



# RISQUE PAYS : L'EUROPE DE L'EST EST-ELLE SPÉCIFIQUE ?

PIERRE LAURENT \*  
NICOLAS MEUNIER \*\*

L'adhésion à l'Union européenne (UE) de huit pays de l'Est est désormais chose acquise. Avec la fin des incertitudes qui duraient sur ce sujet depuis plusieurs années, les primes de risques exigées par les marchés pour ces pays ont atteint des niveaux extrêmement bas, tombant, dans certains cas, en-dessous de celles de l'Italie ou de l'Espagne pendant leur période de convergence (1993-1999).

Ces pays, encore pauvres et toujours classés dans la catégorie des « émergents » malgré leur renouveau industriel, semblent donc bénéficier, aux yeux des investisseurs, d'un traitement favorable en termes de risque pays. Quelles sont les spécificités de la zone qui expliquent des niveaux de perception de risque aussi bas ?

Outre une histoire antérieure distincte des autres pays émergents (la transition) et certaines particularités (pays souvent petits et à structures socio-économiques de type occidental), l'Europe de l'Est<sup>1</sup> doit sa spécificité - en termes de risque pays - au processus d'adhésion à l'Union européenne (UE) engagé depuis la chute du mur. Aujourd'hui, nous montrons qu'il n'existe plus, pour cette région, d'inquiétudes concernant le défaut sur la dette publique, ni de craintes majeures sur l'environnement institutionnel, mais que demeure un risque de crise économique qu'il serait dangereux de négliger. Ce dernier, paradoxalement, est lié au processus de convergence financière imposé pour rejoindre l'UE, processus qui reste difficilement compatible avec un nécessaire rattrapage en termes de croissance et de pouvoir d'achat.

\* CDC Ixis, Service des études économiques et financières et professeur associé à l'Université Paris XIII-Villetaneuse.

\*\* CDC Ixis, Service des études économiques et financières.

*LE CONCEPT DE RISQUE PAYS*

Toute activité visant à obtenir une rémunération comporte un risque - qui se traduit très concrètement par la possibilité de non obtention des revenus escomptés. Cette possibilité est, au-delà du risque lié à l'opération elle-même, forcément dépendante de sa localisation géographique. Le risque pays concerne précisément l'ensemble des acteurs économiques qui vont opérer - au sens le plus large - en-dehors de leur territoire national<sup>2</sup>. Selon Marois (1990), ce type de risque se concrétise lors de la matérialisation d'un sinistre, résultant du contexte économique et politique d'un État étranger.

Deux grands types, très différents, d'acteurs privés sont concernés par le risque pays : les investisseurs financiers, par le biais de l'achat de titres ou de participations locales (obligations, actions, financement de projets...) ; et les entreprises qui vont développer leur activité (industrielle ou de services) à l'étranger. Ils sont très différents de par le risque qu'ils prennent : les premiers risquent une variation du revenu financier attendu, les seconds peuvent échouer dans une opération éventuellement incluse dans un processus industriel.

En conséquence, l'approche pour analyser ce risque est forcément différente selon les cas. Pour les premiers, les investisseurs financiers, la réponse se fait le plus souvent en termes d'analyse crédit ou de *rating*: on note la qualité de l'émetteur (État, entreprise, banque...) dans son environnement économique, politique et social. Pour les seconds, les entrepreneurs délocalisés ou les exportateurs, la réponse est souvent fonction du risque auquel ils sont le plus sensible (risques juridiques, commercial...), analyses souvent fournies par des assureurs à l'exportation ou des banques qui tiennent, là encore, compte du contexte global dans lequel se tient l'activité.

L'analyse du risque sera donc différente selon les cas, puisque les faiblesses ou les forces à souligner ne seront pas les mêmes. Mais l'investisseur, quel qu'il soit, a besoin *in fine* d'une quantification puisqu'il met en regard du risque le rendement espéré. Ainsi, la quantification du risque pays n'a de sens que rattachée à une opération, et un même pays peut se voir attribuer plusieurs notations du risque, et plusieurs couples « rendement-risque ».

Pour autant, l'exercice consistant à expliciter les problèmes éventuels liés au pays destinataire de l'investissement, il est nécessaire de baser l'analyse sur les fondamentaux (économiques, politiques et sociaux...) du pays. On peut tirer de ces fondamentaux une note globale qui résume, avant de distinguer les types d'opérations, le niveau de risque pays<sup>3</sup>.

Ce risque pays global, expliqué par les fondamentaux, peut se manifester de plusieurs manières.



1- Les risques institutionnels (politiques, juridiques, sociaux...) qui peuvent bouleverser les équilibres et les relations sociales, affecter les mécanismes concurrentiels, nuire au climat des affaires. Les investisseurs seront particulièrement sensibles, par exemple, au risque de non transfert, au non respect des droits de propriété, à l'impossibilité de régler objectivement les litiges et d'obtenir réparation...

2- Le risque de défaut sur la dette publique (externe comme interne), qui pèse sur l'ensemble des prêteurs : organismes multilatéraux, États, banques, investisseurs privés. Ce risque de faillite de l'État peut avoir des conséquences macroéconomiques importantes, perturber le fonctionnement global du pays.

3- Le risque de crise économique grave - au sens large - peut aussi se ranger dans la catégorie du risque pays, dans la mesure où il touche l'ensemble des acteurs. Outre une forte récession de l'activité, un pays peut être frappé par une crise bancaire, une crise de change, ou encore caractérisé par une instabilité de ses variables économiques telles que l'inflation, les taux d'intérêt...

4- Notons enfin qu'un pays peut être soumis à un risque systémique, c'est-à-dire être affecté, dans un des domaines précédemment mentionnés, mais pour des raisons qui lui sont exogènes. Notons, par exemple, des mouvements des prix mondiaux (en particulier des matières premières) auxquels certains pays sont très sensibles en temps qu'offres ou demandeurs, une crise régionale ou dans un des pays voisins peut conduire à la faillite (par exemple, le défaut de l'Uruguay en 2003 est une conséquence directe de la faillite de l'État argentin).

### *LE RISQUE DE QUELS PAYS ?*

Le risque pays concerne essentiellement les pays les moins avancés jusqu'aux pays qualifiés d'émergents. Nous définirons ces derniers comme des pays qui présentent de fortes potentialités de croissance et qui, au-delà de leur ouverture économique et commerciale, ont basé leur développement sur l'ouverture de leurs marchés financiers. Ces pays ont donc vocation à attirer les capitaux internationaux (investissements directs étrangers, flux de portefeuille...). Ils recouvrent assez largement, dans leur dimension politique, les pays ayant mis en place un processus de démocratisation, et venant de régimes post-militaires (Amérique Latine, Turquie) ou post-coloniaux (Asie, Afrique) (Auzouy, 2002).

Les pays d'Europe de l'Est appartiennent, encore aujourd'hui, à cette catégorie de pays émergents, mais ils y occupent une place particulière. Ils ont en effet en commun d'avoir vécu deux processus exceptionnels, celui de la transition et celui de la convergence. La



transition, même si le terme est extrêmement délicat à définir, désigne - sur le plan écono-mique - la transformation d'une économie de type centralement planifiée (où les décisions de production étaient issues du centre après remontée des informations sur les besoins et les capacités) en une économie de marché (dans laquelle les décisions sont issues des informations contenues dans les prix). La convergence, au sens où nous l'employons ici, recouvre les évolutions liées au processus d'adhésion à l'UE : aussi bien à l'initiative de l'Europe, que propre à chaque pays, les pays de l'Est candidats à l'UE ont tout fait pour adapter leur économie aux exigences des différents traités européens. C'est à l'aune de cette double expérience que doivent s'analyser les huit pays en accession (qui seront membres au printemps 2004) ainsi que les deux pays encore candidats.

En reprenant la typologie en quatre grands types de manifestations, les pays de l'Est, de par leur histoire, ont vu s'atténuer deux risques : les risques politico-juridiques et les risques systémiques.

#### *LES RISQUES POLITICO-JURIDIQUES ET LES RISQUES SYSTÉMIQUES*

Le risque originel, en risque pays, est celui lié à l'environnement institutionnel : le cas le plus évident est la non reconnaissance, lors d'un changement de régime, des engagements pris par le précédent. Les emprunts russes (ceux de 1917 !) en sont un cas d'école, mais il existe bien des grades possibles entre le refus pur et simple d'honorer une créance et la simple difficulté à renouveler ses contacts au sein d'une administration, voire d'une entreprise. On classera également dans ce groupe les problèmes liés au cadre administratif ou judiciaire.

Les pays de l'Est, engagés depuis une petite décennie dans le processus long et difficile d'« adoption de l'acquis » ont transformé extrêmement vite leurs structures institutionnelles. En entrant dans l'UE au printemps 2004, les pays auront des structures aptes à appliquer les lois et règlements communautaires. Il s'ensuit logiquement que ce type de risque est devenu très faible. Il existe, bien sûr : d'abord parce qu'il y a encore des différences entre pays membres (et même à l'intérieur des pays, selon les régions) ; ensuite parce que, dans le cas des nouveaux entrants, tout le travail de mise aux normes n'est pas fini. Sur ce sujet, le processus mis en place à Copenhague en 1993, celui par lequel Bruxelles acceptait de se lancer dans l'élargissement à condition que les pays candidats décalquent institutionnellement et politiquement le fonctionnement de l'UE, ce processus a, en grande partie, atteint son objectif : le risque institutionnel dans les pays de l'Est n'est aujourd'hui que marginalement supérieur à celui existant dans les pays déjà membres de l'UE.



Un autre risque a, lui aussi, presque disparu à l'Est : le risque systémique propre aux pays émergents. Sur le plan financier, les portefeuilles d'investisseurs sont souvent « benchmarkés » sur des indices, tel l'EMBI Global<sup>4</sup>, dans lequel on trouve des pays de niveaux de risques très hétérogènes. Lorsque les investisseurs cherchent à modifier la part des actifs risqués, ils ont tendance à amalgamer l'ensemble de la classe d'actifs émergents, provoquant des phénomènes de contagion financière. De plus en plus dépendants de l'UE (croissance, change, politique monétaire), et non des autres pays émergents, les pays de l'Est ne craignent plus que marginalement ce type de contagion en provenance d'une région moins développée. Le tournant s'est fait très rapidement : en 1999 encore, certaines pressions sur le zloty étaient expliquées - au moins selon certains analystes - par les attaques sur le real brésilien. Aujourd'hui, il serait peu vraisemblable de lire une mise en avant sur ce genre de lien.

Néanmoins, des mécanismes de transmission de crise demeurent, par le biais des échanges commerciaux notamment : si une crise grave survenait en Russie, les pays de l'Est seraient certainement affectés dans la mesure où ils perdraient un important débouché pour certains produits - notamment agricoles. Les variables financières seraient donc affectées. Mais ce genre de phénomène de contagion n'est pas du même ordre, et des pays d'Europe de l'Ouest (Allemagne en premier lieu) seraient également affectés par une crise en Russie. Pour le risque systémique, les pays de l'Est ont, une fois encore, une position bien proche de celle des pays de l'Ouest, un peu plus fragile certes, notamment parce que de petite taille financière, mais bien loin de celle des autres pays émergents.

Ces deux types de risques se sont donc rapprochés de ceux existant dans l'UE, au point de ne plus ressembler aux risques traditionnels des pays émergents. Quant au risque de défaut, on pourrait également avancer qu'il a évolué. Mais il convient de séparer dette externe et dette interne.

### *RISQUE DE DÉFAUT ET CONVERGENCE FINANCIÈRE*

Le risque de défaut sur la dette publique est certainement une des manifestations la plus spectaculaire du risque pays à cause de ses conséquences possibles sur l'économie d'un pays donné. Un tel événement est généralement dévastateur pour le système bancaire, le climat des affaires, la confiance des agents - aussi bien résidents que non résidents -, peut aller de pair avec une récession, une crise de change, une crise politique... (Laurent et Meunier, 2002). Tous les prêteurs sont directement concernés par la capacité d'un État à rembourser sa dette,

selon deux logiques très différentes : soit la dette est contractée en monnaies fortes (dette externe), soit elle est contractée en monnaie locale (dette interne).

### *Dette externe : risques limités*

Trois pays de l'Est ont eu recours à une restructuration de leur dette externe dans un mécanisme de type Brady<sup>5</sup> : la Bulgarie, la Pologne et la Slovaquie<sup>6</sup>. Aujourd'hui, pour les huit pays qui vont entrer dans l'UE, seule la Pologne possède encore des titres Brady (la majeure partie de ces titres ayant cependant été déjà remboursée). La dette externe souveraine, indépendamment de celle due aux organisations internationales (FMI, Banque mondiale...), se présente sous la forme d'obligations internationales classiques.

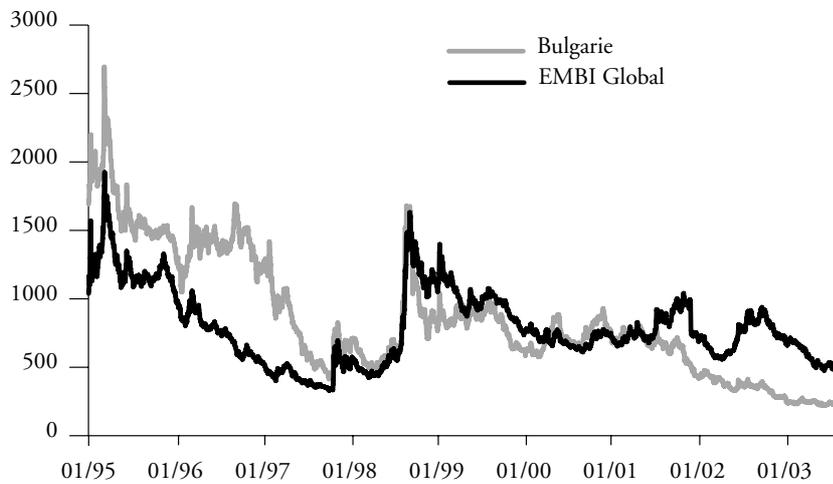
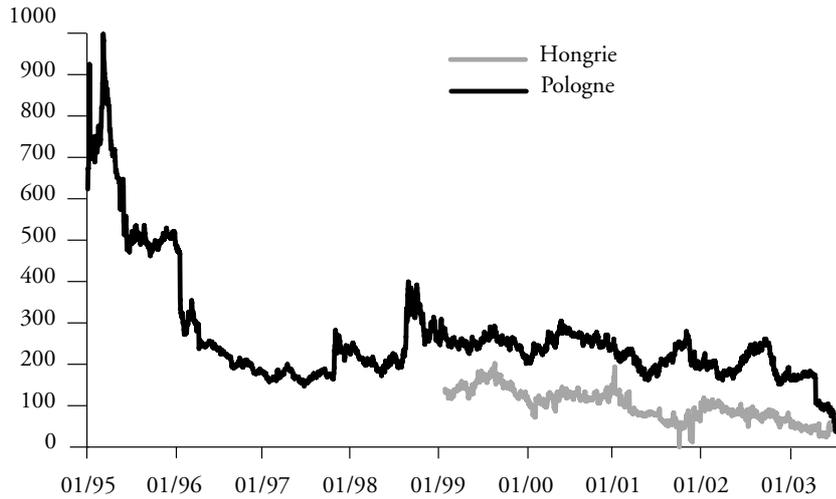
Depuis ces dernières années, le niveau de risque apparaît très faible sur la dette externe (Laurent, 1999). Actuellement, les *spreads*<sup>7</sup> des pays possédant de la dette en dollar sont inférieurs à 100 points de base. Pour la Hongrie et la Pologne, par exemple, les niveaux actuels sont respectivement de 38 et 47 points de base (graphique n°1). La réussite du processus référendaire d'adhésion des pays à l'UE, en mai-juin 2003, a quasiment supprimé les faibles niveaux de prime de risque encore existants. Même, la Bulgarie, simple candidate à l'UE, possède encore un spread d'environ 240 points de base, mais néanmoins en-dessous de la moyenne du marché de la dette émergente mesurée par l'EMBI Global<sup>8</sup> (graphique n° 1bis).

Mesurés par les *ratings* d'agence, les risques de défaut sur la dette souveraine externe apparaissent, là encore, limités. Sept pays sur les huit qui vont entrer dans l'UE sont notés au moins « A » par l'agence spécialisée Moody's.

Ceci s'explique par plusieurs facteurs :

- les niveaux d'endettement public externe des pays de l'Est candidats sont faibles relativement au PIB (légèrement supérieur à 10 % en moyenne), ce qui n'entraîne pas de problème d'insoutenabilité des paiements en cas de problème conjoncturel. Cela s'explique par le modèle de la transition à l'Est (Kolodko, 1992) qui a été marqué par un mouvement très fort de désengagement de l'Etat (dérégulation, privatisation) qui, à la différence de l'Amérique, n'a pas été générateur de dette publique (tableau n°1) ;
- par ailleurs, grâce au développement des marchés locaux - sur lequel nous reviendrons -, la source de financement pour les gouvernements des pays de l'Est a rapidement été possible en interne. De fait, l'émission de nouvelles obligations en devises fortes a été essentiellement dicté par un besoin de refinancement, et non par un besoin d'accroissement de l'endettement ou de réduction des déficits ;

**Graphiques n°1 et 1bis**  
**Spreads souverains sur la dette en dollar et indice EMBI Global**  
 (en points de base sur US Tsy)



Sources : CDC Ixis et JP Morgan

- en termes de risques, les pays de l'Est ont, de plus, bénéficié d'une perception particulière de la part des opérateurs de marché. Impliqués très tôt dans un processus de convergence destiné à les faire entrer dans l'UE - et à terme, dans l'UEM - ces pays ont toujours été considérés comme plus sûrs par les marchés. Le processus de convergence a, d'un côté, donné une trajectoire de long terme au développement écono-

mique des pays et, d'un autre, généré un léger aléa moral (en cas de problème passager, les pays seront soutenus par l'UE). Cet environnement financier favorable a limité l'ampleur des chocs qui ont touché les autres pays émergents.

**Tableau n°1**  
**Indicateurs économiques et financiers**

	Dette publique sur PIB 2002	Dette publique externe sur PIB 2002	Dette publique interne sur PIB 2002	Inflation (1)	Solde budgétaire en % du PIB 2002	Taux d'intérêt à 3 mois (2)	Dette à long terme (2)	PIB par hab. en 2002 (3)	PIB PPA par hab. en 2002 (3)
Bulgarie	70 %	64 %	6 %	2,0 %	-0,7 %	2,5 %	Peu développée (10 ans à 6,2 %)	2040	7560
Hongrie	54 %	7,8 %	46 %	4,7 %	-8,7 %	9,7 %	Développée (10 ans à 7,2 %)	6535	13400
Pologne	46 %	13,7 %	32 %	0,8 %	-5,3 %	6,5 %	Développée (10 ans à 5,6 %)	4951	9900
Rep. Tchèque	19 %	2,0 %	17 %	-0,1 %	-3,8 %	1,9 %	Développée (10 ans à 4,2 %)	6810	15100
Slovaquie	37 %	10,0 %	27 %	8,7 %	-4,5 %	6,1 %	Inexistante	4405	12000
Slovénie	nd	13,0 %	nd	6,0 %	-3,0 %	7,0 %	Peu développée	11130	14110
Roumanie	25 %	21,0 %	4 %	15,0 %	-2,7 %	18,0 %	Inexistante	2110	6900
Turquie	98 %	44,0 %	54 %	27,4 %	-14,1 %	30,8 %	Inexistante	2600	5700
Zone euro	70 %	6,7 %*	63 %*	1,9 %	-2,4 %	2,1 %	Développée (10 ans à 4,2 %)	21230	25310

(1) Données juillet 2003

(2) Données août 2003

(3) Données 2002

\* La dette totale est celle des administrations publiques. La part de dette externe est calculée à partir de la dette de l'État central uniquement.

Sources : EIU, IIF, CDC Ixis.

### *Dette interne : convergence et crédibilité*

La faiblesse du risque sur la dette externe s'expliquerait-il par un déplacement vers celui d'un défaut sur la dette interne ? La réponse est négative. L'existence même d'une dette interne à long terme traduit la capacité du pays à mobiliser son épargne domestique et reflète ainsi la confiance de la population dans son système bancaire et ses pouvoirs publics. Plus précisément, le fait qu'un investisseur accepte de prêter à l'État en monnaie locale et à long terme témoigne du fait qu'il croit en la maîtrise de l'inflation (et donc à l'efficacité de la politique monétaire) mais aussi en la maîtrise des dépenses publiques et en l'absence de

recours à la création de monnaie pour combler les déficits budgétaires. En clair, cela signifie que les autorités monétaires sont crédibles, ce qui n'est possible que si l'environnement macroéconomique apparaît stabilisé. Ceci n'est pas encore le cas de la Turquie, par exemple, qui reste un pays très volatil sur le plan économique et financier et n'a pas la capacité d'emprunter à long terme en monnaie locale.

Or, le processus de convergence et d'adhésion des pays de l'Est a certainement joué un rôle déterminant dans l'acquisition de cette crédibilité et a donc modifié la nature du risque pays pour ces émetteurs souverains. Le mécanisme en jeu est auto-réalisateur : c'est grâce au processus de convergence et d'adhésion que l'acquisition de la crédibilité est possible aussi rapidement ; c'est par le renforcement de la crédibilité que se fait la stabilisation des variables financières. L'obligation de respecter les critères financiers génère une moindre variabilité des variables économiques et donc une moindre vulnérabilité aux crises.

Relativement aux autres pays émergents, l'adhésion (ou la perspective d'adhésion) à l'UE est un facteur de réduction de l'incertitude sur le long terme et favorise les investissements étrangers.

Dans ce cadre, le risque de défaut sur la dette souveraine interne apparaît lui-même limité, et ce, d'autant plus que les niveaux d'endettement des pays candidats restent raisonnables (tableau n° 1).

Toutefois, relativement à la dette des pays de la zone euro, celle des pays de l'Est présente un risque de marché beaucoup plus important. Le nécessaire rattrapage en termes de croissance, la maîtrise des dépenses publiques, la convergence financière imposée (taux d'intérêt, inflation) et l'obligation de respecter les règles du mécanisme de change européen (MCE 2) sont des critères difficiles à concilier. Même si les taux de change réels sont globalement conformes aux fondamentaux de ces économies (Artus et Ricoeur, 1998 ; Coudert et Couharde, 2002), le risque d'un réajustement important n'est pas à exclure.

Une illustration des plus significatives de la modification de la nature des risques avec la perspective d'entrée dans l'UE, a été le comportement d'une des deux principales agences de notation (Moody's) en novembre 2002. Avant même la tenue du Conseil de Copenhague de décembre 2002, qui a précisé les modalités du processus d'élargissement (à cette occasion, il fut promis aux deux pays candidats non retenus, la Bulgarie et la Roumanie, que leur cas serait examiné en 2007), Moody's a relevé de 2 à 3 crans les notes de la dette externe des huit pays candidats<sup>9</sup>. Cet *upgrade*, intervenu alors que rien n'avait explicitement changé pour les pays, souligne la modification de perception des risques par les acteurs internationaux alors même que, d'une part, l'entrée dans l'UE ne garantit pas qu'un pays ne fera pas défaut sur sa dette publique ; et que,



d'autre part, aucun mécanisme explicite de garantie entre les dettes souveraines n'existe entre les pays de l'UE.

### *À L'EST, LA TRANSITION N'EST PAS FINIE*

Dans les mois à venir, les pays de l'Est vont supporter tous les risques liés à leur statut de nouvel accédant à l'UE : la volonté de conduire des politiques économiques orientées par le Traité de Maastricht va se heurter à la réalité économique de pays encore pauvres et pour lesquels les réformes sont loin d'être terminées (Landesman et Richter, 2003).

Car les pays de l'Est sont très loin des niveaux de vie, mais aussi des niveaux de productivité des pays de l'Ouest. Leurs soldes extérieurs sont nettement déficitaires, ce qui témoigne de leur faible compétitivité, mais également de leur volonté d'importation, à la fois pour améliorer leur appareil productif et - surtout - pour consommer. Malgré cela, les pays sont encore très pauvres. Les huit pays de l'Est qui vont entrer dans l'UE produisent chaque année l'équivalent du PIB des Pays-Bas, pour une population équivalente à celle de l'Allemagne (Meunier, 2003) !

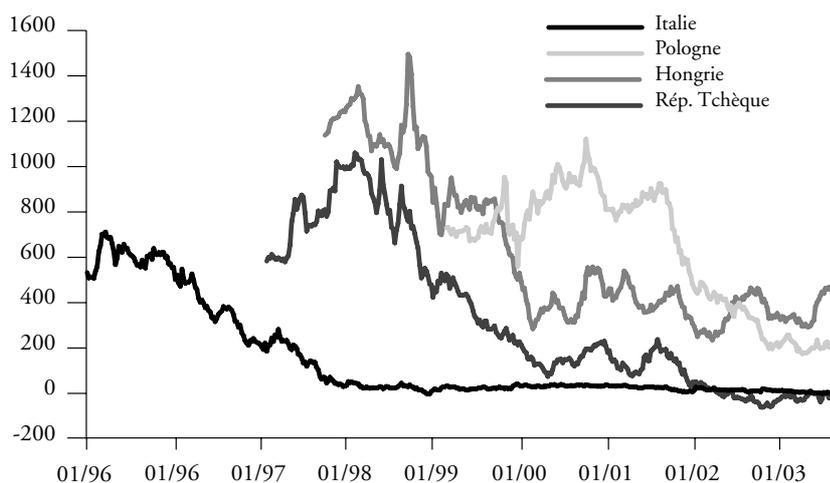
Le PIB par habitant des huit pays entrants ressort ainsi entre 3 500 et 5 000 dollars (sauf la Slovaquie qui affiche 11 000 dollars, tandis que la République Tchèque et la Hongrie sont presque à 7 000), quand l'Europe de l'Ouest est à plus de 20 000. Les nouveaux pays auront donc un niveau de vie inférieur des trois-quarts à celui de la moyenne de l'UE à 15.

Comment, dans ces conditions, adhérer sereinement à l'euro ? Le Traité de Maastricht impose des critères précis. Il demande à la fois un déficit budgétaire à moins de 3 % du PIB, une dette publique limitée (ou s'approchant) de 60 % du PIB, une inflation contenue (inférieure à 1,5 % de plus que les trois meilleurs taux d'inflation de la zone), mais aussi des taux d'intérêts proches (au maximum 2 % au-dessus des taux d'intérêt des pays ayant l'inflation la plus basse) et une participation pendant deux ans à un mécanisme de change qui restreint les dévaluations.

La problématique est donc posée : alors que les politiques restrictives sont maintenant bien engagées et la convergence financière visible (graphique n°2), il faut poursuivre l'effort visant à augmenter les niveaux de vie par rapport aux pays de l'Ouest. Cela exclut une inflation élevée, qui aurait pourtant permis un rattrapage de pouvoir d'achat si la devise était restée stable (appréciation du change réel, donc du pouvoir d'achat en monnaie mondiale). Si la hausse des prix doit être limitée, il faut maintenir des taux d'intérêt relativement élevés afin d'éviter une dépréciation de la devise (qui importerait de l'inflation). Les taux élevés risquent de déséquilibrer les flux de capitaux, de plus en plus portés sur

les placements de court terme, fragilisant donc les pays récepteurs. Mais surtout, ils vont à l'encontre de la volonté de rattrapage qui est, depuis dix ans, l'objectif fondateur des bouleversements vécus par les pays de l'Est. Baisser les taux d'intérêt comporte bien évidemment le risque majeur de faire déraiper le change. Même si les pays sont relativement peu endettés en devise étrangère, ce sont en général les entreprises les plus dynamiques qui le sont, et une dépréciation brutale du change, donc un renchérissement du service de la dette, mettrait inévitablement à mal le dynamisme du pays concerné. Une baisse progressive des taux qui permettrait d'éviter cet écueil comporte un autre risque : les investissements, rassurés par la désinflation, affluent, ce qui crée une pression à la hausse sur la devise qui pénalise le secteur productif.

**Graphique n°2**  
**Taux d'intérêt à trois mois**



Source : Bloomberg

Face à ces questions, la convergence financière n'a-t-elle pas été engagée trop tôt relativement à celle des pays du sud de l'Europe, tels que l'Italie (graphique n°2) ? L'épisode désagréable qu'a vécu la Hongrie au premier semestre 2003 en est, peut-être, la première illustration. Malgré un déficit budgétaire abyssal (presque 9 % du PIB) et une désinflation moins marquée que celle de ses voisins directs, le pays rassurait : le cours du forint hongrois, encadré dans une bande de fluctuation large, a menacé de sortir « par le haut ». Les autorités ont alors baissé rapidement les taux d'intérêt et décalé le cours pivot (dans le but d'obtenir un forint moins fort). Le retournement des analyses a été



brutal et la Banque centrale a dû augmenter les taux d'intérêt au printemps pour éviter une dépréciation trop rapide du forint.

La difficulté de mener à bien à la fois le rattrapage des niveaux de vie (sans grever la productivité des entreprises) et la politique de désinflation sans dérapage budgétaire que réclame le Traité de Maastricht va faire peser une incertitude forte sur les pays de l'Est, d'autant plus forte qu'ils affichent leur volonté de rentrer rapidement dans la zone euro. Les investisseurs pourront également être inquiets de la popularité d'une telle ambition au sein de populations qui ont déjà supporté d'importants coûts sociaux dans le cadre de la transition, puis de l'entrée dans l'Union européenne. Les restructurations liées à l'entrée dans l'UE n'étant pas terminées (secteurs agricoles, sidérurgiques...), il reste encore des réformes douloureuses. Dans ce cadre, ce que des pays déjà riches ont tout juste toléré de vivre au moment de l'adoption de l'euro va-t-il être accepté par des pays plus pauvres et qui ont mis dans leur rapprochement avec l'Ouest les espoirs d'augmentation de niveau de vie de toute une génération ?

12

Ainsi, le processus de convergence a permis aux pays de l'Est de gommer la plupart des risques pays traditionnels. Le risque institutionnel est négligeable, comme le risque systémique de contagion financière par une crise dans un autre émergent. Le risque de défaut sur la dette a disparu à court - moyen terme. Mais les pays de l'Est ne peuvent pas être analysés comme les pays ayant précédemment vécu cette convergence financière, ne serait-ce que parce que leur convergence réelle n'est pas terminée, comme en témoignent les écarts de niveau de vie.

Dans les mois et les années qui suivront leur adhésion à l'UE au printemps 2004, les pays de l'Est vont être confrontés à un vrai risque : tentés d'accéder au plus vite à la zone euro, ils vont devoir mener une politique économique particulièrement délicate et, en tout état de cause, contradictoire avec l'objectif de rattrapage de niveau de vie qui est au centre des bouleversements qu'ils ont vécu depuis quinze ans. De son côté, confrontée à une hétérogénéité croissante de ses membres, l'UE devra savoir revoir son fonctionnement. Car le scénario du pire est possible - une remise en cause radicale des objectifs d'intégration à l'Europe, qui se traduirait par une désaffection immédiate des investisseurs alors que les pays ont basé leur reconstruction sur l'appel aux capitaux étrangers. Il peut, bien sûr, être évité, mais il faut attendre les volatilités - de taux et de change - inévitables au fur et à mesure des évolutions de cette quadrature.

## NOTES

1. Par convention, on acceptera dans ce texte l'appellation générique « Europe de l'Est » ou « PECO » pour parler des dix pays de l'Est de l'Europe candidats à l'Union européenne. Cela regroupe les huit pays « en accession », c'est-à-dire ceux dont l'entrée est prévue au printemps 2004 (Estonie, Hongrie, Lituanie, Lettonie, Pologne, République Tchèque, Slovaquie et Slovénie) et les deux pays pour lesquels l'examen de la candidature est repoussé en 2006 (Bulgarie et Roumanie).
2. Voir par exemple, Bouchet *et al.* (2003) pour une approche plus complète de la notion de risque pays.
3. C'est, par exemple, l'objectif du rating CDC, construit pour refléter la santé macro-financière des pays émergents (voir le mensuel CDC Ixis, *Risques Émergents*).
4. L'indice EMBI Global (Emerging Markets Bond Index) en dollars est souvent retenu comme référence pour la dette obligataire souveraine externe des pays émergents. Il possède la plus grosse capitalisation (215 Md\$ en décembre 2002) des indices de référence disponibles élaborés par JP Morgan (EMBI, EMBI+, EMBI Global diversifié...). Actuellement, l'EMBI Global inclut 31 pays, dont le poids est fonction de la capitalisation obligataire, et possède des titres souverains et quasi-souverains.
5. Initiés par le Secrétaire du Trésor américain Nicholas Brady, en 1989, ces titres sont issus de restructurations de prêts bancaires en défaut au cours de la décennie 1980. Les obligations de type Brady peuvent être collatéralisées (généralement par des T-Bonds américains). Ces titres marqueront le début du marché de la dette obligataire souveraine en devise, qui, de confidentiel, va devenir un des principaux moyens de financement des pays émergents (Laurent *et al.*, 1999).
6. Ainsi, toujours à l'Est, que la Croatie et la Macédoine.
7. Les *spreads* sont calculés par interpolation linéaire du taux actuariel de l'obligation souveraine du pays émergent en dollar et des titres T-Bonds américains (considérés comme sans risque) de maturités comparables. Ces *spreads* mesurent la prime de risque exigée par les opérateurs de marché pour se porter sur le titre risqué plutôt que sur le titre sans risque.
8. L'indice EMBI Global est donné ici en *spread* contre US Tsy.
9. Mentionnant le processus « virtuellement irréversible » d'intégration financière des pays devant rejoindre l'UE, Moody' a déclaré : « Cette intégration significative réduit le risque de crise de change qui pourrait conduire à une interruption asymétrique du service de la dette externe par des émetteurs domiciliés dans le pays ». L'Estonie, la Lettonie, la Lituanie, la République Tchèque et la Slovaquie ont été *up-gradés* de 3 crans ; la Hongrie, la Pologne et la Slovénie de 2 crans le 12 novembre 2002.

## BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P., RICCEUR N., (1998), « Quel système de change entre les pays d'Europe Centrale et la zone d'Union monétaire ? », *Revue Économique*, vol. 50, n°6.
- AUZOUY B., (2002), « Le risque politique : une composante du risque pays », *Lettre Économique de la CDC*, n°139, avril.
- BOUCHET M., CLARK E., GROSLAMBERT B., (2003), « Country risk assessment - A Guide to Global Investment Strategy », Wiley Finance Series, England.
- COUDERT V., COUHARDE C., (2002), « Exchange Rate Regimes and Sustainable Parities for CEECs in the Run-up to EMU Membership », Document de Travail, CEPII, n°2002-15, décembre.
- CEC5, (2002), « Stability and Structure of Financial Systems in CEC5 », document for the CEC5 Governors meeting in mid-may 2002, May.
- KOLODKO G., (1992), « Stabilisation, récessions, et croissance dans les économies post-socialistes », *Économie prospective internationale* n° 51, 3<sup>e</sup> trimestre.



LAURENT P. (1999) N°99-01 - 25 août 1999 : « Les pays émergents confrontés aux crises : analyse des risques euro-obligataires », *Études Émergentes*, Caisse des Dépôts et Consignations, n°1-99, août

LAURENT P., MEUNIER N., (2002), « Une approche du traitement des créances souveraines », *Revue Banque Stratégie*, n°1999, décembre.

LAURENT P., MEUNIER N., RICCEUR N., (1999), « Dette souveraine émergente : le financement par le marché a-t-il de l'avenir ? », *Revue Zones Emergentes*, CDC, n°6, juin.

LANDESMAN M., RICHTER S., (2003), « Consequences of EU Accession : Economics effects on CEECs », *Research Reports of the WIIW*, n°299, August.

MAROIS B., (1990), *Le risque-pays*, Collection « Que sais-je ? », PUF, 1990.

MAROIS B. (2001) « Trente ans d'évolution du risque-pays », *Revue Française de Gestion*, mars-avril-mai 2001, n° 133, pp. 61-66.

MEUNIER N. (2003) « Les PECO et l'euro : hâtez-vous lentement », *Revue Sociétal* n° 41, 3<sup>e</sup> trimestre.

