

Conférence

Mercredi 11 janvier 2017- Paris

PEUT-ON, DOIT-ON, COMMENT MESURER LES RISQUES PAYS ?

Jean-Louis TERRIER
CREDIT RISK INTERNATIONAL (France)



PEUT-ON, DOIT-ON, COMMENT MESURER LES RISQUES PAYS ?

1 – Ne pas se tromper de définition

La matérialisation du risque pays implique le gel d'un actif à l'étranger

De quoi parle-t-on ? Risques politiques, faits du prince, risques souverains ?

2 – Ne pas se tromper d'interprétation

Un rating souverain est une opinion qualifiée résultant d'une comparaison

Ce n'est pas un calcul de probabilité, encore moins une prédiction. C'est donc l'usage qu'en font les marchés et les régulateurs qui est condamnable...

3 – Ne pas se tromper de risques

Le périmètre des risques IDE dépasse largement celui des risques souverains

L'analyse des risques IDE réclame une approche directe et de «stress testing»

PEUT-ON, DOIT-ON, COMMENT MESURER LES RISQUES PAYS ?

1 – Ne pas se tromper de définition

La matérialisation du risque pays implique le gel d'un actif à l'étranger

De quoi parle-t-on ? Risques politiques, faits du prince, risques souverains ?

3

Credit Risk International – 11 janvier 2017

A l'origine, le Risque Pays caractérise trois types de "risk events":

1- Risque de non transfert, quand la Banque centrale d'un pays ne parvient pas à transformer sa propre monnaie nationale dans une des devises fortes dans lesquelles le pays est facturé (US\$, £, €, SF, Yen...)

2- Confiscation (expropriation, nationalisation...) quand le "pays hôte" porte atteinte au droit de propriété d'un investisseur étranger. Mais un exportateur peut également connaître une "**répudiation de contrat**" tandis qu'une entreprise contractante peut être victime d'un "**appel abusif de caution**" par exemple. Ce risque de confiscation s'entend par extension aux "risques réglementaires" pouvant conduire à un processus "**d'expropriation rampante**"...

3- Non paiement d'un acheteur public: quand un Etat étranger (ou l'une de ses entreprises) ne paye pas ses factures (ou ne rembourse pas ses dettes) soit par incapacité de le faire, soit par volonté de ne pas payer...

4

Credit Risk International – 11 janvier 2017

Le terme générique de « *Risque Pays* » reçoit trois appellations différentes dans trois métiers différents :

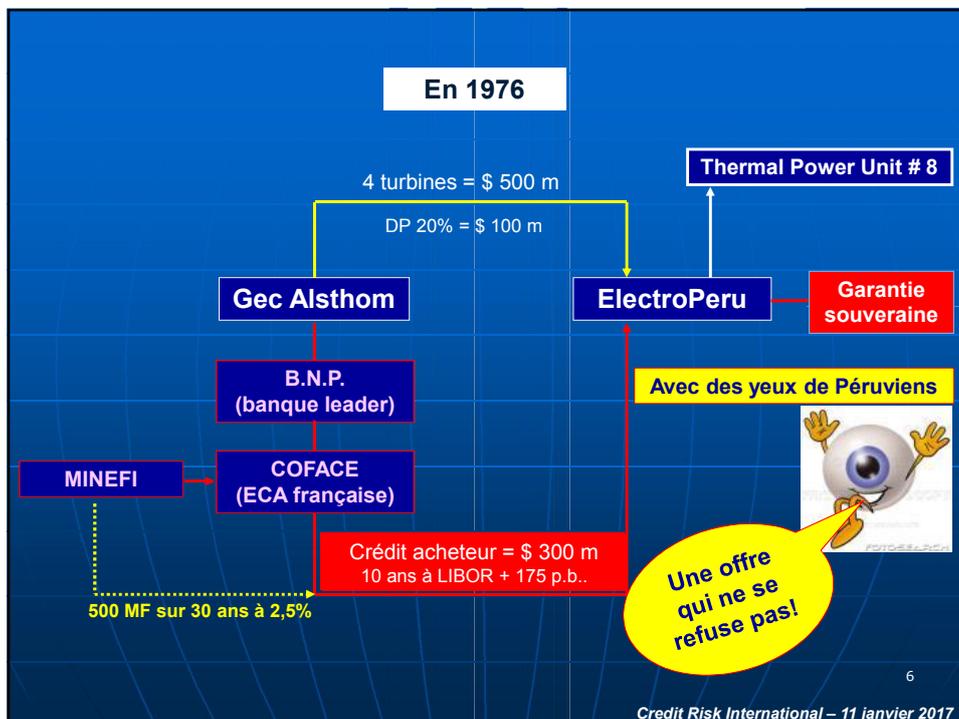
• Chez les assureurs, on parle alors de “*Risques politiques*”, en particulier dans les agences de crédit export (ECA), publiques ou privées.

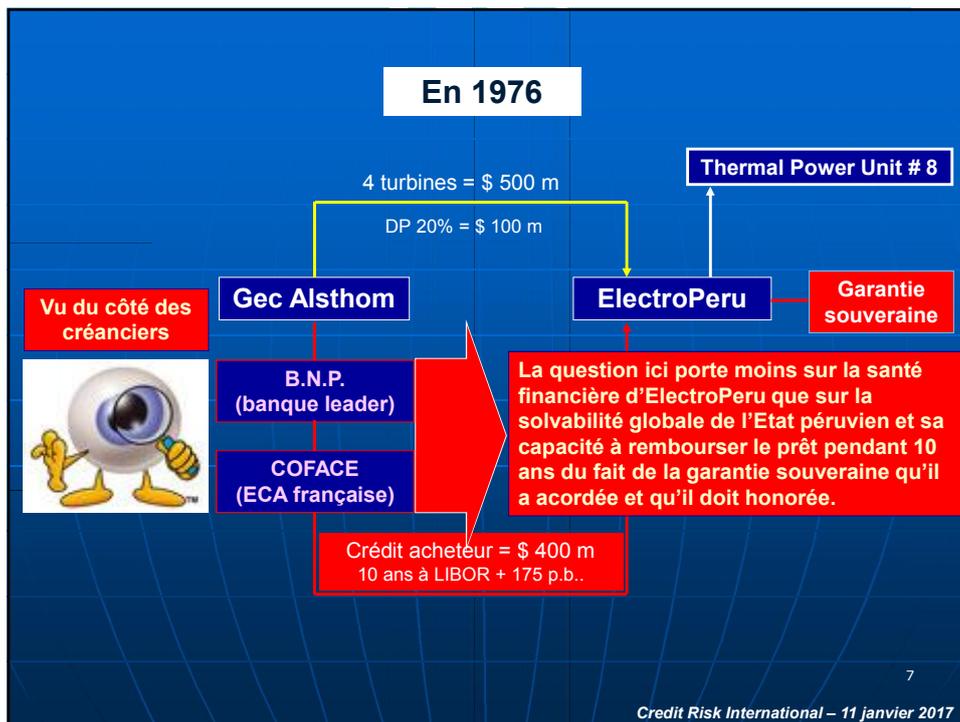
• Chez les juristes, on parle de “*Fait du Prince*”. Cette très ancienne désignation veut indiquer par là qu’il est difficile de traîner un Etat étranger en justice, et de surcroît juridiquement impossible de prononcer sa liquidation judiciaire. Les droits anglo-saxon et germanique se réfèrent quelquefois à cette désignation française en l’assimilant à la notion, elle aussi française, de “*force majeure*” qui inclue également les *risques catastrophes* (“*Act of God*”). De telles “incertitudes” sous-entendent qu’on ne peut pas sérieusement les probabiliser ni, a fortiori, en prévoir la date exacte...

• Chez les banquiers, on parle de “*risques souverains*”, quand les banques prêtent aux gouvernements étrangers ou à leurs entreprises publiques

Essayons de comprendre la logique du “risque souverain” au travers d’un exemple

5





PEUT-ON, DOIT-ON, COMMENT MESURER LES RISQUES PAYS ?

1 – Ne pas se tromper de définition
 La matérialisation du risque pays implique le gel d'un actif à l'étranger
 De quoi parle-t-on ? Risques politiques, faits du prince, risques souverains ?

2 – Ne pas se tromper d'interprétation
 Un rating souverain est une opinion qualifiée résultant d'une comparaison

8

Credit Risk International – 11 janvier 2017

ANALYSE DU RISQUE SOUVERAIN: de la capacité de “servir” la dette

- 1- Analyse de la dette: DETTE - SERVICE DE LA DETTE - RESERVES
- 2- Analyse des déficits: déficit courant – déficit budgétaire – déficit d'épargne

Avec des ratios bien connus tels que (entre autres) :

Dettes extérieures
PIB

Service de la dette (p+i)
Exports (b+s+t)

Dettes extérieures
Exports (b+s+t)

Réserves en devises
Imports

**JUSTE UN EXEMPLE
AU TABLEAU !**

9

Credit Risk International – 11 janvier 2017

PEUT-ON, DOIT-ON, COMMENT MESURER LES RISQUES PAYS ?

1 – Ne pas se tromper de définition

La matérialisation du risque pays implique le gel d'un actif à l'étranger

De quoi parle-t-on ? Risques politiques, faits du prince, risques souverains ?

2 – Ne pas se tromper d'interprétation

Un rating souverain est une opinion qualifiée résultant d'une comparaison
Ce n'est pas un calcul de probabilité, encore moins une prédiction. C'est donc
l'usage qu'en font les marchés et les régulateurs qui est condamnable...

10

Credit Risk International – 11 janvier 2017

PEUT-ON, DOIT-ON, COMMENT MESURER LES RISQUES PAYS ?

1 – Ne pas se tromper de définition

La matérialisation du risque pays implique le gel d'un actif à l'étranger

De quoi parle-t-on ? Risques politiques, faits du prince, risques souverains ?

2 – Ne pas se tromper d'interprétation

Un rating souverain est une opinion qualifiée résultant d'une comparaison

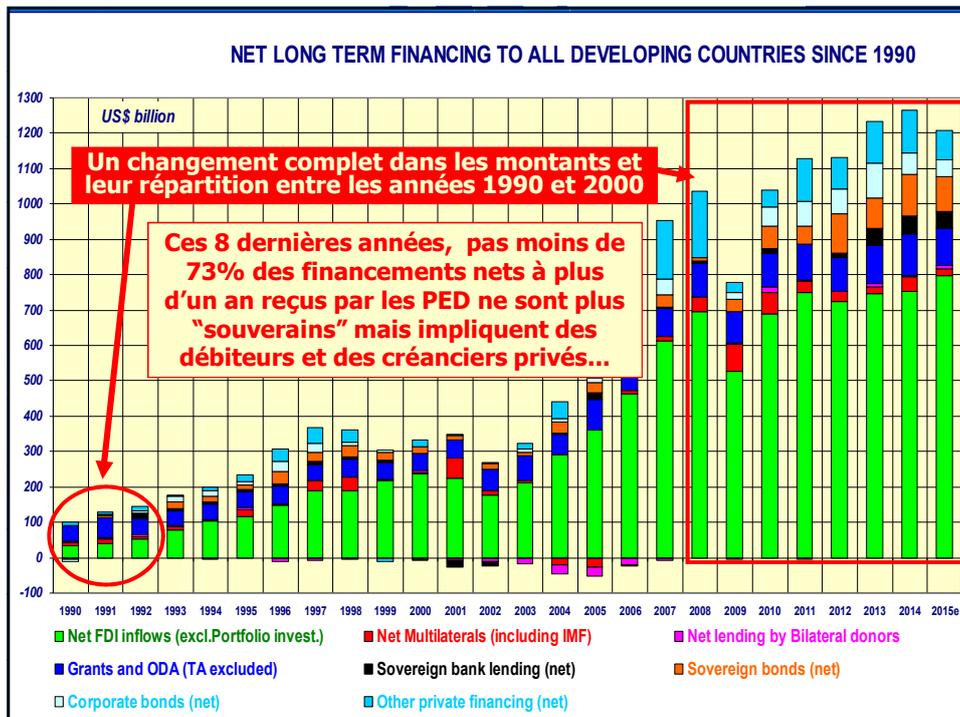
Ce n'est pas un calcul de probabilité, encore moins une prédiction. C'est donc l'usage qu'en font les marchés et les régulateurs qui est condamnable...

3 – Ne pas se tromper de risques

Le périmètre des risques IDE dépasse largement celui des risques souverains

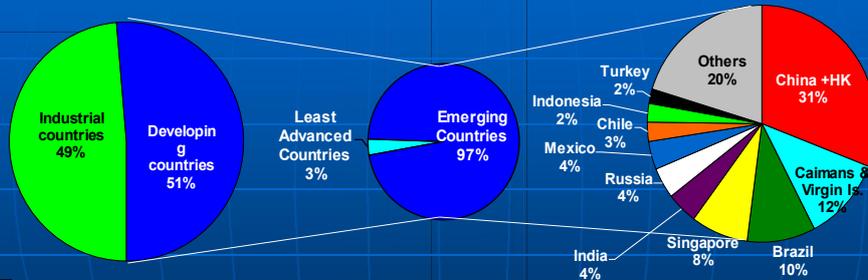
11

Credit Risk International – 11 janvier 2017



Depuis 2000, la part des pays OCDE décline mais demeure importante tandis que les IDE dans les PED sont concentrés sur quelques pays...

Estimations basées sur les IDE reçus durant la période 2011-2015 (moyenne annuelle en %)



Ensemble, dix pays ont capté 80% des IDE destinés aux "Emergents" durant les cinq dernières années (source CNUCED – Septembre 2016).

Les quelque 130 autres P.E.D. sont donc réduits à la portion congrue !

13

Credit Risk International – 11 janvier 2017

Comprendre la logique des investisseurs directs (IDE)

IDE = Apport de K + Investissement productif = développement
 Réalité = Cela dépend + pas toujours = pas si sûr

Quatre types d'IDE :

- Energie, matières 1ères (*rent seeking*)
- Marché local (*market driven*)
- Délocalisation réexport (*cost driven*)
- Services publics privatisés (concession BOT, BOOT, BOOM, DBFO, etc)

Trois catégories de coûts :

- Facteurs de production (salaires, énergie, transports...)
- Coûts de financement (ratio dette/fonds propres et possibilités locales)
- Coûts de transaction (amont et aval, import/export, directs et connexes...)

Quatre obstacles principaux (tels que perçus par les investisseurs) :

- 1) Absence de marché (y a-t-il un marché ?)
- 2) Carences des infrastructures au sens large (disponibilité et coûts)
- 3) Risque monétaire (dévaluation) et de non-transfert (inconvertibilité)
- 4) Absence d'un environnement propice aux affaires (trois facteurs)
 - 3a- Instabilité juridique et fiscale du cadre d'accueil des IDE
 - 3b- Instabilité politique (troubles sociaux, guerres...)
 - 3c- Instabilité administrative (lourdeur de la bureaucratie et corruption)

14

Credit Risk International – 11 janvier 2017

Ces OBSTACLES aux IDE se traduisent par une constellation de RISQUES

Risques d'atteinte au droit de propriété :

Confiscation, nationalisation (avec ou sans indemnité), expropriation rampante...

Par extension : répudiation de contrats, appels abusifs de caution, etc

Risques de sécurité des personnes et des biens :

Conflits armés, émeutes, actes terroristes, kidnapping et extorsion, conflits du travail vols, risques «opérationnels»... Par extension : boycotts, embargos, etc

Risques de « performance » :

Inflation hors norme (avec contrôle des prix ou non) ; augmentation des droits de douane (ou licence et quotas import) ; contrôle des changes, risques de non-transfert (non rapatriement des bénéfices et/ou rapatriement obligatoire des recettes export) ; dévaluation brusque de la monnaie locale et/ou forte hausse des taux d'intérêt ; crise boursière, chute de la valeur des actifs (immobiliers ou autres), crise bancaire (*credit crunch*) et risques de contrepartie (défauts de paiements) et risque systémique ; contraction brusque de la demande domestique (risque de volatilité), etc

Risques réglementaires et contractuels :

Modifications du Code d'investissement et des réglementations nationales ou locales en vigueur ; alourdissement des contraintes bureaucratiques et de la fiscalité (racket fiscal) ; mauvais respect de l'état de droit, de la loi et de la chose jugée (ou contestation juridique incessante) ; actes de corruption, etc

A la lecture d'une telle liste, vous constatez :

1 Que le monde de l'assurance (Coface –BPI pour compte d'Etat, Coface privée, assureurs et réassureurs de marché) ne couvre qu'une partie de ces risques (plus classiques : en vert) et à certaines conditions (cas par cas : en jaune).

2 Que, pour l'essentiel, ces Risques IDE ne sont pas de même nature (et gravité) que le Risque souverain (défaut de paiement de l'Etat étranger). Il est donc vain de les évaluer avec les ratings habituels des agences de notation...

PEUT-ON, DOIT-ON, COMMENT MESURER LES RISQUES PAYS ?

1 – Ne pas se tromper de définition

La matérialisation du risque pays implique le gel d'un actif à l'étranger

De quoi parle-t-on ? Risques politiques, faits du prince, risques souverains ?

2 – Ne pas se tromper d'interprétation

Un rating souverain est une opinion qualifiée résultant d'une comparaison

Ce n'est pas un calcul de probabilité, encore moins une prédiction. C'est donc l'usage qu'en font les marchés et les régulateurs qui est condamnable...

3 – Ne pas se tromper de risques

Le périmètre des risques IDE dépasse largement celui des risques souverains

L'analyse des risques IDE réclame une approche directe et de «*stress testing*»

Si les ratings souverains des agences de notation sont plutôt inutiles et, surtout par essence, non prédictifs, quels outils pouvons-nous utiliser ?

“EST-IL POSSIBLE D’ÉVALUER LES RISQUES INVESTISSEMENTS” ?

Mais d’abord, que faut-il entendre par « évaluer » les risques investissements ?

- Est-ce identifier les risques comme on a commencé de le faire ?
- Est-ce quantifier leur impact (perte) s’ils venaient à se concrétiser ?
- Est-ce calculer leur probabilité d’occurrence ?
- Est-ce prévoir la date exacte à laquelle ils se matérialiseront ?

Sans doute...

Peut-être...

Impossible !

Sûrement pas !

D’ailleurs, plutôt que « évaluer les risques investissements », il vaudrait mieux dire : « prendre en compte » ces risques...

...et il faut aussi adopter une démarche en deux temps...

17

Credit Risk International – 11 janvier 2017

Comment s’y prendre alors ?

Une démarche en deux temps :

1- Estimer d’abord un « facteur risque pays » à l’investissement direct, afin de le prendre en compte dans le calcul du retour sur investissement (calculs de TRI et de WACC)

Notez que ce facteur risque pays peut être très différent du risque souverain pris en compte par les marchés financiers (EMBI de JP Morgan ou CDS premium à 5 ans)

18

Credit Risk International – 11 janvier 2017

Direct Investment Risks usually exceed traditional Sovereign Risks
Thus Risk related premiums may differ substantially

In basis point (bp)	5-yr CDS Price August 2016*1	FDI*2 Risk Premium August 2016*2	In basis point (bp)	5-yr CDS Price August 2016*1	FDI*2 Risk Premium August 2016*2
Thailand	153	410	Brazil B	342	390
Indonesia	232	435	Russia R		390
South Korea	76	280	India I		395
Vietnam		455	China C	117	550
Philippines		560	Mexico	152	375
Malaysia	181	400	Argentina	6020	920
China	117	550	Venezuela	5800-7400	1800
India	285e	495	Colombia		460
Pakistan	960	1280	Poland		380
Hong-Kong	49	145	Hungary	175	380
			Turkey	288	430
			Egypt	349	780
			South Africa	255	590

*1: Five year Sovereign Credit Default Swaps (Source: DB Research August 2016)

*2: Direct Investment Country Risk Premium for Weighted Average Cost of Capital – WACC calculation (typical greenfield JV investment in Industry – excluding mining and services) as computed by Credit Risk International (August 2016)

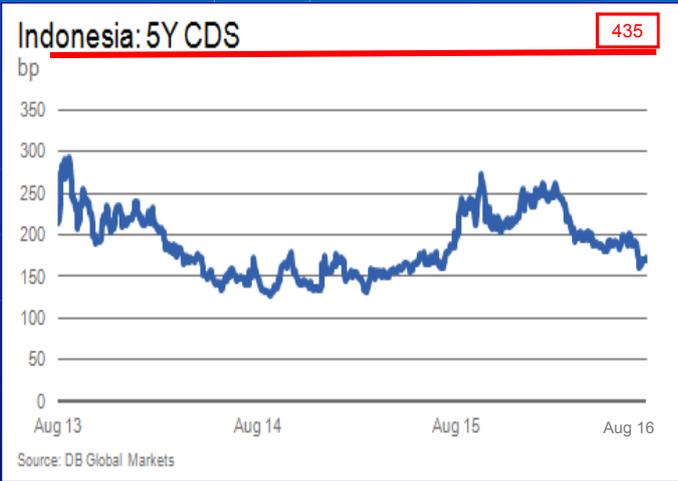
ASIE

BRICS

AUTRES

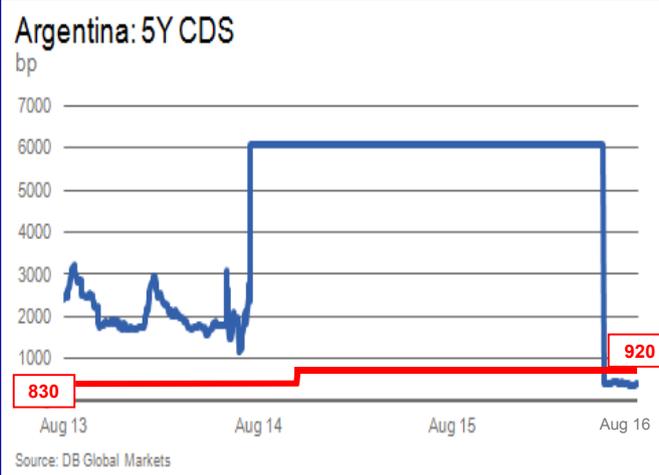
FDI Country Risk Premium for WACC calculation
Vs. the country's Five Years Sovereign Credit Default Swap-CDS
 (in basis point since August 2013)

Example 1



FDI Country Risk Premium for WACC calculation
Vs. the country's Five Years Sovereign Credit Default Swap-CDS
(in basis point since August 2013)

Example 2



21

Credit Risk International – 11 janvier 2017

Comment s'y prendre alors ?

Une démarche en deux temps :

1- Estimer d'abord un « facteur risque pays » à l'investissement direct, afin de le prendre en compte dans le calcul du retour sur investissement (TRI et *WACC calculation*)

2- Une fois la décision prise par l'investisseur de poursuivre son projet d'IDE, établir des « scénarios » plausibles de détérioration de la situation économique-politique qu'on ne probabilisera pas mais dont on examinera l'impact sur le compte d'exploitation prévisionnel de l'investissement projeté...

C'est une démarche collective et instructive de "STRESS TESTING" qui focalise sur les coefficients de vulnérabilité, l'impact des crises et les moyens d'y faire face, plutôt que sur un calcul factice de probabilité...

22

Credit Risk International – 11 janvier 2017

Comparative Country Risk Rating of 116 developing countries

- A comparison between Country Risk ratings by OECD, Coface, ONDD, S&P's, Moody's, Fitch and Credit Risk International

- Few comments on CRI country risk aims and methodology

- Some significant divergences on risk appreciation (Investment Vs. Sovereign)

September 2016

23

Instead of providing a detailed outlook for numerous Emerging countries, a comparative Country Risk Rating is now distributed

The comparison is between:

- **OECD** Risk Category for export Credit, from 0 (best) to 7 (worse)
- **ONDD**, Country Risk Rating, from L1 (lowest) to H3 (highest)
- **COFACE's** @rating, from A1 (lowest) to D (highest)
- **Standard & Poor's, Moody's** and **Fitch** Sovereign Ratings
- and, finally, (last 3 columns) the "triple" Country Rating from **CREDIT RISK INTERNATIONAL**

Market opportunity

From A to F
Because "the lack of opportunity is by far the worse country risk!"

Country risk

For EXPORTERS
and counterparty risk
12-18 month maxi

For DIRECT INVESTORS
Foreign Direct Investment
3-5 year maxi

Beware! Though resulting from a thorough and most objective analysis, those ratings are only OPINIONS. Nothing else!

CRI's Rating Methodology is detailed in a 12-page booklet

What makes the originality of CRI's country ratings?

- 1- A more comprehensive **country coverage** in CRI (120 countries) than in S&P's (75) and Moody's (68)
- 2- A **complete, rigorous, fully transparent and "objective" rating methodology** with almost no room for subjective judgement
- 3- A **separate rating for Country Opportunities** (as mentioned earlier)
- 4- A **separate rating for Foreign Direct Investors (FDI)**
- 5- Thence, a **clear bias against traditional pure Sovereign Risks**, which explain some important differences in CRI's final rating for FDI with those from Standard & Poor's and the other rating agencies or Export Credit Agencies (ECAs)...

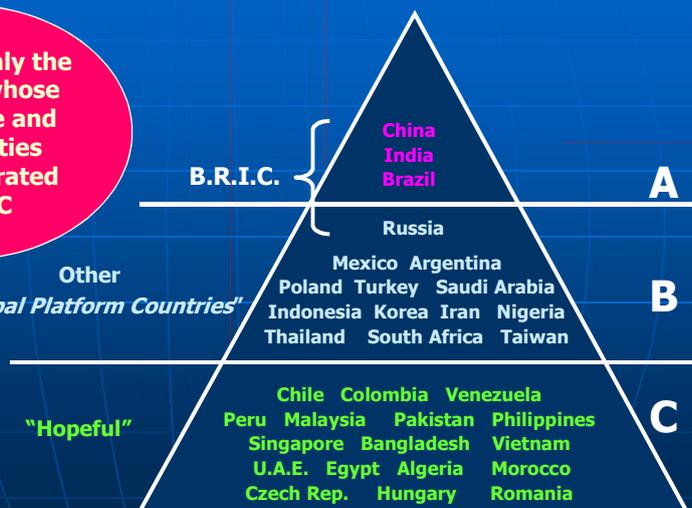
REMINDER: Be aware that, during the last eight years, no less than 73 percent of net international financing received by Developing Countries is no more "sovereign" in nature but mostly private to private...

Now, let's look at some results from CRI's Ratings, both in terms of market opportunities and investment risks

25

CRI's SELECTION OF 33 EMERGING COUNTRIES in term of market opportunities

Retaining only the countries whose market size and opportunities have been rated A, B or C



26

THIRTY EMERGING COUNTRIES

Cross selection market opportunity/investment risk

Note: the country risk taken into consideration here is FDI related

C	Singapore	U.A.E. Chile Czech rep. Morocco Romania	Hungary Malaysia Philippines Peru	Colombia Vietnam	Bangladesh Egypt Algeria
B		Poland Korea	Mexico Turkey Taiwan	Indonesia South Africa Thailand	Argentina Russia Saudi Arabia Nigeria
A			Brazil	China India	
	1	2	3	4	5



Question: What are the three countries selected as a still strong opportunity (C) that are considered as too risky for investment (6)?

27

COUNTRY RISK RATING BY CREDIT RISK INTERNATIONAL

How to apply country ratings in Export and FDI operations?

RISK LEVEL			EXPORTERS (profit margin)	DIRECT INVESTORS (FDI) (Rate of return)
Rating	Risk is:	Score	If you can decide your profit margin, increase it by:	Additional country risk premium
7	Dangerous	160	75%	FDI to be avoided or >100%
6	Very high	270	50%	100%
5	High	320	40%	70%
4	Quite substantial	380	25%	50%
3	Moderate	430	10%	27%
2	Low	540	5%	13%
1	Very low	540	0	0

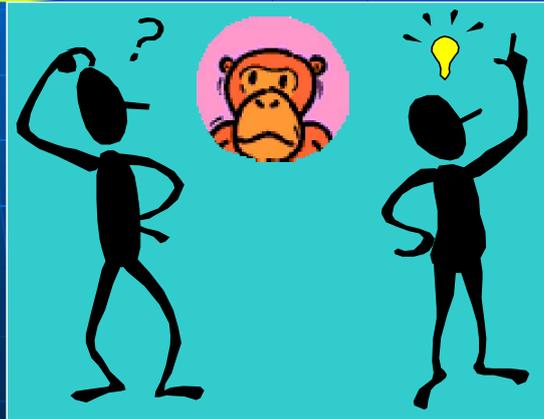
Credit Risk International – 11 janvier 2017

COMMENT MESURER LES RISQUES PAYS ?

Mercredi 11 janvier 2017- Paris

QUESTIONS

REponses



Je vous remercie de votre attention

Conférence
11 janvier 2017

