

Les perspectives de notation souveraine dans les pays émergents en 2019



Utilité de l'article : Les dégradations de notation souveraine ont été nombreuses entre 2016 et 2018 dans les pays émergents ; en s'appuyant sur les méthodologies publiées par les agences de notation, cet article vise à expliciter les risques qui pèsent sur leurs notations dans le courant de l'année 2019.

Résumé :

- Après deux ans de dégradations souveraines importantes dans les pays émergents, 2019 s'annonce comme une année plus stable en matière de notation souveraine ;
- Néanmoins, les pays émergents doivent faire face à plusieurs risques exogènes communs, notamment le resserrement monétaire américain, les développements économiques et géopolitiques mondiaux, ainsi que la volatilité des prix des matières premières ;
- Par ailleurs, certains pays émergents (par exemple la Turquie, le Ghana ou l'Argentine) présentent des faiblesses de finances publiques et externes propres à affecter leur notation souveraine ; une dégradation de la qualité des institutions dans certains pays (par exemple le Brésil ou les Philippines) pourrait également peser dans les décisions des agences de notation.

Mots clés : Pays émergents – notation – conjoncture – perspectives 2019 – agences de notation – risque souverain – risque pays

Depuis 2014 et la chute importante des cours du pétrole, qui a profondément affecté les économies exportatrices de matières premières, les pays émergents ont connu un nombre élevé de dégradations de leur note souveraine, alors même que les notations des souverains développés commençaient à se redresser.

En 2018, les dégradations de notations souveraines ont ralenti dans les pays émergents, mais sont restées supérieures aux améliorations. Le Brésil et la Turquie ont notamment été dégradés, suite à l'instabilité politique pour le premier, et aux turbulences monétaires de l'été pour la seconde. Faut-il alors considérer que les risques de dégradations se sont déjà matérialisés, et qu'à défaut d'amélioration significative, 2019 sera une année de stabilisation pour les pays émergents ?

1) Les pays émergents restent exposés à des facteurs de risque exogènes communs

Les 'Perspectives' ('Outlook') attachées aux notations souveraines représentent un bon indicateur des évolutions possibles de notation à court-terme. A fin novembre 2018, respectivement 18 %, 16 % et 8% des souverains émergents portaient une Perspective négative chez Moody's, FitchRatings et S&P, une proportion modérée qui laisse présager une certaine stabilité des notations émergentes dans les prochains mois.

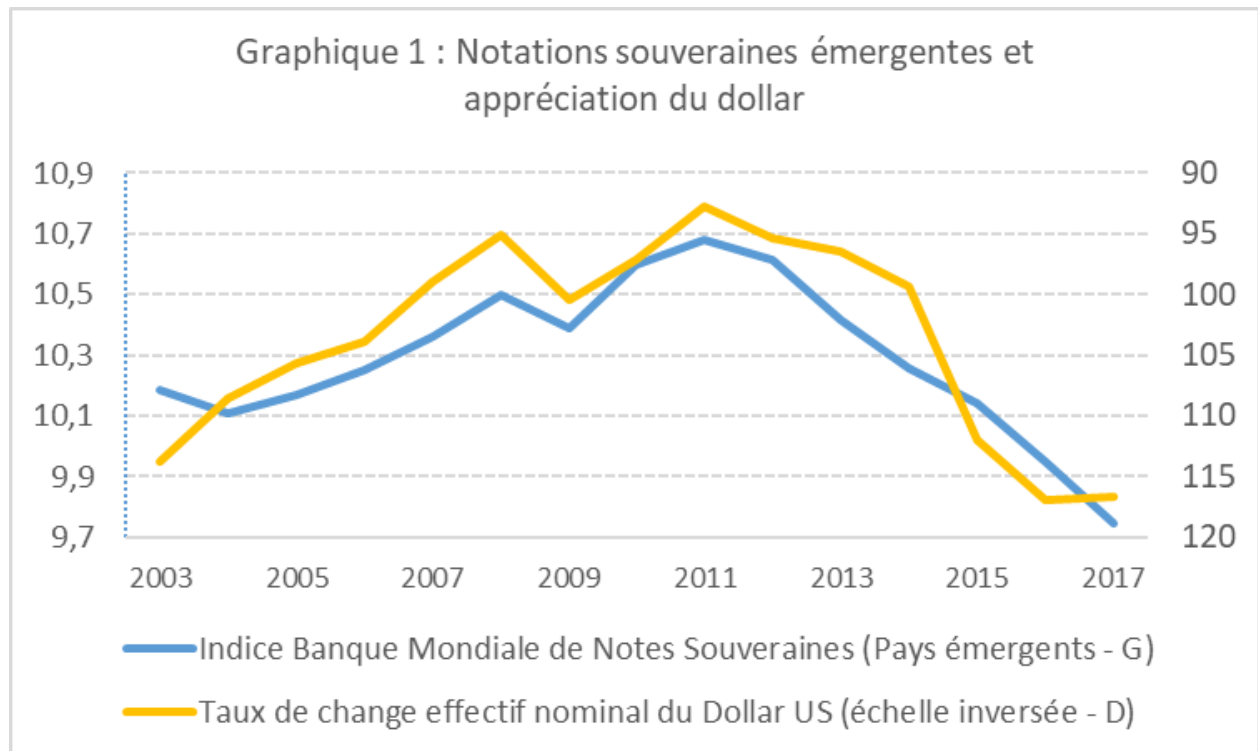
Pour autant, les notations, ainsi que les Perspectives qui leur sont attachées, sont attribuées sur la base d'hypothèses, notamment macroéconomiques, qui pourraient se révéler optimistes au vu des risques pesant sur les pays émergents et dont certains pourraient se matérialiser dès 2019.

En premier lieu, les pays émergents, malgré leur hétérogénéité, restent exposés à des facteurs de risque exogènes communs, au premier rang desquels l'évolution de la politique monétaire américaine. Les taux directeurs américains vont probablement continuer à augmenter graduellement, ce qui implique une persistance possible des tendances à l'appréciation du dollar, et un resserrement des conditions monétaires internationales, exceptionnellement favorables cette dernière décennie. En effet, le tarissement des flux de capitaux entrants dans les pays émergents, déjà observé en 2018, pourrait continuer, voire s'intensifier dans le courant de l'année 2019, accentuant les pressions baissières sur certaines devises émergentes, obligeant les banques centrales nationales à resserrer leur politique monétaire, ce qui *in fine* affecterait les perspectives de croissance des pays émergents.

Au-delà de l'effet sur la dynamique de croissance, la dépréciation d'une devise émergente contre le dollar affecte également la notation du souverain par plusieurs autres biais :

- Le PIB par tête en dollar : cet indicateur est souvent utilisé directement par les agences de notation dans leurs modèles comme approximation du niveau de richesse d'un pays, lui-même une bonne approximation de la tolérance à la dette de ce pays ; malgré ses défauts (fortes variations, vision restrictive du niveau de développement), il présente l'avantage d'une très bonne comparabilité entre pays. Chez FitchRatings par exemple, cette variable pèse pour près de 14 % du score quantitatif utilisé par l'agence (qui peut ensuite être ajusté qualitativement par les analystes). Or toute dépréciation de la devise locale se traduit par une détérioration du PIB par tête en dollar.
- L'endettement en devises : les agences de notation restent très sensibles au concept de « péché originel » affectant encore de nombreux pays émergents, les obligeant à recourir à l'emprunt en devises pour couvrir leurs besoins de financement. Elles intègrent toutes une mesure de ce concept dans leur méthodologie, essentiellement le ratio de dette publique en devises rapporté à la dette publique totale. Or une dépréciation de la monnaie locale renchérit d'autant le poids et le coût de la dette contractée en devises, détériorant l'état des finances publiques.

C'est ainsi qu'historiquement, un dollar fort est associé à des dégradations de notations souveraines dans les pays émergents. Le graphique 1, ci-dessous, l'illustre bien, en comparant l'indice des notes souveraines publié par la Banque Mondiale et l'évolution du taux de change effectif nominal du dollar



Source : BSI Economics

Par ailleurs, les pays émergents, de par leur ouverture au commerce international, sont également largement tributaires des développements économiques et géopolitiques mondiaux. L'impact de la politique commerciale américaine affectera bien sûr en premier lieu la Chine, mais par ricochet également les pays, notamment en Asie du Sud-Est, dont la croissance est corrélée à celle de la Chine : la Malaisie, l'Indonésie... De même, la possible imposition de droits de douane sur le secteur automobile est une menace pour la croissance économique de l'ensemble des pays d'Europe de l'Est intégrés dans la chaîne de valeur automobile allemande, par exemple la République Tchèque, la Hongrie, ou la Slovaquie. Enfin, la cristallisation de risques géopolitiques globaux, tels que des tensions dans la péninsule coréenne, sont également des facteurs de risque. Il est peu probable cependant qu'un ralentissement économique soit suffisant pour justifier à lui seul d'une dégradation souveraine dans ces pays, mais en conjonction avec d'autres fragilités de finances externes ou publiques, il peut contribuer à modifier la perception de la qualité de crédit par les agences de notation.

Enfin, l'extrême volatilité des cours du pétrole est un facteur de risque additionnel de vulnérabilité exogène pour nombre de pays émergents :

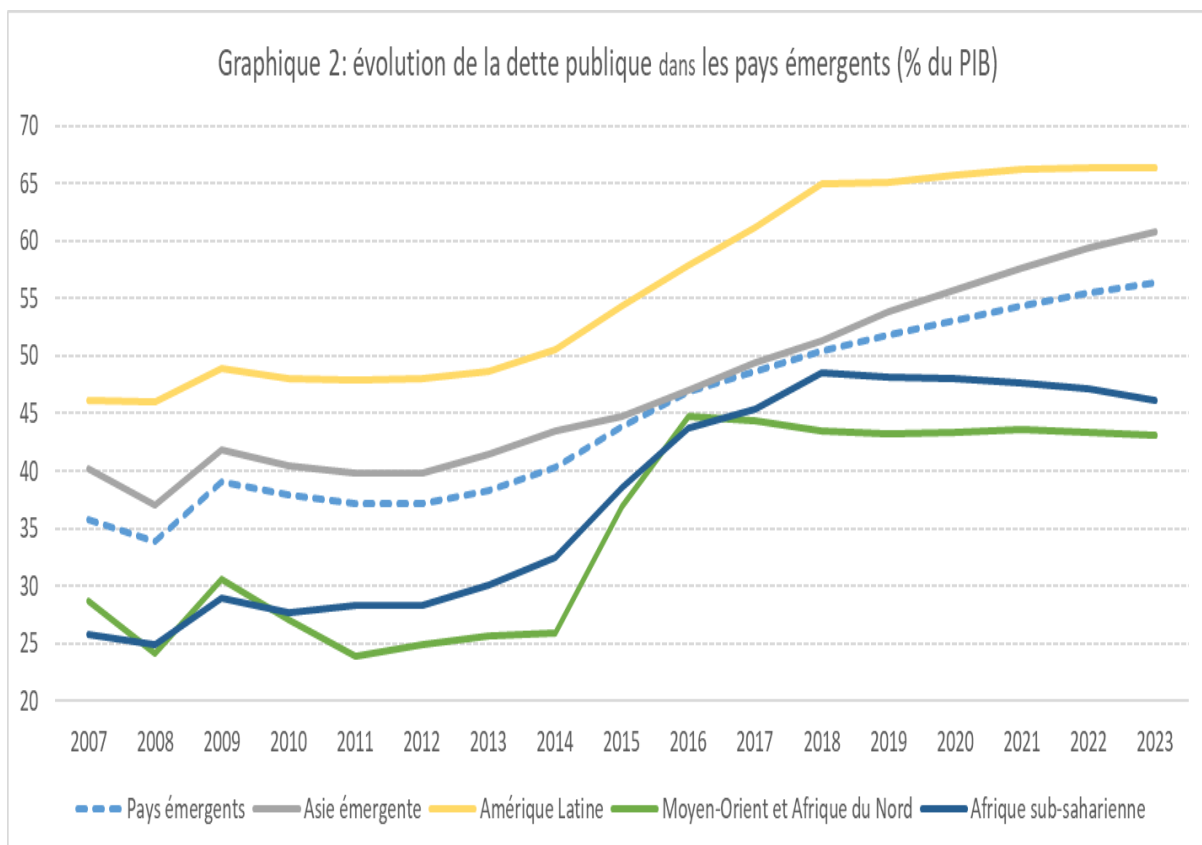
- A première vue, les pays producteurs de pétrole peuvent sembler être les plus affectés par l'effet cumulé de la volatilité des cours sur l'équilibre de leur compte courant et de leurs recettes budgétaires. Cependant, l'effet en matière de notation souveraine sera probablement faible à court-terme, hors scénario de chute vertigineuse des prix : les agences de notation intègrent dans leurs méthodologies une référence à la dépendance des exportations aux matières premières, qui pénalise structurellement les notations des pays exportateurs de pétrole, indépendamment du cours des matières premières ; ensuite, nombre de pays exportateurs de pétrole ont déjà été dégradés en 2016-2017, en général d'un à deux « notches » et leurs notations souveraines sont désormais situées à des niveaux relativement faibles, notamment en Afrique sub-saharienne (par exemple l'Angola ou le Nigéria) ; enfin, les pays du Golfe sont mieux protégés que d'autres pays exportateurs par de solides réserves financières et des taux d'endettement relativement faibles.
- Au final ce sont en réalité davantage les pays importateurs de pétrole qui peuvent être affectés par cette volatilité des cours des matières premières, notamment ceux qui ont des factures d'importations énergétiques élevées, par exemple la Tunisie ou la Turquie. Les agences de notation pénalisent en effet la volatilité de la croissance et de l'inflation, qui sont toutes deux affectées par les errements du cours des matières premières.

2) Des risques individuels rendent certains d'entre eux plus vulnérables

Au-delà de ces risques communs largement indépendants de leurs politiques économiques, certains pays ou groupes de pays présentent des vulnérabilités souveraines qui leur sont propres.

En premier lieu, les finances publiques représentent un risque croissant pour un certain

nombre de pays émergents. La dette publique des pays émergents a beaucoup augmenté ces dernières années, notamment la dette en devises, grâce à l'afflux de capitaux internationaux attirés par des rémunérations plus élevées qu'aux Etats-Unis. Le taux moyen d'endettement a augmenté de 35 % du PIB dans les pays émergents en 2007 à 49 % fin 2017 selon le FMI, et l'institut prévoit une hausse continue du ratio à 56 % à fin 2023. Ces niveaux peuvent paraître faibles au regard des taux d'endettement des pays développés, mais les pays émergents par définition offrent une plus faible tolérance à la dette, et c'est bien souvent la dynamique d'endettement plus que le niveau qui importe dans l'analyse de la soutenabilité de la dette publique. Par ailleurs, cette agrégation recouvre des réalités très différentes : les zones de risque se concentrent essentiellement en Amérique Latine, dont la dette publique dépasse 65 % du PIB, du fait du Brésil notamment, et en Afrique sub-saharienne, dont la dette a cru très rapidement depuis 2007 (3,7 % par an en moyenne) dans un contexte de tolérance à la dette particulièrement faible ; le Gabon ou le Ghana par exemple ont connu des hausses de plus de 30 points de leur ratio de dette sur PIB cette dernière décennie. Après les réductions massives de dettes publiques dans le cadre des programmes multilatéraux PPTe et IADM, beaucoup de pays d'Afrique sub-saharienne ont cédé à la tentation de l'émission d'eurobonds ou d'emprunts chinois à faible coût, augmentant ainsi significativement leur taux d'endettement.



Source : FMI, BSI Economics

Plus important encore, le coût de la dette, tant en devises qu'en monnaies locales, va continuer à augmenter en 2019, sous l'effet d'une part de la hausse des taux américains, et

d'autre part du resserrement monétaire déjà entamé dans plusieurs pays (Inde, Brésil, Indonésie, Turquie notamment). C'est l'une des dimensions les plus importantes de la dynamique d'endettement, notamment dans les pays émergents dont la durée moyenne de la dette est souvent modérée. Selon Moody's, les pays les plus exposés à un choc de taux d'intérêt à l'heure actuelle sont l'Equateur, le Gabon et le Kenya. Le problème est d'autant plus aigu en Afrique sub-saharienne que de nombreux pays ont contracté des emprunts non concessionnels ces dernières années, notamment chinois, pour contourner les contraintes administratives et déontologiques associées aux financements concessionnels et/ou multilatéraux. Dans ces conditions, un scénario hypothétique de choc d'inflation aux Etats-Unis, entraînant une hausse plus brutale qu'attendue des taux d'intérêt américains (scénario peu consensuel à ce jour), de même que des politiques monétaires plus restrictives qu'anticipé dans ces pays, sont susceptibles de détériorer les perspectives des finances publiques très rapidement dans les pays les plus dépendants des flux de financement américains (par exemple la Turquie ou l'Afrique du Sud).

En second lieu, certaines vulnérabilités de finances externes sont également particulièrement pénalisantes en matière de notation souveraine. Les dépréciations subies à l'été 2018 ont contribué à ré-équilibrer les comptes courants de certains pays, tels que la Turquie (dont la balance courante était en surplus en fin d'année), l'Afrique du Sud ou la Russie. Mais malgré des régimes de change souvent officiellement flexibles, nombre de banques centrales sont intervenues pour atténuer les pressions baissières sur leur devise, appauvrissant ainsi leurs réserves de change. En Amérique Latine, au Proche-Orient et en Afrique, les dettes externes excèdent les réserves de change dans de nombreux cas, représentant une vulnérabilité à de futurs mouvements de reflux des capitaux internationaux. Moody's estime que la Turquie, l'Argentine, le Ghana, la Mongolie, le Pakistan et le Sri Lanka sont aujourd'hui les pays les plus vulnérables à un risque de dépréciation.

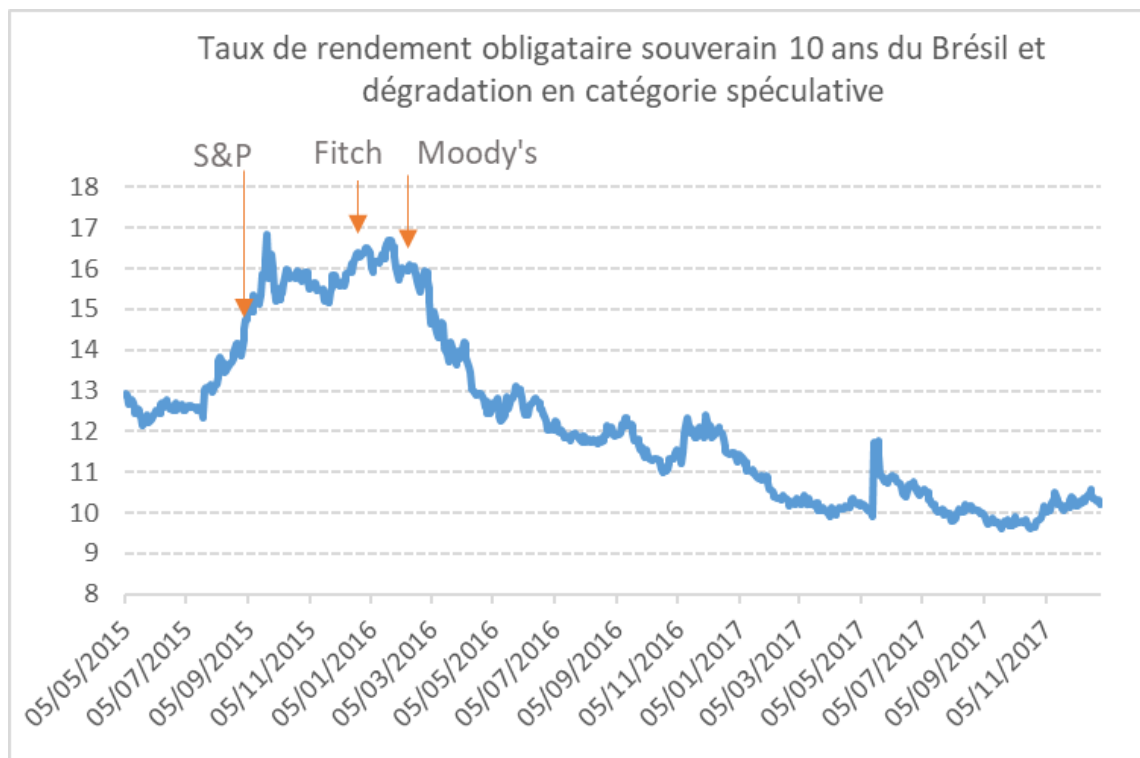
En troisième lieu, les incertitudes politiques restent importantes dans certains pays. Certaines élections à enjeu auront lieu en 2019, en Tunisie, en Inde ou en Indonésie par exemple, mais c'est surtout un risque de détérioration de la qualité des institutions qui peut affecter les notations souveraines, notamment dans les pays qui connaissent une poussée autoritaire ou populiste, comme au Brésil, en Turquie et aux Philippines. Les agences accordent en effet un rôle prépondérant à la qualité institutionnelle des Etats, qui capture plusieurs dimensions du risque souverain, notamment la tolérance à la dette, la volonté d'honorer le remboursement de la dette ou encore la sophistication et la cohérence des politiques économiques. C'est par exemple la variable la plus importante du modèle de FitchRatings, qui pèse à elle seule pour presque 20 % de son modèle quantitatif. En 2016, c'est ainsi à la suite de projets de lois portant atteinte à l'indépendance des médias publics et de la cour constitutionnelle que S&P a dégradé la notation souveraine de la Pologne.

3) L'impact de possibles dégradations est différencié selon le niveau de notation

L'impact de changement de notation est différencié en fonction de du positionnement des pays sur l'échelle de notation. C'est la dégradation de la catégorie 'investissement' à la catégorie 'spéculative' (d'une notation 'BBB-/Baa3' à une notation 'BB+/Ba1') qui est la plus problématique pour les souverains :

- D'une part en raison de la réallocation fréquente de portefeuilles obligataires générés par cette dégradation (les gérants de fonds dont le mandat est restreint aux obligations notées en catégorie 'investissement' doivent céder leurs titres dégradés, entraînant parfois des mouvements de ventes forcées lors des dégradations) ;
- D'autre part en raison de l'exclusion de certains indices obligataires qu'elle peut engendrer (certains indices obligataires, tels le FTSE WGBI, ne référencent que les souverains en catégorie 'investissement', entraînant un tarissement des flux de financement de la part de fonds répliquant l'indice, en cas de dégradation).

Le graphique ci-dessous illustre bien l'impact de la dégradation en catégorie spéculative du Brésil par S&P en 2015.



Source: Macrobond, Fitch, S&P, Moody's, BSI Economics

De ce point de vue, l'Afrique du Sud, dont l'inclusion dans l'indice très utilisé FTSE WGBI ne tient plus qu'à la notation 'Baa3' de Moody's (S&P ayant dégradé le pays en catégorie spéculative en novembre 2017), est particulièrement exposée. Néanmoins, le pays semble pouvoir être épargné par un scénario turc : malgré les faibles perspectives de croissance et

des finances publiques dégradées, sa position externe est nettement plus favorable, grâce à une dette en devise très modérée, et à une position externe nette créditrice. Par ailleurs, sa politique monétaire est plus crédible, grâce à une banque centrale indépendante qui a un réel historique de maîtrise de l'inflation, son secteur bancaire est globalement sain, et ses institutions sont plus robustes. Ces caractéristiques ont été rappelées par Moody's dans sa décision de stabiliser la Perspective en mars 2018. A l'inverse, la Croatie, notée 'BB+' avec une Perspective positive par Fitch et S&P, pourrait ré-intégrer la catégorie 'investissement' sous peu et voir ainsi la liquidité de ses émissions obligataires s'améliorer, réduisant ainsi ses coûts de financement.

Conclusion

Au final, les perspectives de notation souveraines pour 2019 semblent plus stables dans les pays émergents que les années précédentes. Pour autant, certains risques pourraient modifier l'appréciation des agences de notation : si un ralentissement mondial ou la volatilité des matières premières sont peu susceptibles, à eux seuls, d'entraîner des dégradations de notation, l'exposition continue des pays émergents aux conséquences de la politique monétaire américaine représente une vulnérabilité structurelle. Par ailleurs, un certain nombre de pays en Amérique Latine et Afrique sub-saharienne cumulent des fragilités de finances publiques et de finances externes qui les exposent à un risque de dégradation dans un scénario macroéconomique défavorable.

Amélie ROUX