance de tests.

- ✓ *STATISTICA* est un programme complet destiné à mener les analyses de capacité du processus, et autres applications de contrôle ; amélioration de la qualité. comme il offre aussi la gamme la plus riche d'outils de représentation graphique. *Systèmes Entreprise de STATISTICA*.

STATISTICA est alors une solution évolutive destinée à améliorer la gestion des documents stockés en interne ou sur le Web. C'est un système de pointe, ultra-performant, pour la gestion intelligente d'une quantité infinie de données, pouvant être diffusées au quatre coins de la planète.

SECTION III - L'estimation des paramètres du modèle et l'interprétation des résultats

Nous avons déjà dit que notre modèle est formulé comme suit : le risque économique représente la variable endogène (Y_t), alors que l'inflation, la croissance économique, le solde courant, le solde budgétaire et le PIB représentent les variables exogènes (X_i). Donc c'est un modèle de régression multiple puisque le nombre de variables explicatives est supérieur à un, et sa forme générale est la suivante :

$$Y_t = a_0 + a_1 X_{1t} + a_2 X_{2t} + a_3 X_{3t} + a_4 X_{4t} + a_5 X_{5t} + \xi_t$$

$$t = 1970, \dots, 2006 \text{ et } k = 5$$

Après l'analyse des données relatives au risque économique, c'est-à-dire l'analyse de la formule précédente par le logiciel *STATISTICA*, qui consiste à estimer le modèle par la méthode des Moindres Carré Ordinaires (MCO), on a abouti à des résultats dont on essayera de les interpréter.

Le premier élément qu'on doit citer est le coefficient de détermination, parce que nous avons dit que plus il se rapproche de « 1 » meilleur est le modèle, et dans notre cas le \mathbf{R}^2 est égal à « 0.74 », c'est-à-dire que la partie explicative représente 74 % du modèle. Et le \mathbf{R}^2 corrigé que nous avons déjà défini précédemment est égale à **69,58 %**.

1 - Estimation des paramètres du modèle

L'analyse de *STATISTICA* nous a permis d'obtenir les estimations des paramètres du modèle, c'est-à-dire les valeurs de : a_0 ; a_1 ; a_2 ; a_3 ; a_4 et a_5 . Le modèle estimé est :

$$Y_t = 66,052 - 0,083 X_{1t} + 0,795 X_{2t} + 0,033 X_{3t} + 0,126 X_{4t} + 1,339 X_{5t} + e_t$$

2 - Le test de *Fisher*

Le test de *Fisher* est un test de signification globale du modèle. Pour l'effectuer on doit comparer le F^* calculé avec le $F_{(k, n-k-1)}(\alpha)$ tabulé c'est-à-dire lu dans la table de *Fisher* qui se trouve en annexe.

- $F^* = 17,013$
- $F_{(5,30)}(0.05)$ lu dans la table = 2,53

Après comparaison on a constaté que : $F^* > F_{(5,30)}(0.05)$ alors on rejète $H_0 : a_1 = a_2 = \dots = a_5 = 0$ et on accepte H_1 : au moins un paramètre est différent de zéro.

Il existe au moins une variable explicative significative. On dira que le modèle relatif au risque économique est globalement bon.

Mais pour savoir qu'elle est la variable qui apporte plus d'explication au modèle on va passer au test de signification individuelle.

3 – Le test de *Student*

Ce test a pour objectif de donner la part de chaque variable explicative dans l'explication du modèle, en d'autre terme parmi les cinq variables : l'inflation, le solde budgétaire, le solde courant, la croissance économique et le PIB, qu'elles sont celles qui contribuent le plus à l'explication du risque économique ? Et pour répondre à cette question, on doit effectuer le test de *Student* pour chaque variable.

3.1 - La contribution de l'inflation

Pour effectuer le test de *Student* sur l'inflation on doit comparer le ratio de *Student* $t^*_{\hat{a}_1}$ et le $t(\alpha/2)$ tabulé à $(n-k-1)$ d.d.l, lu dans la table de *Student* (voir annexe 08).

- $t^*_{\hat{a}_1} = 0,932$
- $t_{30}(0,025) = 2,042$

$t^*_{\hat{a}_1} < t_{30}(0,025)$ alors on accepte $H_0 : a_1 = 0$, donc l'inflation n'est pas contributive à l'explication du risque économique.

L'Intervalle de Confiance pour le paramètre de l'inflation est le suivant :

$$IC a_1 = [\hat{a}_1 - \hat{\sigma}_{\hat{a}_1} t_{30} (0,025) \quad ; \quad \hat{a}_1 + \hat{\sigma}_{\hat{a}_1} t_{30} (0,025)]$$

$$IC a_1 = [(-0,083) - (0,089) (2,042) \quad ; \quad (-0,083) + (0,089) (2,042)]$$

$$IC a_1 = [-0,264 \quad ; \quad 0,099]$$

D'après les calculs relatifs à l'Intervalle de Confiance, on remarque que $0 \in IC a_1$, ce qui confirme le résultat précédent, c'est-à-dire que a_1 n'est pas significativement différent de zéro.

3.2 - La contribution de la croissance économique

Est ce que la croissance économique est contributive à l'explication du risque économique ? et pour répondre à cette question on doit effectuer le test de *Student*.

$$\triangleright t^*_{\hat{a}_2} = 2,979$$

$$\triangleright t_{30} (0,025) = 2,042$$

$t^*_{\hat{a}_2} > t_{30} (0,025)$: dans ce cas, on rejette $H_0: a_2 = 0$ et on accepte $H_1: a_2 \neq 0$, donc la croissance économique est contributive à l'explication du risque économique.

L'Intervalle de Confiance pour le paramètre de la croissance économique est le suivant :

$$IC a_2 = [\hat{a}_2 - \hat{\sigma}_{\hat{a}_2} t_{30} (0,025) \quad ; \quad \hat{a}_2 + \hat{\sigma}_{\hat{a}_2} t_{30} (0,025)]$$

$$IC a_2 = [(0,795) - (0,267) (2,042) \quad ; \quad (0,795) + (0,267) (2,042)]$$

$$IC a_2 = [0,25 \quad ; \quad 1,34]$$

D'après les calculs relatifs à l'Intervalle de Confiance, on remarque que $0 \notin IC a_2$. Le coefficient a_2 est donc significativement différent de zéro.

3.3 - La contribution du PIB/h

Est ce que le Produit Intérieur Brut par tête est contributif à l'explication du risque économique ? Pour répondre aussi à cette question on va procéder à l'application du test de *Student*.

- $t^*_{\hat{a}_3} = 1,68$
- $t_{30}(0,025) = 2,042$

$t^*_{\hat{a}_3} < t_{30}(0,025)$: donc on accepte $H_0 : a_3 = 0$ et on rejète $H_1 : a_3 \neq 0$, donc le PIB n'est pas contributif à l'explication du risque économique, c'est-à-dire que c'est plutôt sa croissance qui a une part importante dans l'explication du risque économique.

L'Intervalle de Confiance pour le paramètre du PIB/H est le suivant :

$$IC a_3 = [\hat{a}_3 - \hat{\sigma}_{\hat{a}_3} t_{30}(0,025) \quad ; \quad \hat{a}_3 + \hat{\sigma}_{\hat{a}_3} t_{30}(0,025)]$$

$$IC a_3 = [(0,033) - (0,019)(2,042) \quad ; \quad (0,033) + (0,019)(2,042)]$$

$$IC a_3 = [-0,0058 \quad ; \quad 0,072]$$

D'après le calcul de l'Intervalle de Confiance, on remarque que $0 \in IC a_3$. Ce qui confirme le résultat obtenu par le test de *Student*.

3.4 - La contribution du solde budgétaire

Est ce que le solde de la balance budgétaire contribue à l'explication du risque économique ? La réponse à cette question existe. Elle aura lieu après le calcul du ratio *Student* et sa comparaison avec le t théorique.

- $t^*_{\hat{a}_4} = 1,50$
- $t_{30}(0,025) = 2,457$

$t^*_{\hat{a}_4} < t_{30}(0,025)$: donc on accepte $H_0 : a_4 = 0$ et on rejète $H_1 : a_4 \neq 0$, donc le solde de la balance budgétaire n'est pas contributif à l'explication du risque économique.

L'Intervalle de Confiance pour le paramètre du solde de balance budgétaire est le suivant :

$$IC a_4 = [\hat{a}_4 - \hat{\sigma}_{\hat{a}_4} t_{30}(0,025) \quad ; \quad \hat{a}_4 + \hat{\sigma}_{\hat{a}_4} t_{30}(0,025)]$$

$$IC a_4 = [(0,126) - (0,084)(2,457) \quad ; \quad (0,126) + (0,084)(2,457)]$$

$$\text{IC } \mathbf{a}_4 = [- 0,045 \quad ; \quad 0,297]$$

D'après le calcul de l'Intervalle de Confiance, on remarque que $0 \in \text{IC } \mathbf{a}_4$. Le coefficient \mathbf{a}_4 n'est pas significativement différent de zéro.

3.5 - La contribution du solde courant

Est ce que le solde de la balance courante est contributif à l'explication du risque économique ? Et pour répondre à cette question on doit effectuer le teste de *Student*.

$$\triangleright \mathbf{t}^*_{\hat{\mathbf{a}}_5} = 4,42$$

$$\triangleright \mathbf{t}_{30} (0,025) = 2,457$$

$\mathbf{t}^*_{\hat{\mathbf{a}}_5} > \mathbf{t}_{30} (0,025)$: dans ce cas, on rejète $H_0 : \mathbf{a}_5 = 0$ et on accepte $H_1 : \mathbf{a}_5 \neq 0$, donc le solde de la balance courante est contributif à l'explication du risque économique.

L'Intervalle de Confiance pour le paramètre du solde de la balance courante est le suivant :

$$\text{IC } \mathbf{a}_5 = [\hat{\mathbf{a}}_5 - \hat{\sigma}_{\hat{\mathbf{a}}_5} \mathbf{t}_{30} (0,025) \quad ; \quad \hat{\mathbf{a}}_5 + \hat{\sigma}_{\hat{\mathbf{a}}_5} \mathbf{t}_{30} (0,025)]$$

$$\text{IC } \mathbf{a}_5 = [(1,339) - (0,303) (2,042) \quad ; \quad (1,339) + (0,303) (2,042)]$$

$$\text{IC } \mathbf{a}_5 = [0,595 \quad ; \quad 2,083]$$

On constate que $0 \notin \text{IC } \mathbf{a}_5$. Donc \mathbf{a}_5 est significativement différent de zéro, ce qui confirme le résultat obtenu par le test de *Student*.

Conclusion

D'après nos calculs et tests économétriques on a pu constater que la variable risque économique est beaucoup plus influencée par deux variables qui sont la croissance économique et solde courant, c'est-à-dire qu'elles sont les variables clés du risque économique. Cela paraît normal à cause de la réalité de l'économie algérienne. C'est une économie mono exportatrice, donc elle est beaucoup plus sensible à la variation des prix du pétrole, sachant que :

- Si les prix du pétrole augmentent alors les réserves de change augmentent, cela affecte, d'une part, la balance des paiements (plus précisément celle des transactions courantes) et d'autre part la composante économique. En effet cette dernière joue un rôle essentiel parce qu'elle représente l'évolution de la production nationale.
- Et si les prix du pétrole baissent, cela affecte d'une manière inverse ces deux variables.

Les tests nous ont bien montré la part de chacune des variables relatives au risque économique : la croissance économique et le solde courant sont plus contributifs à l'explication du risque économique.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

OUVRAGES

- ARTUS Patrick : *Majeure de sciences économiques*, Ecole Polytechnique, 1999.
- AUBIN Christian et NOREL Philippe : *Economie internationale*, Edition du Seuil, 2000.
- BELLAH Mondher : *Gestion des risques et produits dérivés*, Edition Dunod, Paris, 2003.
- BILLARD Laurence : *Analyse des marchés et des risques-pays et stratégie de développement international de l'entreprise*, Edition OPU, 2006.
- BORBINNAIS Régis : *Econométrie*, Edition Dunod, Paris, 2002.
- BRILLET Jean-Louis : *Modélisation économétrique : principes et techniques*, Edition Economica, Paris, 1994.
- CHAIGNEAU Pascal : *Gestion des risques internationaux*, Edition Economica, Paris, 2001.
- CHESNAIS François : *Les pièges de la finance mondiale*, Edition la découverte et SYROS, 2000.
- COFACE : *Guide du risque-pays 1999*, Edition Dunod, Paris, 1999.
- COFACE : *Guide du risque-pays 2003*, Edition Dunod, Paris, 2003.
- COFACE : *Guide du risque-pays 2004*, Edition Dunod, Paris, 2004.
- COFACE : *Guide du risque-pays 2005*, Edition Dunod, Paris, 2005.
- COFACE : *Guide du risque-pays 2006*, Edition Dunod, Paris, 2006.
- D'ARVISENET Philippe et autres : *Economie internationale*, Edition Dunod, Paris, 1999.
- ETTEMAN David et autres : *Gestion et finance internationale*, Edition Pearson Education France, Paris, 2004.
- FONTAINE Patrice et GRESSE Calole : *Gestion des risques internationaux*, Edition Dalloz, 2003.
- GAFFARD Jean-Luc : *Contrôle des activités bancaires et risques financiers*, Edition Economica, 1998.
- GHERNAOUT Mohamed : *Crises financières et faillite des banques algériennes : du choc pétrolier 1986 à la liquidation des banques El-khalifa et BCIA*, Edition GAL, Alger, 2004.
- HILL Stephen : *Guide d'introduction à la gestion du risque*, University Calgary.
- JURA Michel : *Techniques financières internationales*, Edition Dunod, Paris, 1999.
- KLEIN Jean et MAROIS Bernard : *Gestion et stratégies financières internationales*, Edition Dunod, 1988.

- LINDERT Peter H. et autres : *Economie internationale*, Edition Economica, Paris, 1997.
- MAROIS Bernard et autres : *Le management des risques internationaux*, Edition Economica, Paris, 2001.
- MAROIS Bernard : *Le risque-pays*, Edition PUF collection « Que sais-je ? », 1990.
- MATHIS Jean : *Marchés internationaux de capitaux*, Edition Economica, Paris, 2000.
- MIKDASHI Zuhayr : *La banque à l'ère de la mondialisation*, Edition Economica, Paris, 1998.
- MOREAU Franck : *Comprendre et gérer les risques*, Edition d'organisation, 2002.
- OURGUINAT Henri : *Globalisation et politique économiques*, Edition Economica, Paris, 1999.
- SIMON Yves : *Techniques financières internationales*, Edition Dunod.

ARTICLES ET COMMUNICATIONS

- AKOLI Jérôme et autres : *La gestion du risque-pays liée aux IDE dans les pays en voie de développement*, Mai 2005.
- APOTEKER Thierry : *Banques et risque-pays : Faut-il craindre une nouvelle secousse ?* Juillet 2001.
- APOTEKER Thierry : *Libéralisation financière et politique monétaire, risque-pays et risque de système : L'apport d'un outil de mesure non linéaire appliqué à la Hongrie et la Pologne*, Prague, 1998.
- BORIO Claudio et PACKER Frank : *Risque-pays : évaluation des nouvelles approches*, 2004.
- BOUDJEDRA Faouzi : *L'analyse du risque d'investissement dans les pays en développement*, laboratoire d'économie d'Orléans, 2004.
- BOUDJEDRA Faouzi : *La prise en compte du risque-pays dans le choix d'implantation des IDE dans les pays en développement*, laboratoire d'économie d'Orléans, 2004.
- CERNES Joëlle : *Les instruments de mesure du risque-pays sont-ils fiables ?* Atelier de recherche de l'ESG, Mars 2004.
- CHAKIR Karine : *Les agences de notation, ces acteurs majeurs des marchés financier*, Juillet 2004.
- CHRISTOPH J. Et autres : *Influence des facteurs institutionnels sur l'excès du risque et les ratings de banques dans les pays émergents*, université Strasbourg, Janvier 2004.
- CHRISTOPHE J. et autres : *Etude de la cohérence des ratings de banques avec la probabilité de défaillance bancaire dans les pays émergents*, Mars 2004.

- DAOUD Barkat Daoud : *Mesure réglementaire du risque de crédit, le recours aux agences externes de notation*, Université d'Orléans, Avril 2002.
- FitchRatings : *Impact financier de l'intercommunalité : nouveaux partages des rôles, nouveaux partages des risques ?* Octobre 2002.
- FitchRatings : *Méthodologie de notation des risques souverains*, 2002.
- FOULCHER S. et autres : *La structure par termes des taux de défauts et ratings*, 2004.
- GAUTRIEAUD Stéphanie : *Le risque pays : approche conceptuelle et approche pratique*, Centre d'économie du développement, Université Montesquieu Bordeaux IV, 2002,
- GOYEAU Daniel et autres : *Marchés financier et évaluation du risque bancaire : Les agences de notation contribuent elles à améliorer la discipline du marché ?* Juin 2000.
- GUESSOUM Yasmine : *Evaluation du Risque Pays par les Agences de Rating : Transparence et Convergence des Méthodes*, CEFI, Février 2004.
- GUESSOUM Yasmine : *Typologie des organismes de rating : Mieux comprendre l'origine des évaluations du risque-pays*, CEFI, Septembre 2005.
- HOCHRAICH Diana : *L'économie mondiale sous le signe du risque*, 1998.
- LONGUEVILLE Guy : *Les trois dimensions du risque-pays : leçon des crises mexicaine et thaïlandaise pour le suivie du risque-pays dans les banques*, 1997.
- LONGUEVILLE Guy : *Poursuite de l'amélioration du risque-pays, éventuellement survalorisée par le marché*, Paris, 2005.
- MAROIS Bernard : *L'art de la gestion des risques : la gestion du risque-pays*, les Echos, 2003.
- MAROIS Bernard : *Trente ans d'évolution du risque-pays*, 2001.
- METSCHI Pierre-Xavier : *Survie des co-entreprises d'internationalisation dans les pays émergents – Quel impacte du risque-pays ?* 1996.
- MEUNIER Nicolas : *Une approche du risque-pays : Le rating CDC*, Février 2003.
- Moody's Investor Service : *La notation de la dette : Etat des lieux*, Février 2002.
- Moody's Investor Service : *La notation des souverains*, Mars 1999.
- Moody's Investor Service : *Méthodologie de notation*, Février 2002.
- Moody's Investor Service : *Méthodologie de notation*, Juin 2001.
- NADEEM UL HAQUE et autres : *Agences de notation du risque-pays*, 1997.
- PACKER Frank : *Ecart de notation entre dette souveraine en monnaie nationale et en devise*.
- PEZET Anne : *La gestion du risque dans la décision d'investissement industriel : De la mesure à l'analyse*, Paris, 2000.
- REROLLE Jean-Florent et autres : *Ne tirez pas sur les agences de rating !* Février 2003.

Références bibliographiques

- SIONNEAU Bernard : *Une théorie du risque-pays (I) ; (II)*, Ecole Supérieure du Commerce de Bordeaux, 2001.
- SOLLOGOUB Tania : *Analyse du risque-pays : concepts et outils*, Paris, Octobre 2005.
- Standard & Poor's : *Questions fréquentes : L'avenir de la notation des Etats souverains*, Avril 2004.
- VERON Nicolas : *Cinq questions pour la notation*, 2005.

REVUES

- Banque Magazine, n° 628, Septembre 2001.
- Banque Stratégie, n° 141, Septembre 1997.
- BIM, n° 48, Décembre 1999.
- BNA Finance, n° 5, Juillet/Septembre 2003.
- BNA Finance, n° 6, Octobre/Décembre 2003.
- Finance & Développement, Décembre 1998.
- Finance & Développement, vol 34, Mars 1997.
- Finance & Développement, vol 36, Juin 1999.
- Horizons Bancaires, n° 313, mai 2002.
- MOCI, revue n° 1374, 28 janvier 1999.
- MOCI, revue n° 484,
- Nord Sud Export, revue n° 450, 2002.
- Nord Sud Export, n° 453, Novembre 2002.
- Perspectives Afrique, vol 1, n° 1, Mai 2005.
- Problèmes Economiques, n° 2771, Juillet 2002
- Revue Banque, n° 672, Septembre 2005.
- Revue de l'économiste maghrébin n° 345, Juillet 2003.
- Revue de Presse Thématiques n°13, Février 2001.
- Revue Française de Gestion, n° 133, mars/Avril/Mai 2001.
- Revue Risques n° 61, Janvier/Mars 2005.
- Zones Emergentes, revue n° 5, 1998.

RAPPORTS ET DOCUMENTS DIVERS

- Banque d'Algérie : *Statistiques de la Balance de Paiements de l'Algérie (1999/2004)*, 2006.
- Banque Nationale de Paris (BNP) : *Lettre de la conjoncture*, Mars 1999.
- BNP Paribas : *Etude économique Risque-pays*, Mars 2005.

- Bulletin statistique de la Banque d'Algérie : *Série rétrospective statistiques monétaire et Balance des Paiements*, juin 2006.
- Département des politiques et étude : *Rapport de mission Afrique du Sud, Macroéconomie et risque-pays*, Septembre 2002.
- FMI : Statistiques financières internationales, 1980.
- FMI : Statistiques financières internationales, 1986.
- FMI : Statistiques financières internationales, 1990.
- FMI : Statistiques financières internationales, 1998
- FMI : Statistiques financières internationales, 2000.
- FMI : Statistiques financières internationales, 2004.
- FMI : Statistiques financières internationales, 2006.
- Groupe Agence Française de Développement, *Bibliographie thématique du risque-pays n°7*, Mai 2003.
- Le Monde : Les éclaireurs du risque international, 13 janvier 1998.
- Ministère des Finances (DGEF) : *Agrégats résumés de la sphère réelle (2004/2009)*, Octobre 2006.
- Ministère du commerce : *Situation économique de l'Algérie 2005*, Septembre 2006.
- Rapport annuel 2000/2001 de la commission bancaire (Banque de France), 2001.
- Rapport de l'ambassade de France aux USA, Mars 2005.
- Rapport de l'ambassade de France aux USA, 2003.
- Rapport de l'AMF sur les agences de notation, 2005.
- Rapport de l'AMF sur les agences de notation, 2006.
- Rapport de l'association suisse des banques, Novembre 1997.
- Rapport de l'Autorité de Marché Financier (AMF) sur les agences de notation, 2004.
- Rapport de la BRI, Décembre 2004.
- Rapport de la BRI, Septembre 2003.
- Rapport de la Commission du Commerce International (Chambre de Commerce et Industrie de Paris), Juin 2001.

SITES INTERNET

- <http://www.algeria-watch.org>
- <http://www.beri.com>
- <http://www.cesr-eu.org>
- <http://www.coface.fr>
- <http://www.cofacerating.fr>
- <http://www.desjardins.com/economie>

- <http://www.duke.edu>
- <http://www.eiu.com>
- <http://www.euromoneyplc.com>
- <http://www.fimalac.com>
- <http://www.fitch.fr>
- <http://www.fitchratings.com>
- <http://www.icrgonline.com>
- <http://www.institutionalinvestor.com>
- <http://www.moody.com>
- <http://www.perspaf.org>
- <http://www.prsgroup.com>
- <http://www.prsonline.com>
- <http://www.savoie.cci.fr>
- <http://www.standardandpoors.com/fr>
- <http://www.statsoft.com>
- <http://www.tac-financial.com>

ANNEXE 2 : Les critères de notation de Fitch Rating

1 - Politique et Etat.

- Constitution, système juridique et relations entre les principales institutions ;
- Partis politiques, électoralat, votes et stabilité du soutien électoral, calendrier électoral ;
- Degré de consensus des principaux partis sur la politique économique, pérennité des orientations politiques définies par le gouvernement ;
- Modalités de succession des dirigeants au pouvoir ;
- Programmes de réforme économique ;
- Taille, croissance et importance des forces armées ;
- Principales politiques alternatives proposées par les partis ou les grands groupes sociaux ;
- Cadre juridique régissant la propriété privée et le règlement des contrats ;
- Efficacité du système de recouvrement de l'impôt ;
- Caractéristiques des principaux responsables permanents de la politique économique.

2 - Position internationale

- Objectifs et stratégie de politique étrangère ;
- Appartenance à des organisations internationales, multinationales ou toute zones de libre-échange régionales ;
- Relations avec le **FMI** ;
- Relations avec les pays voisins, avec l'Union Européenne, les Etats-Unis et le Japon ;
- Evaluation des éventuelles menaces terroristes externes et internes.

3 - Facteurs démographiques, structurels et d'éducation

- Taux de croissance démographique, pyramide des âges et ratio de dépendance ;
- Pourcentage de la population urbaine dans la population totale ;
- Indications sur les grandes minorités ethniques, religieuses et linguistiques ;
- Population pouvant accéder à l'éducation secondaire et universitaire, résultats du système éducatif ;
- Niveau de vie (**PIB** par tête), dépenses de consommation par habitant ;
- Distribution des revenus, des richesses et de la propriété foncière ;
- Niveau des infrastructures de transport et des télécommunications et principaux projets ;
- Taux de mortalité infantile, espérance de vie et développement des services de santé ;
- Ampleur des ressources naturelles, notamment des réserves minérales et d'hydrocarbures prouvées.

4 - Analyse du marché de l'emploi

- Taille, développement historique et projections de la population active totale ;
- Répartition de l'emploi (par genre, par durée, par secteur) ;
- Répartition du chômage (par genre, par âge, par région) ;
- Croissance des salaires, écarts du niveau des salaires (entre secteurs public et privé, entre employeurs et employés) ;
- Description des principaux critères de détermination des salaires ;

- Historique des accords salariaux, politiques des revenus influant sur la croissance des salaires ;
- Influence des syndicats dans les entreprises et nombre de journées de travail perdues pour cause de grève.

5 - Structure de la Production et du Commerce

- **PIB** nominal et réel, **PNB** ;
- Composition du **PIB** par secteur ;
- Taux de variation de la productivité ;
- Consommation d'hydrocarbures (% **PIB**) ;
- Part des importations et des exportations (% **PIB**) ;
- Répartition des exportations et importations (par type, par région géographique).

6 - Dynamisme du secteur privé

- Taux de création et de démantèlement d'entreprises ;
- Pourcentage des secteurs soumis à l'économie de marché et le secteur privé, taux de professions libérales ;
- Formation brute de capital fixe dans le secteur des entreprises (% **PIB**) ;
- Taux de rendement des capitaux, stock de capital dans le secteur des entreprises ;
- Encadrement juridique et réglementaire de la libre concurrence ;
- Dépenses en **R&D** des entreprises, innovation et dépôt de brevets ;
- Taille du secteur public soumis à l'économie de marché, projets de privatisation.

7 - Equilibre de l'offre et de la demande

- Offre et demande globales (% **PIB**) ;
- Répartition des exportations et importations de biens et de services ;
- Solde extérieur de biens et services (% **PIB**) ;
- Epargne intérieure brute (% **PIB**) ;
- Dépenses de consommation, dépenses publiques, formation brute de capital fixe ;
- Répartition de l'épargne intérieure brute entre les secteurs des ménages et entreprises (% **PIB**) ;
- Répartition de l'investissement intérieur brut entre les secteurs public et privé (% **PIB**).

8 - Balance des paiements

- Niveau de croissance des exportations et importations de biens et de services, répartition entre monnaies convertibles et non convertibles ;
- Balance commerciale ;
- Balance des services ;
- Transferts publics et privés ;
- Termes de l'échange ;
- Balance des opérations courantes ;
- Flux de capitaux à long terme et à court terme ;
- Atouts comparatifs dans le domaine commercial ;
- Elasticité des revenus et des prix ;
- Opérations de prêt et autres investissements à l'étranger ;

- Indications de sous-facturation des exportations ou de sur-facturation des importations ;
- Variations des réserves.

9 - Analyse des freins à la croissance à moyen terme

- Taux de chômage non accélérateur de l'inflation (**NAIRU**), taux maximum de croissance non inflationniste de l'emploi ;
- Evolution de la croissance du **PIB** (de pic cyclique en pic cyclique et de creux cyclique en creux cyclique) ;
- Indicateur du potentiel de production ou des capacités disponibles provenant d'enquêtes indépendantes ;
- Ampleur de l'écart de production (output gap), différence entre **PIB** et **PIB** potentiel ;
- Croissance du **PIB** justifiée par l'évolution de la productivité.

11 - Politique macroéconomique

- Politique monétaire, stabilité des prix, degré d'indépendance de la banque centrale ;
- Evolution des indicateurs d'inflation ;
- Politique de taux de change et arbitrage des conflits entre objectifs de taux de change et maintien de la stabilité des prix ;
- Taux d'intérêt dans les parties courte et longue de la courbe des taux ;
- Croissance de la masse monétaire (expansion domestique du crédit, vitesse de circulation intérieure) ;
- Politique budgétaire ;
- Niveau de stabilité relative des revenus, répartition par type de fiscalité ;
- Impôts sociaux, charges sociales, incidence sur les couches sociales ;
- Evolution de la dépense publique, remboursement d'intérêts, caractère cyclique des dépenses ;
- Sources de financement et répartition des besoins des administrations publiques, monétaires et non monétaires, intérieures et étrangères.

11 - Commerce et politique en matière d'investissement étranger

- Principales mesures de contrôle des importations (quotas, droits de douane, barrières non tarifaires) ;
- Droits de douane moyens appliqués aux biens manufacturés pondérés par catégorie, degré global de protection effective ;
- Régime d'importations agricoles ;
- Subventions à l'exportation ;
- Politique de libéralisation des échanges ;
- Politique en matière d'investissement étranger, contrôles sur le rapatriement des intérêts, bénéfices, dividendes et produits de désinvestissement ;
- Ecart dans le régime fiscal ou juridique appliqué aux investisseurs étrangers ;
- Stock d'investissement étranger (par type, par pays d'origine, par secteur).

12 - Banque et finance

- Prêts bancaires (par type d'institution, par destination sectorielle) ;
- Besoins de financement récents et prévisionnels des sociétés privées et publiques ;

- Politiques de crédit, opérations d'open-market, réserves minimums, contrôles de crédit, réglementation sur les taux d'intérêt, facilités de réescompte ;
- Principales caractéristiques du système bancaire et de sa réglementation prudentielle ;
- Evaluation des marchés de capitaux domestiques (liquidité, capitalisation du marché boursier et encours obligataires).

13 - Actifs en devises

- Réserves de change de la banque centrale ;
- Ratio réserves / importations ;
- Avoirs de change du système bancaire ;
- Actifs en devises du secteur public ;
- Avoirs du secteur privé non bancaire.

14 - Dette extérieure

- Stratégie d'endettement des autorités, restrictions légales applicables aux emprunts publics, aux swaps de taux et aux autres obligations hors-bilan ;
- Politique de gestion de l'endettement du secteur public hors emprunts souverains par l'Etat ;
- Répartition de la dette extérieure (par emprunteur, par créancier) ;
- Passif extérieur net ;
- Calendrier d'amortissement et composition de la dette brute par monnaie ;
- Composition de la dette ;

Intérêts nets et paiements d'investissements nets.

ANNEXE 3 : Les critères de notation de Moody's

1 - Dynamique Politique et Interaction Sociale

- Flexibilité du pouvoir ;
- Structure légale ;
- Structure politique ;
- Répartition du revenu ;
- Diversité des religions, ethnies, idéologies et langues ;
- Influence des courants politiques ;
- Politique de protection sociale ;
- Mouvements de protestation et de résistance armée ;
- Violation des principes de maintien de l'ordre ;
- Bureaucratie administrative ;
- Influence de la politique sur la gestion économique ;
- Relations politiques et diplomatiques internationales ;
- Réactions antérieures aux tensions politiques ;
- Adéquation du régime politique.

2 - Structure et Performances Économiques

- Produit intérieur brut nominal ;
- Population, son taux de croissance et sa composition suivant les âges ;
- Taux de change ;
- PIB par tête (base parité de pouvoir d'achat) ;
- PIB nominal (monnaie locale) ;
- Taux de variation du **PIB** réel ;
- Taux d'inflation (indice des prix à la consommation) ;
- Taux de chômage ;
- Niveau d'investissement (% **PIB**) ;
- Épargne domestique brute (% **PIB**) ;
- Exportations nominales de biens et services ;
- Importations nominales de biens et services ;
- Exportations réelles de biens et services ;
- Importations réelles de biens et services ;
- Exportations nettes de biens et services (% **PIB**) ;
- Taux d'ouverture de l'économie.

3 - Indicateurs Fiscaux

- Revenu du gouvernement (% **PIB**) ;
- Dépenses publiques (% **PIB**) ;
- Balance des finances publiques (% **PIB**) ;
- Balance primaire (% **PIB**) ;
- Dette du gouvernement / Revenu du gouvernement.

4 - Paiements Externes et Dettes

- Taux de change réel ;
- Coût du facteur travail ;

- Solde courant en devises étrangères ;
- Solde courant (% **PIB**) ;
- Dette en devises étrangères ;
- Position internationale nette d'investissement (% **PIB**) ;
- Réserves officielles de change.

5 - Indicateurs Monétaires, de Vulnérabilité et de Liquidité

- Taux d'intérêt à court terme ;
- Croissance du crédit domestique ;
- Crédit domestique (% PIB) ;
- M2 / Réserves officielles de change ;
- Service de la dette (intérêts et proportion de remboursement du principal) ;
- Dette externe à court terme et à long terme / Réserves officielles de change (indicateur externe de vulnérabilité) ;
- Ratio de liquidité.

ANNEXE 4 : Les critères de notation de S&P

1 - Risque Politique

- Degré de stabilité des institutions politiques ;
- Degré de flexibilité du pouvoir ;
- Processus de succession ;
- Participation démocratique ;
- Forme de gouvernement et adaptabilité des institutions ;
- Caractéristiques majeures des partis politiques ;
- Transparence des décisions concernant les politiques économiques ;
- Risque géopolitique.

2 - Relations Internationales

- Intégration dans les échanges économiques et financiers internationaux ;
- Intensité des relations avec les pays voisins ;
- Sécurité intérieure et extérieure ;
- Degré de consensus sur les objectifs de la politique économique.

3 - Environnement Social

- Niveau de vie ;
- Répartition du revenu ;
- Situation du marché du travail ;
- Caractéristiques culturelles et démographiques ;
- Niveau d'alphabétisation ;
- Niveau d'urbanisation ;
- Discrimination régionale, raciale, religieuses...

4 - Structure Economique et Perspectives de Croissance

- Niveau du PIB ;
- Niveau des exportations ;
- Type de politique économique (économie de marché ou non) ;
- Accès aux ressources et diversification ;
- Niveau et composition de l'épargne et de l'investissement ;
- Taux de croissance économique.

5 - Flexibilité du Système Fiscal

- Solde budgétaire ;
- Revenu et dépenses de l'Etat ;
- Marge de manœuvre de la politique fiscale ;
- Pression des dépenses publiques ;
- Transparence et élaboration dans les temps des budgets.

6 - Flexibilité de la Balance des Paiements

- Impact des politiques monétaires et fiscales sur le compte extérieur ;

- Structure de la balance courante ;
- Composition des flux de capitaux.

7 - Dette Externe et Liquidité

- Niveau et composition de la dette externe ;
- Impacts des politiques fiscales et monétaires sur la dette externe ;
- Poids du secteur bancaire dans les engagements publics ;
- Echéances et charges du service de la dette ;
- Historique du service de la dette et autres actifs publics.

8 - Charges de l'endettement

- Actifs financiers publics ;
- Niveau de la dette publique et des charges de remboursement ;
- Structure et composition des charges en devise ;
- Engagement en termes de retraites.

9 - Stabilité des Prix

- Taux d'inflation ;
- Taux d'intérêt et croissance des crédits ;
- Politique de change ;
- Compatibilité du régime de change et des objectifs de la politique monétaire ;
- Degré d'autonomie de la banque centrale.

ANNEXE 5 : l'ancienne méthodologie de notation de l'ICRG

Facteurs	Points/200	% du total des points
Le risque politique	100	50
Réalisme des prévisions économiques	12	6
Echec de le planification économique	12	6
Qualité de la direction politique	12	6
Conflits extérieurs	10	5
Corruption au sein du gouvernement	6	3
Implication des militaires dans la politique	6	3
Implication des organisations religieuses dans la politique	6	3
La tradition de respect de la loi et l'état de droit	6	3
Tensions nationales et raciales	6	3
Terrorismes politique	6	3
Guerre civile	6	3
Développement des partis politiques	6	3
La qualité de la bureaucratie	6	3
Le risque financier	50	25
Défaut de paiement ou restructuration de prêt	10	5
Paiements retardé des crédits fournisseurs	10	5
Résiliation des contrats par les gouvernements	10	5
Pertes liées au contrôle de changes	10	5
Risque d'expropriation	10	5
Le risque économique	50	25
inflation	10	5
Service de la dette en % des exportations de biens et services	10	5
Ratios de liquidité internationales	5	3
Niveau d'insertion dans le commerce extérieur	5	3
Le solde des paiements courants en % de la valeur des exportations des biens et services	15	6
Indicateur de taux de change parallèle	5	3
Le total des points	200	100

Source : « THE RATING SYSTEME », 1997.

ANNEXE 6

ANNEXE 8 : La table de *Student*

ANNEXE 9 : LISTE DES ABREVIATIONS

- A : Risque très faible.
- ABFF : Accumulation Brut du Fond Fixe.
- ADB : Africain Development Bank.
- AMF : Autorité de Marché Financier
- AMGI : Agence Multilatérale de Garantie des Investissements.
- APN : Assemblée Populaire Nationale
- B : Risque faible.
- BAD : Banque Africaine de Développement.
- BERD : Banque Européenne pour la Reconstruction et le Développement.
- BERI: Business Environment Risk Intelligence.
- BERI: Business Environment Risk Intelligence.
- BFCE : Banque Française du Commerce Extérieur.
- BM : Banque Mondiale.
- BNA : Banque Nationale d'Algérie.
- BNP : Banque Nationale de Paris.
- BRI : Banque des Règlements Internationaux
- BRS: Business Risk Service.
- C : Risque modéré.
- CEFI : Centre d'Economie et de Finances Internationales
- CF : consommation finale.
- CIJ : Cour Internationale de Justice.
- CIRDI : Centre International pour le Règlement des Différents Relatifs aux Investissements.
- COFACE : Compagnie Française de l'Assurance du Commerce Extérieur.
- CR: Composite Risk Rating ou bien Country Risk.
- CRIS : Control Risks Information Services.
- D : Risque élevé.
- DA : Dinars Algérien.
- DDL: Degré De Liberté
- DGEP : Direction Générales des Etudes et Prévisions.
- DT/M : droit et taxe sur les importations.
- E : Risque très élevé.

- EBE : Excédent Brut d'Exploitation.
- ECCR: Euromoney.
- ECGD: Export Credit Guarantee Department.
- EIU: Economic Intelligence Unit.
- ER: Economic Risk Rating.
- ESG: Ecole Supérieure de Gestion.
- FIBOR: Francfort Inter Bank Offered Rate.
- FMI : Fonds Monétaire International.
- FR: Financial Risk Rating.
- GRAI : Garantie de Recouvrement de l'Apport des Investissements.
- IC : Intervalle de Confiance.
- ICRG: International Country Risk Guide.
- IDE : Investissements Directs Etrangers.
- IICR : Institutionnel Investor.
- IINSE : Impôts Indirect Net des Subventions d'Exploitation.
- INSCR: Integrated Network for Societal and Conflict Research.
- IOSCO : International Organization of Securities Commissions O, en français c'est l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV).
- IPC : Indice des Prix à la Consommation
- IPEX : Investissements Porteurs d'Exportations.
- LIBOR: London Inter Bank Offered Rate.
- M : Importations.
- MCO : Moindres Carrées Ordinaires.
- MOCI : Moniteur du Commerce International.
- NAIRU : Taux de chômage non accélérateur de l'inflation.
- NRSRO: Nationally Recognized Statistical Rating Organisation.
- NSE : Nord Sud Export.
- OCDE Organisation de Coopération et de Développement Economique.
- ONS : Office Nationale des Statistiques.
- OPU : Office des Publications Universitaires.
- PAS : Plan d'Ajustement Structurel.
- PIB /H : Produit Intérieur Brut par Habitant.
- PIB : Produit Intérieur Brut.
- PIBOR: Paris Inter Bank Offered Rate.

- PIE : Principaux Indicateurs Economiques.
- PNB : Produit National Brut.
- PR: Political Risk Rating .
- PRS: Political Risk Services.
- PUF : Presses Universitaires de France.
- Qual. : qualitatif.
- Quant. : Quantitatif.
- RS : Rémunération des Salariés.
- S&P: Standard & Poor's.
- SA : Société par Action
- SACE : Agence Italienne de Crédit à l'Exportation.
- SARL: Société A Responsabilité Limité.
- SCOTUS: Supreme Court of the United States.
- SEC: Securitie and Exchange Commission.
- SFAC : Société Française d' Assurance pour Favoriser le Crédit.
- SFI : Société Financière Internationale.
- SNC: Société au Nom Collectif.
- TIBOR: Tokyo Inter Bank Offred Rate.
- TVA : taxe sur la valeur ajoutée.
- UE : Union Européen.
- USA: United States of America.
- VAB : valeur ajoutée brute.
- VAN : Valeur Actuelle Nette.
- VS: Variation des Stocks.
- WEF: World Economic Forum.
- X : Exportations.

ANNEXE 10 : LISTE DES SYMBOLES MATHEMATIQUES

- \bar{X}_j : représente l'espérance mathématique du rendement de l'actif « j »
- α_j : mesure la part de l'actif « j » dans le portefeuille global « p »
- \bar{R}_p : Le rendement d'un portefeuille
- $E(R_p)$: l'espérance mathématique du rendement.
- σ_p : L'écart type (risque lié au portefeuille)
- PV_J : La valeur actuelle d'un flux de revenus futurs.
- $E(F_t)$: La valeur espérée des revenus futurs à la date « t ».
- i_t : le taux d'actualisation.
- α_t : C'est la prime du risque.
- \sum : Somme.
- R_0 : le coût du capital de l'investisseur.
- a_0 : une constante.
- Y_t : la variable expliquée (endogène), elle désigne la fonction et X_i les variables.
- \hat{Y}_t : la variable expliquée estimée(risque économique).
- X_{1t} : variable explicative n°1 à la date « t » représentant le solde courant.
- X_{2t} : variable explicative n°2 à la date « t » représentant le solde budgétaire.
- X_{3t} : variable explicative n°3 à la date « t » représentant l'inflation.
- X_{4t} : variable explicative n°4 à la date « t » représentant le PIB.;
- X_{5t} : variable explicative n°5 à la date « t » représentant la croissance économique.
- $a_0; a_1; a_2; a_3; a_4; a_5$: paramètres du modèle;
- \hat{a}_i : paramètre estimé de variable explicative X_i .
- n : nombre d'observations et il est égal à « 36 », de 1970 à 2006 .
- k : nombre de variables explicatives.
- ξ_t : erreur de spécification

- $\hat{\mathbf{e}}_t$: l'erreur estimée
- \mathbf{X} (36, 5+1) : la matrice des variables explicatives
- \mathbf{X}^{\prime} : c'est la transposée de la matrice des variables explicatives
- $\mathbf{X}^{\prime} \mathbf{X}$: la matrice des produits croisés des variables explicatives
- $(\mathbf{X}^{\prime} \mathbf{X})^{-1}$: la matrice inverse de celles des produits croisés des variables explicatives
- $\boldsymbol{\xi}$ (36, 1) : le vecteur des résidus
- $\boldsymbol{\xi}^{\prime}$: c'est la transposé du vecteur $\boldsymbol{\xi}$ (36, 1)
- $E(\boldsymbol{\xi}_t)$: l'espérance mathématique de l'erreur
- σ_{ξ}^2 : la variance de l'erreur
- R^2 : Le coefficient de détermination
- $\overline{R^2}$: Le coefficient de détermination corrigé
- $(n - k - 1)$: nombre de degrés de liberté
- α : seuil de signification
- F^* : F empirique ou bien F calculé de *Fisher*
- $F(k; n-k-1)(\alpha)$: F tabulé de *Fisher* appelé aussi F théorique à « k » et « n-k-1 » degrés de liberté.
- $t_{\hat{a}_i}^*$: La statistique ou ratio de *Student*
- $t_{n-k-1}(\alpha/2)$: le t tabulé ou théorique de *Student* à (n-k-1) degrés de liberté avec une marge d'erreur $\alpha = 5\%$ c'est le seuil de risque ou de signification de première espèce.
- $\hat{\sigma}_{\hat{a}_i}$: l'erreur type du paramètre \hat{a}_i
- IC_{a_i} : l'intervalle de confiance du paramètre a_i
- H_0, H_1, \dots, H_i : les hypothèses du modèle

ANNEXE 11 : LISTE DES TABLEAUX

- TABLEAU 1 : Les types de risque couverts par la COFACE
- TABLEAU 2 : Taille, rayon d'action et structure de propriété des principales agences de notation
- TABLEAU n° 3 : Nature, types et sources des critères utilisés dans le rating du risque-pays
- TABLEAU n° 4: les principales composantes de critères utilisés dans le rating du risque-pays
- TABLEAU n° 5 : Les familles de critères de notation de Fitch
- TABLEAU n° 6 : Les familles des critères de notation de Moody's
- TABLEAU n° 7 : Les familles de critères de notation de S&P
- TABLEAU n° 8 :_Système de notes des agences : *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Fitch*
- TABLEAU n° 9 : L'interprétation des échelles employés par *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Fitch*
- TABLEAU n°10 : La composition des 6 zones géographiques
- TABLEAU n°11 : contenu et pondération des catégories de rating ICRG 10
- TABLEAU n° 12 : La composition du risque économique
- TABLEAU n°13 : la composition du risque financier
- TABLEAU n° 14 : Stabilité du taux de change
- TABLEAU N° 15 : La composition du risque politique
- TABLEAU n° 16 : les catégories du risque du rating ICRG
- TABLEAU n° 17 : L'évolution du PIB et du PIB/tête en Algérie
- TABLEAU n°18 : L'évolution de la croissance économique
- TABLEAU n° 19 : L'évolution de l'indice des prix et de l'inflation
- TABLEAU n° 20 : L'évolution du solde budgétaire en DA constant et du solde budgétaire en pourcentage du PIB
- TABLEAU n° 21 : L'évolution du solde courant et du solde courant en pourcentage du PIB
- TABLEAU n° 22 : Le tableau synthétique des indicateurs économiques
- TABLEAU n°22 : Le tableau des pondérations des critères économiques
- TABLEAU n° 23 : Le tableau représentatif des indicateurs économiques ainsi que de leurs pondérations
- TABLEAU n° 24 : Le tableau des niveaux de risque

- TABLEAU n° 25 : Tableau synthétique des notes relatives aux 36 ans

ANNEXE 10 : LISTE DES FIGURES

- FIGURE n° 1 : Le diagramme en bande pour l'évolution du PIB en \$ constant en Algérie
- FIGURE n° 2 : La courbe représentative de l'évolution du PIB/ tête en DA constant
- FIGURE n° 3 : Le diagramme en bâton pour l'évolution de la croissance
- FIGURE n° 4 : Le diagramme en bâton de l'évolution de l'inflation
- FIGURE n° 5 : Le diagramme en bandes pour l'évolution du solde budgétaire en DA constant
- FIGURE n° 6 : Le diagramme en bandes pour l'évolution du solde courant

ANNEXE 11 : LISTE DES SCHEMAS

- Schéma n° 1 : Le déroulement d'une opération de forfaitage
- Schéma n° 2 : Résumé de la démarche méthodologique de l'ICRG
- Schéma n° 3 : Schéma représentatif des balances partielles de la balance des paiements