

Les finances publiques des pays émergents : 1^{ère} partie

■ Les finances publiques des pays émergents : un état des lieux	1
■ Quand la Chine nous notera...	6

« Si l'on en jugeait d'après les contradictions que la discussion du budget soulève, chaque année, dans la plupart des pays, il semblerait impossible d'apprécier exactement la situation financière d'un État.

Sauf de rares exceptions, ceux qui prennent part à ces discussions paraissent peu disposés à faire connaître les calculs qui servent de bases à leurs jugements. Préoccupés avant tout de s'affranchir de tout contrôle, ils opposent des négations sans preuves à des affirmations également sans preuves, et si, par hasard, la lutte devient plus ardente, le ton des adversaires s'élève sans que, le plus souvent, le débat puisse être vidé »

Note du service d'Étude Financière du Crédit Lyonnais, à la demande de Henri Germain, président du Crédit Lyonnais de 1863 à 1905, « *Comment faut-il étudier la situation financière des États ?* ».

Les finances publiques des pays émergents : un état des lieux

Pendant la dernière décennie, et spécialement entre 2003 et 2008, les pays émergents se sont désendettés en termes relatifs. Le ratio dette publique/PIB a en général baissé, en particulier pour les pays les moins bien notés par les agences de rating. Cette évolution contraste avec celle des pays développés, où le ratio a stagné, avant de s'envoler depuis deux ans dans la plupart des cas. Cette performance des émergents a plusieurs explications : une meilleure discipline fiscale bien sûr (qui marquait en outre une rupture avec la dégradation générale des années 90), mais surtout une croissance du PIB beaucoup plus rapide que dans les pays développés. Croissance plus rapide en volume, avec près de 3% par an de différentiel avec les pays développés, mais aussi en prix, grâce à de fréquentes appréciations du taux de change effectif réel des devises des émergents, qui ont gonflé leur PIB exprimé en USD. A l'inverse, la contribution de la baisse des taux d'intérêt au désendettement semble, sauf exception, assez modeste.

Deux rappels

Dans un contexte de haro sur les États, qu'il est devenu de bon ton de présenter comme dépensiers et endettés au-delà du supportable (voire au bord de la faillite), deux rappels nous semblent indispensables :

- la crise actuelle n'est pas à l'origine une crise de dette publique. En 2008, à de rares exceptions près, les finances publiques des pays développés étaient certes mal orientées, mais elles n'étaient pas en crise. L'aggravation de leur situation résulte du ralentissement brutal de l'activité provoqué par la crise financière, et de la prise en charge par les États d'une partie du coût de cette crise ;
- dans les pays émergents (ici encore avec quelques exceptions), il n'y a toujours pas de crise des finances publiques. Au contraire, les années 2000 ont été une décennie de désendettement.

L'objet de cet article est ainsi de fournir quelques éléments sur l'ampleur de ce désendettement et d'essayer d'en identifier les moteurs : l'un est indiscutablement une meilleure gestion des finances publiques, mais on verra que la forte croissance des émergents a sans doute eu un rôle décisif.

Quelques problèmes de définition

L'analyse comparative des finances publiques pose des problèmes techniques plus complexes que d'autres champs de la macroéconomie. La première difficulté est la définition du mot "publiques" : on peut s'intéresser au seul budget du gouvernement central (en anglais "central government"), ou plus largement aux finances des "administrations publiques" (en anglais "general government"¹) qui incluent alors les

¹ La définition est du FMI (*Government Financial Statistics standards*).

administrations régionales et locales, la sécurité sociale publique, et les autres entités publiques non engagées dans des activités commerciales. Les entreprises publiques et la Banque centrale sont exclues de ce champ des administrations publiques, sauf pour les transferts nets avec le budget de l'État (subventions versées et impôts – et éventuellement dividendes – reçus de ces entités par le budget). Cette notion de "general government" est la plus utilisée, mais les comptes consolidés ne sont pas toujours disponibles : dans certains cas, manquera une partie des entités qui devraient y être intégrées, et la comparabilité des ratios ne sera pas parfaite. Ou bien on ne disposera que d'un solde "global" des administrations publiques, mais pas du solde "primaire" (avant paiement des intérêts de la dette), variable pourtant très utile dans l'évaluation de la soutenabilité de la dette. La notion de "secteur public" est plus large : elle inclut la Banque centrale et les entreprises publiques, et est parfois utilisée pour analyser le "besoin de financement du secteur public" (dont on exclut parfois les entreprises publiques financières, dont la Banque centrale : on parle alors de "besoin de financement du secteur public non financier").

Les frontières ainsi tracées sont arbitraires. Par exemple, l'intégration des entreprises pétrolières nationales avec l'État est parfois telle qu'il serait justifié de les intégrer dans les "administrations publiques", et pas seulement pour leurs transferts avec le budget de l'État. PDVSA a ainsi à l'occasion servi à l'État vénézuélien à émettre des emprunts qui auraient été plus difficiles ou onéreux pour le souverain. L'entreprise pétrolière a aujourd'hui, dans la "République Bolivarienne", un rôle social qui la fait parfois se substituer à l'État, quand elle finance directement des programmes d'éducation ou de santé². Autre exemple d'intégration forte : le "Programme Economique" proposé chaque année au Congrès par le gouvernement mexicain présente des soldes "avec" et "sans Pemex".

Mais c'est sans doute en Chine que la lecture des comptes publics officiels est la plus difficile. Apparemment, le déficit budgétaire chinois est modeste (pendant la décennie passée, il a atteint un pic de 2,6% du PIB en 2002) et la dette du "general government" très faible : 13% du PIB en 2010³. Par ailleurs, les autorités locales et provinciales ne sont en théorie pas autorisées par la loi chinoise à avoir des budgets déficitaires ni à émettre de la dette. En fait, leurs besoins financiers sont tels, parce qu'une grande partie des dépenses sociales et d'infrastructures sont à leur charge, qu'elles s'endettent à travers des véhicules *ad hoc*, dont la solidité financière intrinsèque est souvent médiocre⁴, et qui ne sont des emprunteurs acceptables que par la garantie implicite que leur apporte le bénéficiaire réel du crédit, l'administration locale⁵. Selon les sources, le montant total de ces dettes est estimé entre 5 000 (Banque centrale de Chine, mi-2009) et 11 000 milliards de yuans (Victor Shih, Northwestern University, fin 2009). Dans le second cas, cela représenterait 40% du PIB. Si l'on ajoute à la dette publique "officielle" non seulement ces dettes des autorités locales, mais aussi celles des banques de développement, et les crédits non performants portés par les "sociétés de gestion d'actifs" créées

² Dans le premier cas, Misión Ribas, dans le second, Barrio Adentro.

³ Source : Moody's Statistical Handbook, mai 2010.

⁴ "Standard & Poor's believes that the stand-alone creditworthiness of most of these entities ranges from moderate to very weak"; Standard & Poor's, "How Big a Worry Are Chinese Local Governments Debts?", 14 mars 2010.

⁵ Ce point met en évidence une autre difficulté méthodologique (présente pas seulement dans le cas de la Chine) dans l'estimation des soldes et des dettes "publiques" : le traitement des garanties (surtout quand elles sont implicites) apportées par une entité publique.

lors du nettoyage des grandes banques commerciales publiques au début des années 2000⁶, le ratio dette publique/PIB passe alors à 70%⁷ : Ce n'est pas dramatique, mais beaucoup moins confortable que 13%.

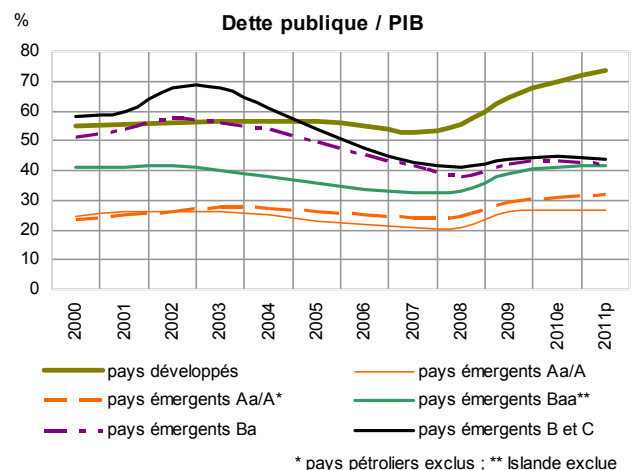
Une dernière définition, centrale pour analyser les finances publiques, celle du "solde primaire". Il s'agit du solde avant paiement des intérêts sur la dette publique (domestique ou extérieure). Le solde après prise en compte des intérêts est souvent appelé "solde financier".

Un désendettement global

Un premier constat, très clair, est que le niveau d'endettement des pays émergents est aujourd'hui très sensiblement inférieur à celui des pays "développés"⁸ : le ratio dette publique/PIB est en 2010 de 70% pour ces derniers, alors qu'il est inférieur à 45% pour les émergents, et même de 27% pour les émergents notés Aa ou A (cf. graphique 1). Par ailleurs, après la crise de 2008-2009 qui a partout provoqué un rebond du ratio dette/PIB, l'écart s'est creusé : alors que pour les pays développés ce ratio continue à augmenter (et toutes les projections indiquent que cette tendance va se poursuivre encore plusieurs années), il s'est déjà stabilisé pour les émergents.

Le désendettement relatif des pays émergents avait commencé dès 2003 (après un pic en 2002) : le ratio dette/PIB y décroît de manière significative dans toutes les catégories de notation (mais plus rapidement dans les pays les plus mal notés). Pendant ce temps, il est resté stable autour de 55% dans les pays développés.

Graphique 1. Un désendettement significatif des émergents



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

⁶ Il conviendrait sans doute d'ajouter aussi une part (inconnue) des prêts massifs accordés par le système bancaire à l'économie (et pas seulement aux autorités locales et à leurs véhicules de *funding*) à l'occasion du plan de relance initié en novembre 2008 : certains de ces prêts deviendront des crédits non performants, dont la charge sera *in fine* portée par l'Etat.

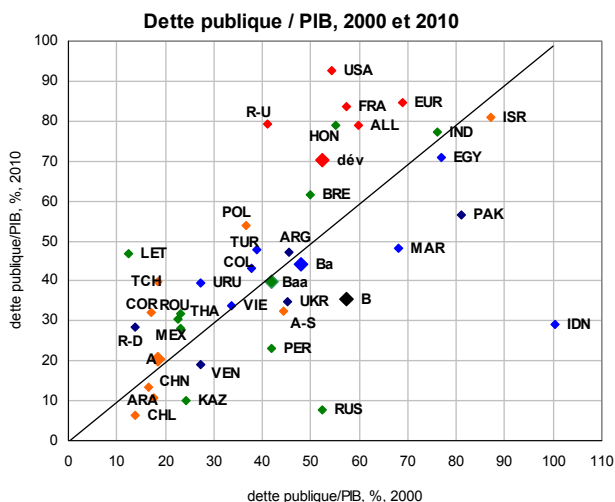
⁷ Bank of America - Merrill Lynch, "Local Government Funding Vehicles: the sub-prime trap for China?", 22 mars 2010

⁸ Dans cet article, la source principale est le Moody's Statistical Handbook dans son édition de mai 2010. Moody's utilise la notion de "general government" (traduit ici par "administrations publiques". A noter que la classification par notation (A/Baa/Ba/...) est celle de mai 2010 : ainsi le Brésil, upgradé par Moody's à Baa3 en septembre 2009, est classé dans le groupe des Baa pour toute la période d'analyse. Un inconvénient de l'utilisation de cette source est qu'elle exclut les pays les plus pauvres, pour la plupart non notés par les agences.

Sans surprise, parmi les émergents, le ratio dette/PIB est en moyenne d'autant plus faible que la notation est meilleure⁹. A l'exception des pays notés Aa ou A, la différence entre les catégories est toutefois beaucoup plus limitée en 2010 qu'en 2000 : il y a aujourd'hui moins de 4% d'écart entre la moyenne des Baa et celle des B et C, contre 17,5% en 2000 : le ratio est donc devenu beaucoup moins discriminant.

Il s'agit évidemment de moyennes. Dans chaque catégorie de pays, il existe des situations et des évolutions atypiques (cf. graphique 2). Par exemple, parmi les pays notés Baa, le ratio dette/PIB en 2010 varie de 7,6% en Russie, avec une forte chute entre 2000 et 2006, et 79% en Hongrie (où il a au contraire augmenté chaque année).

Graphique 2. Des évolutions parfois spectaculaires



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

Parmi les pays ayant le plus fortement réduit le poids de la dette extérieure, trois illustrent divers chemins de réduction du poids relatif de l'endettement public : la Russie, où elle résulte d'un "effort budgétaire" (une forte progression du solde primaire), le Pérou, où le principal facteur de réduction a été la croissance réelle de l'économie, et l'Indonésie, où s'est superposée à la croissance en volume une forte progression nominale du PIB, en raison de la réévaluation du taux de change effectif réel.

L'évolution du ratio dette publique/PIB est liée au solde primaire, au taux de croissance de l'économie, et au taux d'intérêt payé sur cette dette. Si D_t est la dette publique et S_t le solde primaire, on a en effet :

$$D_t = D_{t-1} * (1 + r) - S_t$$

où r est le taux d'intérêt sur la dette publique;

et si Y_t est le PIB et g son taux de croissance (nominal), on a aussi : $Y_t = Y_{t-1} * (1 + g)$

En combinant les deux équations, on obtient, en notant d_t le taux d'endettement ($d_t = D_t/Y_t$) :

$$d_t < d_{t-1} \Leftrightarrow S_t > D_{t-1} * (r - g)$$

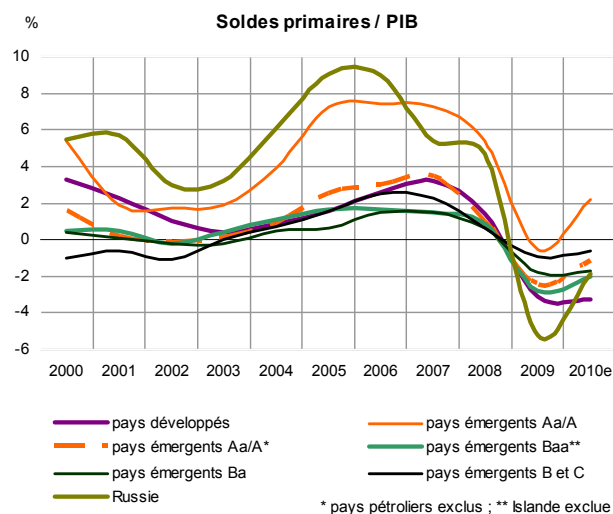
Si le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance ($r > g$), il faut un solde primaire excédentaire, déterminé par la formule ci-dessus, pour stabiliser (ou réduire) le ratio d'endettement.

⁹ Après un ajustement ayant consisté à retirer l'Islande (très endettée), du groupe des Baa.

Une gestion plus rigoureuse des finances publiques

En 2000-2001, 39 des 80 pays émergents notés par Moody's enregistraient un déficit primaire de leurs administrations publiques (il s'agit de la moyenne sur ces deux années). En 2006-2007, ce chiffre était tombé à 20. L'amélioration des finances publiques des pays émergents entre le début de la décennie et 2007 est indiscutable (cf. graphique 3). En 2007, même si l'on retire de l'échantillon cinq pays pétroliers du Golfe Persique¹⁰ (tous notés Aa ou A) aux finances publiques fortement excédentaires, le solde primaire moyen des émergents était de 2,2% du PIB. On observe aussi la performance exceptionnelle de la Russie, avec un excédent primaire moyen de 5,7% du PIB sur la période 2000-2008, qui lui permet de ramener son ratio d'endettement de 52,3% à 5,5%.

Graphique 3. Des soldes primaires sauf exception très homogènes



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

On remarque cependant que cette amélioration n'est pas spécifique aux émergents : les pays développés font même légèrement mieux que les émergents. La meilleure gestion des finances publiques a donc contribué au désendettement des émergents, mais elle n'explique pas pourquoi ils se sont désendettés beaucoup plus rapidement que les pays développés.

Pour beaucoup d'émergents, l'"effort" a cependant été réel, surtout si on compare les années 2000 à la seconde moitié des années 90, pendant laquelle les finances publiques se détérioraient rapidement¹¹. Le "consensus de Washington" qui visait à fixer des principes de "bonne politique économique", datait pourtant de 1990¹², et était déjà sérieusement remis en cause à la fin des années 90. Mais pas ses trois premiers principes :

¹⁰ Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Koweït, Oman, Qatar

¹¹ Voir par exemple, pour l'Amérique latine, M. Cárdenas et E. Lora, "La reforma de las instituciones fiscales en América latina", Banque Interaméricaine de Développement, 2006. Pour l'Asie : "Regional Economic Outlook: Asia and Pacific", FMI, septembre 2005.

¹² John Williamson, "Latin American Adjustment: How Much Has Happened", avril 1990. Les dix principes de Williamson visaient surtout l'Amérique latine après la crise de dette quasi générale des années 80, mais ils ont constitué la base du discours du FMI et de la Banque mondiale pendant la décennie suivante (dans une version moins nuancée que celle de Williamson). Ils incluaient aussi des recommandations beaucoup plus contestées, notamment celles sur la libéralisation des mouvements de capitaux.

(i) la discipline budgétaire ; l'objectif était ici explicitement de maîtriser le ratio dette publique/PIB ;
 (ii) la réorientation de la dépense publique : il s'agissait de mieux définir des "priorités" ; étaient notamment visées les subventions, accusées d'être souvent mal ciblées ;
 (iii) la réforme fiscale : les revenus de l'État, mesurés par le ratio recettes budgétaires/PIB, étaient jugées souvent beaucoup trop faibles.

Vers la fin des années 90, beaucoup de pays ont commencé, de leur propre initiative ou sous la pression des institutions de Washington, à mettre en place des "règles fiscales" (*fiscal rules*). L'objectif à peu près général des règles fiscales est la maîtrise du ratio dette publique sur PIB, parfois habillé de considérations sur le souci de "ne pas pénaliser les générations futures" par une politique budgétaire "irresponsable" dont ils auraient à "porter le fardeau". Un des précurseurs est l'Allemagne : la République Fédérale a inscrit dès 1972 dans sa Constitution des contraintes sur son déficit public. Aujourd'hui, de très nombreux pays ont mis en place des règles très diverses¹³ : (le plus souvent) sur des soldes budgétaires (global ou primaire), sur la progression des dépenses, ou sur des ratios d'endettement (au PIB ou aux revenus publics). Ces règles sont éventuellement adaptables en fonction de la conjoncture (en particulier pour les pays exportateurs de matières premières, qui peuvent ainsi se contraindre à une politique budgétaire contra-cyclique). Surtout, le degré d'engagement varie considérablement d'un pays à l'autre : cela va de traités internationaux qui peuvent même prévoir des sanctions en cas de non respect (par exemple, celui liant les pays de la zone euro) aux simples déclarations "solennelles" d'un président ou d'un Premier ministre en exercice pendant une campagne électorale, en passant par l'inscription dans la Constitution ou le vote d'une loi par le Parlement.

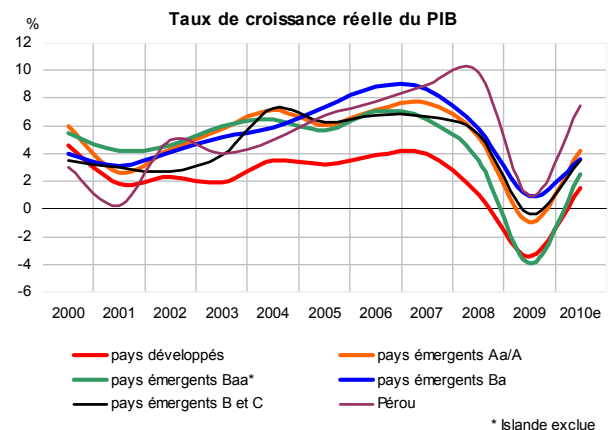
L'impact des règles fiscales est contesté. D'une part, l'intention (affichée par la règle) ne remplace jamais l'action : la discipline est surtout jugée *ex-post*. Le seul fait de disposer d'une règle, voire d'annoncer la prochaine mise en place d'une règle encore à préciser, suffit cependant parfois à prédisposer favorablement les marchés et les agences de notation. Pourtant, il a aussi été avancé que l'un des effets pervers de la mise en place d'une règle fiscale peut être de stimuler la "créativité budgétaire" : sous une pression suffisante, les ministères des Finances peuvent ainsi s'avérer très imaginatifs pour contourner une disposition qu'ils sont chargés d'appliquer. D'autre part, fixer un objectif en termes de solde budgétaire, le cas le plus fréquent, ne garantit rien sur l'efficacité économique ou sur l'équité du système fiscal, ni sur l'efficacité ou la qualité des dépenses publiques. Un exemple d'une telle situation est le Mexique, où l'existence et la mise en œuvre assez rigoureuse d'une règle fiscale conduit à une réelle discipline budgétaire et à une bonne maîtrise de la dette publique mais aussi, en l'absence de réforme fiscale, à une attrition progressive de l'État, de moins en moins capable d'assurer ses fonctions régaliennes et sociales. Donc transparence, surveillance et règle.

¹³ Une analyse approfondie des principes et des pratiques des règles fiscales peut être trouvée dans un papier du Département des Affaires Fiscales du FMI : "Fiscal Rules - Anchoring Expectations for Sustainable Public Finance", FMI, novembre 2009. Son annexe 1 présente un tableau synthétique de l'ensemble des règles fiscales dans le monde.

Le facteur décisif : une croissance plus élevée

La différence entre pays émergents et pays développés dans l'évolution du ratio dette publique/PIB s'explique surtout par le différentiel de croissance (cf. graphique 4). Pendant la période 2000-2010, le taux de croissance annuel moyen des pays développés a été de 1,9% ; il a été de 4,7% pour les pays émergents (ceux notés par Moody's). Sur dix ans et toutes choses égales par ailleurs, le différentiel est de 32%.

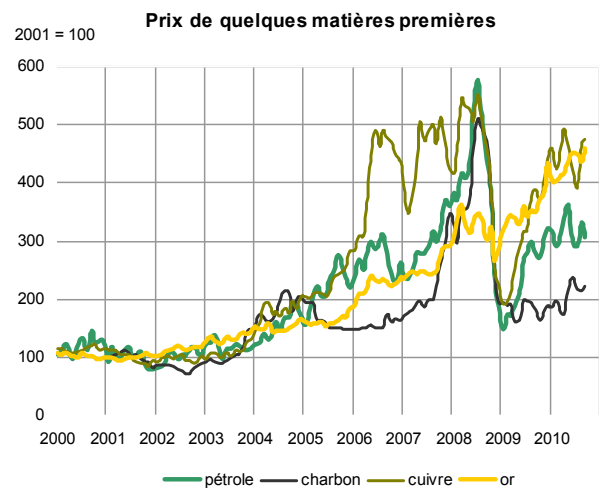
Graphique 4. Un net différentiel de croissance



Source : Moody's, Crédit Agricole SA

Le Pérou a ainsi ramené son ratio dette publique/PIB de 42,0% en 2000 à 23,1% en 2010. Grâce bien sûr à un effort budgétaire, en partant d'une situation très dégradée jusqu'en 1995, mais surtout grâce à des taux de croissance les plus élevés parmi les émergents : 5,5% en moyenne sur la décennie, et même 6,9% depuis 2004, date à laquelle le ratio d'endettement commence à baisser rapidement.

Graphique 5. A little help from my (Chinese) friends



Source : Datastream, Crédit Agricole S.A.

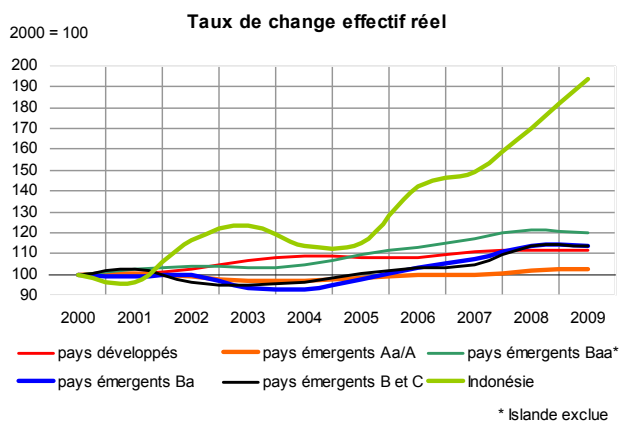
Pour le Pérou comme pour beaucoup d'autres pays émergents (en Amérique latine et au Moyen-Orient, et dans quelques cas en Afrique), l'envolée des prix des matières premières entre 2004 et 2008 (cf. graphique 5), largement nourrie par la croissance asiatique, a évidemment été décisive dans l'accélération de la croissance. Et même si la taxation du secteur minier est parfois faible (c'est le cas au Pérou), la très forte progression des profits des entreprises

et du commerce extérieur (y compris les importations supplémentaires permises par la hausse des exportations) a aussi contribué à renforcer les finances publiques et à dégager des excédents. Certains pays, surtout les exportateurs de pétrole mais aussi le Chili, ont même pu constituer une épargne publique significative, souvent sous la forme de fonds souverains.

Dans la relation entre le solde primaire, le taux d'intérêt sur la dette et le taux de croissance économique pour stabiliser le ratio d'endettement, le taux de croissance "g" est en fait un taux de croissance nominal du PIB en USD. Un taux de croissance élevé (qui, on l'a vu, contribue à réduire le ratio dette/PIB) peut résulter d'une croissance réelle (en volume), mais aussi d'une hausse du taux de change effectif réel : toute chose égales par ailleurs, et sans croissance en volume, le PIB exprimé en USD augmente si la monnaie locale ne se déprécie pas suffisamment pour compenser le différentiel d'inflation (généralement positif) avec les partenaires commerciaux.

Or il apparaît (cf. graphique 6) qu'en moyenne, et à l'exception des pays notés Aa ou A, les devises des pays émergents ont eu tendance à s'apprécier, en particulier à partir de 2004. Pour les autres catégories (Baa, Ba, B et C), la réévaluation réelle moyenne sur la période 2004-2009 est de 18%.

Graphique 6. Une tendance à l'appréciation du TCER



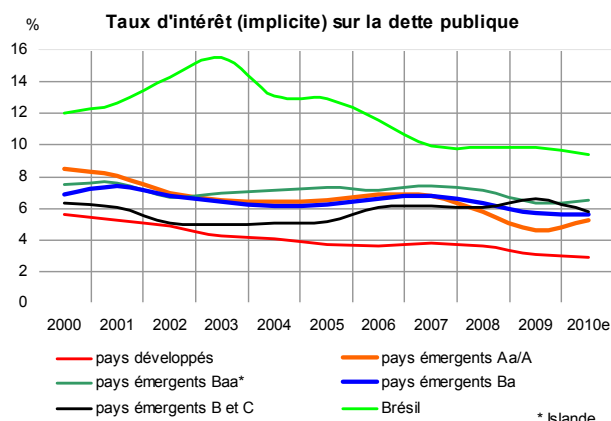
Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

Dans certains cas, cet "effet change" peut être beaucoup plus important, et avoir un impact arithmétique sur le ratio d'endettement nettement plus fort que la rigueur de la gestion des finances publiques ou la croissance réelle de l'économie : en Indonésie, qui est le pays où la chute du ratio a été la plus spectaculaire sur la décennie (de 100% à 29%, voir graphique 2), le taux de change effectif réel de la roupie a augmenté de 94% sur la période. Il s'agit en partie d'une correction progressive après l'effondrement de la monnaie indonésienne lors de la crise asiatique (cours moyen vs. USD : 2 909 en 1997, 10 014 en 1998). Dans le cas indonésien, cette correction s'est faite assez peu par réappréciation nominale (le taux de change IDR/USD varie entre 9 000 et 10 000 depuis dix ans), mais plutôt par non compensation du différentiel d'inflation. Mais dans d'autres cas (Amérique latine, Europe centrale), il y a même eu appréciation nominale de la monnaie locale par rapport à l'USD.

La contribution de la baisse des taux : assez modeste sauf exception

La condition de stabilisation du ratio d'endettement mentionnée plus haut fait aussi apparaître le rôle du taux d'intérêt moyen sur la dette publique : plus il est bas, plus il sera aisé d'atteindre les chiffres de croissance ou de solde primaire autorisant la stabilisation. Il ne semble pas que la baisse des taux d'intérêt ait joué un rôle décisif dans la diminution du ratio d'endettement moyen des émergents. Elle est en effet restée, à quelques exceptions près, très modeste (cf. graphique 7¹⁴).

Graphique 7. Une baisse limitée des taux d'intérêt



Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

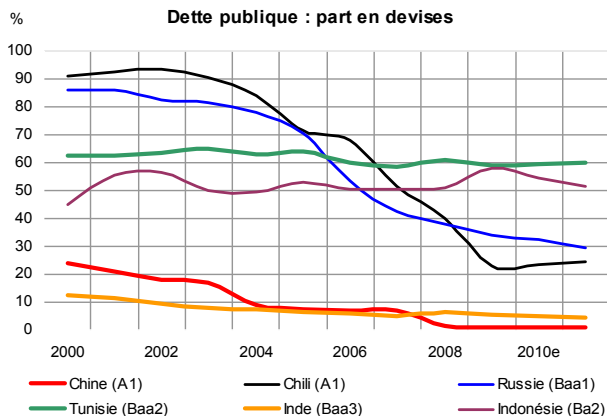
Une des exceptions est le Brésil : en raison de son historique d'instabilité, de la part très élevée des devises et de la dette en *reais* mais à taux flottant (seulement 2,2% de la dette était en *reais* à taux fixe en 2002), mal noté par les agences (B+ avec *outlook* négatif pour Standard & Poor's en juillet 2002), avec des marchés financiers effrayés par la perspective de l'élection de Lula en 2002, le pays payait au début de la décennie un taux d'intérêt très élevé sur sa dette publique (jusqu'à 15,6% en 2003). Même si ce taux reste aujourd'hui largement au-dessus de la norme pour les pays de même notation (9,4% contre 6,5%), l'amélioration des conditions d'endettement du Brésil est très significative et a contribué à faire baisser le ratio dette publique/PIB.

Une dette de plus en plus locale

Une évolution importante des dettes publiques des pays émergents est la tendance assez générale des Trésors à essayer de satisfaire une part croissante de leurs besoins de financement en devises locales, par les marchés locaux.

Dans certains pays, le développement de fonds de pensions locaux a grandement contribué à cette évolution, d'autant que leur réglementation limite souvent leurs possibilités d'investir à l'étranger. Mais des investisseurs institutionnels internationaux, à la recherche de rentabilité et dont l'aversion au risque émergent est sans doute devenue moindre et en tout cas plus sélective, participent de plus en plus aux émissions de titres publics en monnaies locales. "Financement en monnaie locale" n'est donc pas synonyme de "financement domestique".

¹⁴ Les taux d'intérêt représentés par le graphique 7 sont "implicites" dans le sens où la source utilisée (Moody's, voir note 3) ne les donne pas directement. Ils ont été calculés en rapportant le ratio "intérêts/PIB" (lui-même calculé comme différence entre les ratios "solde financier/PIB" et "solde primaire/PIB") au ratio "dette publique/PIB".

Graphique 8. Une part en monnaie locale (en général) en hausse

Source : Moody's, Crédit Agricole S.A.

La part du financement en monnaie locale ne croît pas partout au même rythme. D'une manière générale, elle est plus élevée dans les pays émergents les plus avancés, qui disposent plus souvent d'un marché local des capitaux émergent ou même développé : la part des devises est de 30% dans les pays notés Aa ou A, 40% dans les Baa, 55% dans les Ba, et jusqu'à 65% dans les pays notés B ou C. Mais à l'intérieur d'une même catégorie de notation, les différences peuvent être très nettes (cf. graphique 8), entre des pays ayant toujours privilégié le financement domestique de la dette publique, et où la part de la dette en devises est très faible depuis longtemps (l'Inde), ceux qui ne réussissent pas, par exemple en raison d'un marché domestique des capitaux trop étroit, ou qui ne souhaitent pas ponctionner ce marché (la Tunisie), et ceux qui il y a dix ans étaient très dépendants des marchés internationaux mais ont réussi à basculer sur des financements en monnaie locale (le Chili).

Les perspectives à moyen terme : les besoins augmentent

Peut-on prolonger la tendance passée au désendettement des émergents ? Nous sommes assez franchement optimistes sur ce qui a été depuis dix ans le principal facteur de la baisse du ratio dette publique/PIB : la croissance des émergents devrait rester soutenue dans les pays émergents, même si la purge des bilans dans les pays développés (États, et dans certains cas ménages) y freinera la progression de la demande adressée au reste du monde.

Quand la Chine nous notera...

En théorie, tous les États peuvent faire défaut. Mais en pratique, un lien s'est opéré, tout au long du XX^e siècle, entre la mesure du risque souverain et la notion de développement. À l'inverse, les corrélations entre rating souverain, solvabilité et liquidité se sont affaiblies pour les pays développés. Cela s'explique par la prise en compte d'autres facteurs, propres à la notation des États, du type *willingness to pay*, gouvernance, capacité à produire de la richesse, capacité à se financer ou non, dans sa propre monnaie, etc. Comment ces critères vont-ils résister à la réduction du risque relatif sur les pays émergents ? Comme à chaque crise, il va sans doute falloir redéfinir les frontières du risque souverain et des différentes catégories de pays. Mais il faut aussi, plus profondément, s'interroger sur la signification d'un passage dans la catégorie *Investment Grade* et sur les différences croissantes entre la notation du risque souverain et celle du risque pays.

Le défaut de paiement d'un État : la théorie

En juillet dernier, l'agence de rating chinoise, Dagong rating, publie son premier rating souverain. Les États-Unis obtiennent un double A, la France et la Grande-Bretagne reçoivent un AA-. Seules la Norvège, la Suisse, le

La croissance du PIB par les prix, ou par le taux de change effectif réel, est beaucoup plus incertaine. Les monnaies de nombreux pays émergents (Brésil, Afrique du Sud...) sont déjà surévaluées, et l'impact de cette surévaluation sur l'activité domestique inquiète les gouvernements. Même en imaginant que ces monnaies échappent à une correction brutale (grâce aux prix des matières premières, aux entrées de capitaux), leur potentiel d'appréciation est sans aucun doute bien moindre qu'il y a dix ans. Les taux de change contribueront donc peu à de nouvelles baisses des ratios d'endettement.

L'apport des taux d'intérêt devrait quant à lui persister. La liquidité des marchés, la recherche de rentabilités qui resteront quoi qu'il arrive plus fortes que dans les pays développés "sans risque", et le niveau initial des taux d'intérêts en monnaies locales – vers lesquelles de plus en plus de pays vont se tourner – permettent des baisses supplémentaires.

Le pronostic le plus difficile est celui sur les soldes des finances publiques. L'expérience des pays développés tend à montrer qu'avec la progression des revenus par tête, avec l'élévation des niveaux d'éducation, et avec le vieillissement des populations, les attentes des citoyens tendent à augmenter. Beaucoup d'émergents devront en outre, pour ne pas bloquer la croissance de leur économie, financer des programmes d'infrastructures souvent très lourds.

Face à ces besoins, les États ne disposent pas de beaucoup de marge côté recettes : même si leur prélèvement sur l'économie est nettement inférieur à ce qu'il est dans les pays développés (le ratio recettes publiques/PIB est le plus souvent inférieur à 30%, voire à 20%), la légitimité de l'impôt n'y est pas toujours forte. Soit parce que les citoyens estiment (parfois avec quelque raison) que la médiocrité des services fournis par l'État en contrepartie des prélèvements fiscaux est médiocre, soit en raison de l'histoire politique du pays (en Europe centrale et orientale), soit parce que, dans un contexte d'inégalités fortes, les plus riches estiment ne rien devoir ni aux pauvres ni à l'État (Amérique latine). Sans anticiper de dérapage majeur, il ne nous semble donc pas acquis que les finances publiques des pays émergents dégageront dans la décennie à venir les excédents qui ont contribué au désendettement relatif des États depuis dix ans. ■

Jean-Louis MARTIN

jean-louis.martin@credit-agricole-sa.fr



la capacité de remboursement des États » a déclaré le président de Dagong, Guan Jianzhong.

Que répondre à M. Guan ? Essentiellement que l'appréciation d'un risque souverain va au-delà de l'analyse des finances publiques en termes de capacité de remboursement. Il y a aussi la volonté de payer, la capacité à stabiliser une trajectoire de croissance, de résister aux chocs et donc, de produire de la richesse à long terme. Il y a l'intensité des risques systémiques internes et externes, l'existence ou non d'un prêteur en dernier ressort et l'accès aux liquidités, sur un marché en monnaie nationale ou non. Néanmoins, sa question fait bel et bien écho à une interrogation plus profonde des marchés sur le lien entre les ratings souverains et l'analyse des finances publiques.

Qu'est-ce que le défaut de paiement d'un État ?

La définition du risque souverain fait à peu près consensus. C'est le risque qu'un État ou une entité sous garantie publique¹⁵ soient en défaut de paiement sur leurs dettes en devise ou en monnaie locale, hors la dette bilatérale ou auprès des organisations multilatérales. Les agences attribuent une note différente à la dette en monnaie locale et la dette en devise. En général, il y a peu de différence entre ces deux classements pour les pays développés mais l'écart est plus large pour les pays émergents, avec un rating en monnaie locale supérieur. Selon une étude de Standard and Poor's recensant les défauts souverains constatés entre 1975 et 2004, le taux de défaut sur la dette en monnaie locale s'élevait à 2% contre 11,9% pour la dette en devise (Paget Blanc, Painvin, 2007).

Il est moins facile de savoir à partir de quel moment un État est officiellement en défaut de paiement – sauf lorsqu'il se déclare lui-même en situation de moratoire, sujet sur lequel les Russes, par exemple, ont été très clairs en août 1998¹⁶... Comment distinguer le retard du défaut ? Là-dessus, il n'y a pas consensus et la règle bancaire des 90 jours de retard reste contingente aux entreprises. Pour Standard and Poor's, un État est en défaut de paiement dès qu'il cesse de payer le principal ou les intérêts, ou bien dès qu'il propose un échange contre une dette présentant des conditions moins favorables. Pour Fitch, certaines situations seront considérées comme des retards liés à des « disputes contractuelles », mais si la somme en jeu est importante, le pays sera, quoi qu'il en soit, placé en catégorie de « défaut restreint ».

Effectivement, la plupart des pays sont souvent en situation de défaut partiel : ils ne remboursent qu'un segment de leur dette, comme l'Equateur en 2008. Les créanciers ayant appris à leurs dépens que cette situation pouvait durer longtemps, une catégorie spéciale de « selected default » a été introduite par les agences de rating dans leur grille de notation.

¹⁵ La notion de garantie explicite est importante car les investisseurs sont souvent tentés de présupposer qu'un Etat prêteur en dernier ressort se portera au secours des entreprises ou des banques publiques en crise de paiement. Pour qu'un Etat intervienne, il ne suffit pas qu'il soit actionnaire, il faut surtout qu'il y ait un risque systémique : c'est la logique du « too big to fail », qui s'est imposée depuis que le journaliste Walter Bagehot regrette, en 1873, que la Banque d'Angleterre ne puisse pas intervenir « freely and readily » pour éviter une panique financière. Ce « principe de Bagehot » semblait bien ancré depuis la Seconde Guerre mondiale, mais son appréciation est sujette à discussion depuis l'affaire Lehman.

¹⁶ Malgré les efforts d'Anne Krueger, Directrice générale adjointe du FMI en 2002, l'idée d'un droit international de la faillite et d'un « chapitre XI » des Etats n'a pas fait son chemin.

Quelques exemples de défauts sélectifs (SD)

	date du défaut	durée du SD
Russie	1999	22 mois
Pakistan	1999	11 mois
Indonesie	1999	1 jour
Indonesie	2000	6 mois
Argentine	2001	54 mois
Indonesia	2002	4 mois
Paraguay	2003	18 mois
Uruguay	2003	1 mois
Grenade	2004	11 mois
Venezuela	2005	1 mois

Source : standard and Poor's (2009), Crédit Agricole S.A.

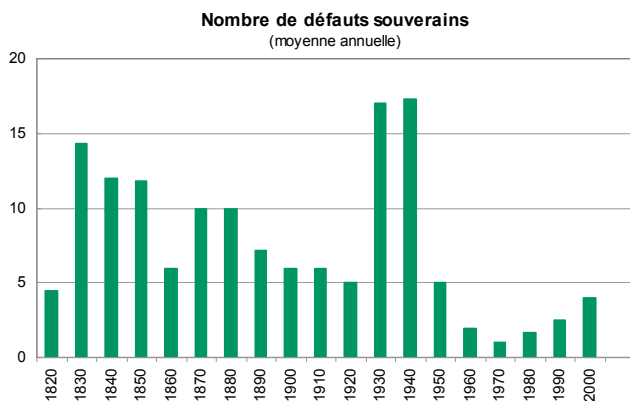
Le paiement sélectif peut devenir une arme de négociation redoutable pendant les restructurations au Club de Londres, semant la zizanie parmi la communauté des créanciers. Ceux-ci ont plus de difficultés à proposer une offre globale, perturbés par les paiements segmentés de leur « client ». Le rapport de force joue alors au bénéfice du débiteur en cessation de paiement : plus le défaut de paiement est important, plus le risque d'une telle situation existe. Là encore, la restructuration russe de 1998 a été un cas d'école.

Tous les États peuvent-ils être en défaut de paiement ?

Théoriquement, oui. D'ailleurs ils sont notés dans les mêmes ratings souverains. Pourtant, une réalité s'est imposée : la notion de développement semble connectée avec celle de risque souverain et les pays « développés » étaient tous notés A, ou plus, jusqu'à la crise de 2009. Au point que les marchés semblaient avoir oublié un moment que le défaut souverain est une hypothèse valable pour tous.

Cette appréciation renvoie d'abord à une réalité statistique : selon Standard and Poor's, seulement 1,1% des pays *Investment Grade* (IG) ont fait défaut sur leurs obligations en devise depuis 1975 contre 29,7% sur la catégorie *Speculative Grade* (SG). De plus, la catégorie IG est historiquement beaucoup plus stable : un pays noté AAA n'a que 2,3% de chance de connaître un changement de rating sur une année contre 12,3% pour un pays noté BB. Il était donc facile d'oublier qu'avant 1970, le FMI apportait aussi son soutien aux pays développés, et il fallait effectivement remonter aux années 80 pour que des pays « développés » soit dégradés (le Danemark et l'Australie). Enfin, l'augmentation du nombre de souverains notés par les agences de rating à partir des années 90 (125 États notés par Standard and Poor's en 2010, 110 par Moody's et 107 par Fitch) s'est faite essentiellement dans la catégorie *Speculative Investor*, avec l'arrivée de nouveaux États sur les marchés financiers (un seul état en *Speculative* en 1990 sur 31 notés). Ceux-ci sont globalement de moins bons risques (avec une visibilité statistique faible et un historique de paiement plus resserré), ce qui explique en partie l'augmentation du nombre de défauts souverains après une période historiquement basse de 1950 à 1980 (cf. graphique 1).

Graphique 1. Les tendances historiques en matière de défauts souverains



Source : Standard and Poor's, Crédit Agricole S.A.

En pratique, un risque souverain concentré sur les pays « non développés »

Le lien entre risque souverain et développement correspond également à une réalité historique : cette connexion existe en fait depuis les premiers classements de risque pays.

Risque souverain et développement : une histoire liée

Dès 1871, à l'initiative de Henri Germain, président du Crédit Lyonnais, le service des études financières tente pour la première fois en France de classer les pays en fonction de leur solvabilité souveraine. Trois groupes sont définis à partir d'une méthode « rationnelle » dont H. Germain trace lui-même les grandes lignes :

Les finances publiques des États doivent être minutieusement reconstruites afin d'éviter les erreurs, (« voulues ou non » dit H. Germain), dans l'appréciation de la dette publique. Les rédacteurs de la « méthode » insistent en particulier sur la réintégration des dépenses extra budgétaires : « Les dépenses importantes ont été, de tout temps, inscrites en dehors des comptes ordinaires ».

Transparence et dépendance

Dans les pays émergents, il n'y a pas une relation linéaire entre la transparence statistique et la nature du régime. Les facteurs les plus importants seraient plutôt la dépendance vis-à-vis des financements privés ou publics externes et les équilibres institutionnels internes (relations avec le parlement ou les grandes entreprises – la Banque mondiale a d'ailleurs développé un indice de « capture de l'État » pour connaître le degré d'indépendance de ce dernier vis-à-vis des groupes d'intérêts). Enfin, les pays émergents savent – aussi – faire preuve de créativité comptable, que ce soit dans la valorisation des produits d'une privatisation, la mauvaise affectation d'un revenu, etc. La liste des erreurs d'appréciations grecques entre 1993 et 2009 (50 contre 4 pour l'Allemagne) nous incite à croire que c'est un indicateur intéressant (OECD, Koen, Noord – 2005) de risque sur les finances publiques. Mais rappelons que la Deutsche Bank elle-même a procédé à une réévaluation très contestée de ses réserves en 1997.

H. Germain insiste ensuite sur l'approche historique des comptes publics, afin de trier les facteurs structurels et conjoncturels. Fitch intègre encore cette vision aujourd'hui en distinguant, dans son analyse des finances publiques, les éléments « cycliques » et la part du structurel, en particulier en

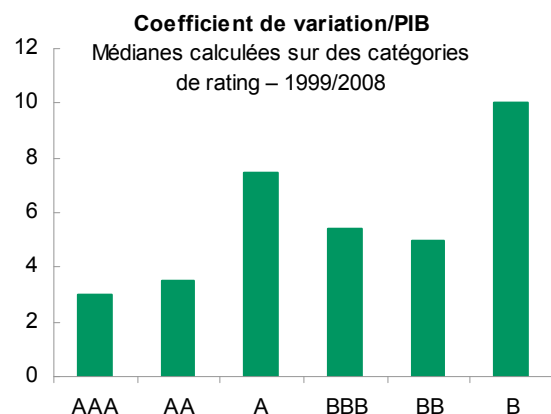
intégrant une estimation de la cyclicité des soldes budgétaires et de la volatilité des revenus (cf. graphique 2). Ce critère reflète bien le classement souverain des pays, excepté pour les notes A et BBB, catégories dans lesquelles la volatilité des revenus est un peu plus forte.

Toutes les agences déclarent mener aujourd'hui des analyses « through the cycle » (TTC) et non plus « point in time » (FMI – 2010), afin d'avoir une plus grande stabilité de leur notation, ce qui est un des éléments clé de leur crédibilité. Mais leur capacité à mesurer l'impact des éléments conjoncturels sur le cycle reste sujette à caution.

La résistance au choc : un critère de plus en plus important

D'une façon plus générale, ce souci de la résistance aux chocs externes ou internes est mis en avant par toutes les agences dans tous les types de notes – que ce soit pour le risque politique, l'étude du budget, de la conjoncture ou des comptes externes. C'est une des différences avec les ratings avant la crise asiatique et c'est surtout une façon, non pas de mesurer l'intensité du risque systémique, mais la capacité des économies à lui résister. C'est également le sens des stress scénarios que développe à présent Standard and Poor's pour mesurer la capacité de rebond des économies. Et c'est finalement une des solutions que les agences ont trouvées, jusqu'à présent, pour intégrer le risque systémique dans les notations.

Graphique 2. Volatilité des revenus du gouvernement



Source : Fitch, Crédit Agricole S.A.

Selon H. Germain, la dynamique de la dette doit enfin être complétée d'une étude des actifs publics, afin de distinguer les États ayant préféré les dépenses d'investissement (susceptibles de produire de la richesse) aux dépenses de consommation. C'est ainsi qu'au début du XX^e siècle, la Russie se retrouve devant l'Angleterre, ayant investi dans les chemins de fer alors que la Couronne avait opté pour des dépenses militaires dans ses colonies... On retrouve exactement le même facteur aujourd'hui dans des études analysant les déterminants des *spreads* souverains dans les pays émergents : toute chose égale par ailleurs, la qualité des dépenses publiques d'un État (productive ou non) influence toujours la prime de risque (E. Baldacci, M. Kumar, 2010). Plus généralement, les *spreads* sont très marqués par la capacité d'un pays à mettre en place une politique donnée, ce que les agences ont peu à peu appelé le « government effectiveness », terme qu'il a fallu inventer dans son application à l'État ...

La montée en gamme des critères qualitatifs

L'application de la méthode d'Henri Germain donne un premier classement, qui a été reconstitué à partir d'archives historiques (M. Flandreau, 1998).

Ce « rating » mettait en bonne place l'Europe germano-nordique et les « PIGS » de la crise de 2009 étaient en bas de classement. Cela évoque irrésistiblement certaines études qui donnent le *track record* comme un indicateur important du risque souverain : les défauts de paiement des États seraient sensibles à des récurrences. Elles s'expliqueraient par une combinaison de différents facteurs qui impactent leur volonté de payer. Cette mesure de la « willingness to pay » est l'une des grandes différences entre la notation souveraine et la notation des entreprises.

Peut-on mesurer la bonne volonté ?

La « willingness to pay » d'un État est plus ou moins prise en compte par les agences, un peu plus pondérée, selon le FMI, chez Fitch et Standard que chez Moody's, qui reste plutôt axé sur la capacité à payer. Elle est conditionnée par :

1 – Le degré de dépendance vis-à-vis des investisseurs étrangers : les pays fournisseurs de matières premières stratégiques ont une moins forte « willingness to pay » que les pays dépendants financièrement ou commercialement de la communauté internationale. En effet, la mesure de la volonté de payer d'un pays renvoie toujours à une comparaison des coûts relatifs entre deux stratégies : honorer le service de sa dette ou faire défaut – la perte d'accès au marché international étant le premier effet évident de l'arrêt des paiements (Obstfeld et Rogoff – 1990).

2 – La faible mémoire des marchés : elle minimise le risque de réputation, sauf en ce qui concerne les investissements directs étrangers, car ces derniers accordent une grande place à la gouvernance – par exemple la stabilité réglementaire – dans leurs choix d'implantation. Cette insuffisante mémoire des marchés est parfois dénoncée comme une forme d'incitation à faire défaut pour les pays, d'autant qu'une restructuration de dette, dès qu'elle s'achève, a pour effet mécanique de faire remonter les pays dans les ratings, les ratios d'endettement étant moins élevés. Le *track record* est donc la seule façon de pondérer cet effet.

3 - La garantie d'une saisie des actifs en cas de défaut a joué un rôle historique qu'on sous-estime, à l'origine à la fois d'interventions militaires (Mexique, 1861) et aussi des plus belles faillites de l'histoire économique : Louis XIV finance ses guerres à crédit et invente ensuite les premiers *debt equity swap* en échangeant des monopoles contre de la dette. Opération qui conduira à la faillite de Law en 1716¹⁷. Mais la possibilité de saisir des actifs à l'issue d'un défaut souverain reste très limitée en pratique aujourd'hui. Quant aux sanctions commerciales, la principale difficulté est de convaincre les opérateurs commerciaux dans le pays créateur de les appliquer (Bulow, Rogoff, 1989).

En 1911, pour le Crédit Lyonnais, « les calculs du SEF n'étaient rien d'autre qu'une méthode purement scientifique, qu'il convenait de tempérer lors des décisions d'investissements »¹⁸. Le classement des pays est donc refait empiriquement par les économistes : l'Angleterre remonte au premier rang de la notation car c'est le « pays le plus riche et le plus développé au monde » et l'Italie passe devant l'Espagne. Au final, ces premiers ratings sont revus à la lumière d'un critère qualitatif touchant au développement, conçu comme capacité à produire de la richesse future.

¹⁷ Les contrats de dette souveraine incluaient des clauses de garanties donnant un justificatif légal pour une intervention militaire. Des opérations de contrôle international ont ainsi eu lieu en Turquie et en Grèce (N. Herbaut, 1901, « le contrôle international en Egypte, Turquie et Grèce », congrès international des valeurs mobilières.

¹⁸ Archives du Crédit Lyonnais. « Comment évaluer la santé financière d'un Etat » 1911. *Note du Service d'Etude financière*.

Aujourd'hui encore, les critères qualitatifs jouent un rôle essentiel dans les ratings, que ce soit dans les indicateurs eux mêmes ou dans le process de notation (comparaison avec les « peer group » chez moody's par exemple). Les tentatives pour objectiver la notation de la gouvernance, par exemple avec le KKZ de la Banque mondiale, ne doivent pas masquer le fait que la plupart des indicateurs sont construits à partir de sources qualitatives sujettes à discussion quand à leur construction – trop d'agrégation et de corrélations – ou leur utilisation.

L'utilisation de ce type d'indicateurs dans les ratings vise à stabiliser les classements et participe à la logique de l'appréciation souveraine « through the cycle ». Cependant, certaines études soulignent que c'est justement la partie qualitative des modèles qui expliquerait la procyclicité des ratings (Ferri, Lui, Stiglitz – 1999), remettant en question cet effet stabilisateur.

Le déplacement de l'épargne dessine les nouvelles frontières du risque souverain

Le XX^e siècle a donc construit une histoire des *ratings* où une corrélation s'est établie entre développement et solvabilité des États. Deux événements contraires et espacés d'à peine dix ans, viennent fragiliser cet ordonnancement du risque souverain au début du XXI^e : la meilleure solvabilité de nombreux pays émergents et la moins bonne de certains pays développés. Chacun dans son sens contribue à réduire la prime de risque relative des pays émergents. D'un côté la Chine et de l'autre la Grèce...

La Chine et la Grèce en « effet ciseaux »

L'élément fondateur de ce renversement de perspective a été l'apparition d'excédents structurels pour quelques grands pays. C'est le déclencheur conjoncturel qui leur permet d'abord d'accumuler des réserves, de se désendetter et de réduire leurs déficits externes et internes. Puis de nourrir une dynamique de croissance jusqu'à évoquer aujourd'hui un possible « decoupling », qui s'accompagne d'un développement des investissements des pays émergents vers les pays développés.

Les ratings souverains sont mal préparés à ces changements structurels, construits à partir de modèles de pays en déficit d'épargne et intégrant de nombreuses variables sur les comptes extérieurs et leur couverture. Ce déplacement de l'épargne mondiale bouleverse aussi la logique de seuils d'alerte, qui règle les anticipations des marchés. Par exemple, que veut dire la limite de 100% que le FMI impose aux pays dans la couverture de leur dette à court terme par les réserves de change, alors que la moyenne des émergents sur ce ratio est aujourd'hui à 160%...

Quoi qu'il en soit, ces nouveaux « pays émergents solvables » remontent naturellement dans les ratings (comme le font d'ailleurs aussi les pays pétroliers en phase de prix élevés). La rencontre avec les moins bons des développés se fait dans la catégorie A+ (Standard and Poor's, 2009) quand la Chine et le Chili touchent l'Italie. Puis, la crise de 2009 va rendre la frontière entre pays développés et émergents définitivement poreuse, avec le *downgrading* de la Grèce. Aujourd'hui, dans le classement de Standard and Poor's, celle-ci côtoie l'Azerbaïdjan, l'Égypte, la Colombie ou la Roumanie. Et elle s'installe bien au-dessus de l'Ukraine dans les anticipations de risque souverain des investisseurs, comme en témoigne le *spread* sur les CDS début octobre 2010 (763 points de base contre 511 pour Kiev en octobre 2010).

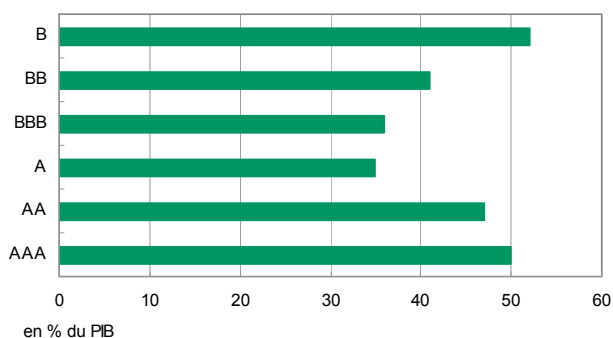
La crise de 2009 estompe encore les frontières implicites du risque souverain. Elle interpelle autant les économistes des pays développés que les économistes de risques pays : chacun se demande où s'arrête désormais son périmètre. Finalement, quelle est la différence, en terme d'analyse souveraine, entre un pays de l'OCDE à forte dette et à déficits publics, et un pays émergent sans déficit et à faible endettement ? Et comment s'explique leurs positionnements dans les ratings ? La situation conjoncturelle nouvelle impose une relecture des critères d'analyse du risque souverain.

La remise en question des critères inconditionnels de risque

Les critères utilisés pour construire des ratings souverains se répartissent en catégories plus ou moins similaires, mais jusqu'à la crise asiatique, seuls un faible nombre de variables influençait vraiment les classements des agences. Cantor et Packer (1996) montrent que 90% des variations de notes s'expliquaient par seulement six indicateurs qui laissaient d'ailleurs complètement de côté les flux de capitaux, la liquidité ou le secteur financier : le PIB par habitant, la croissance du PIB, l'endettement extérieur, l'expérience d'inflation, l'histoire des défauts de paiement et le niveau de développement économique. Cela explique sans doute la difficulté que les agences ont eu à anticiper les crises monétaires des années 90 (Rheinhardt, Carmen M, 2002).

Après la crise asiatique, l'OCDE prolonge cette critique (OCDE, 2003) : les classements des agences mettraient trop l'accent sur la flexibilité de la fiscalité et sur la solvabilité des États, pas assez sur la santé financière et l'analyse du secteur bancaire. Toujours selon l'OCDE, Moody's capterait d'ailleurs mieux les crises dites de première génération (dans le cas où les déséquilibres macro-économiques entraînent la crise financière, comme au Mexique en 1982) tandis que Standard and Poor's repère plus tôt les crises de seconde génération (sur le modèle asiatique, des crises déclenchées par un problème d'illiquidité et de faiblesse du secteur financier). Cela renvoie au constat d'une surpondération, chez Standard and Poor's, accordée aux critères de transparence et de qualité des données fiscales (FMI, 2010).

Graphique 4. Dette générale du gouvernement
(médiane pour chaque catégorie – 1999 – 2008)



Source : Fitch, Crédit Agricole S.A.

Mais c'est surtout l'approche par les seuils d'alerte inconditionnels qui ne correspond plus aux exigences de la conjoncture (N. Roubini, P. Manasse, 2005) : le dépassement des seuils d'alerte sur les indicateurs clés de solvabilité ou de liquidité ne suffit pas à expliquer les crises souveraines. Seule une combinaison de plusieurs vulnérabilités permettrait de saisir correctement l'une des quatre situations types de crise souveraine – l'insolvabilité, l'illiquidité, les crises du change ou les chocs de croissance négatifs.

L'analyse empirique du classement des agences par groupes de pays de risque similaire (*peer groups*) confirme les positions de N. Roubini en 2005. Certains indicateurs ne sont plus en relation linéaire avec les classements et cela préfigure le mélange désormais à l'œuvre dans les ratings entre pays développés et pays émergents. Très exemplairement, le ratio de dette publique est élevé en haut et en bas des classements, laissant redouter que la discipline budgétaire soit une pratique réservée aux pays à la limite de l'*Investment Grade*.

La sous-estimation récurrente du risque de liquidité

Les Chinois interprètent la distance que les agences de rating occidentales ont prise avec une vision classique de la solvabilité comme un biais idéologique mais il existe d'autres explications. L'argument monétaire est le plus fort, évoqué par G. Longueville et E. Vergnaud (2010). Pour les pays à monnaie forte, « la distinction usuelle entre risque souverain en devise et risque souverain en monnaie locale n'est guère pertinente »... Le financement peut être assuré par les banques centrales et donc la liquidité d'un État serait surtout liée à sa politique monétaire – et pour les États en zone monétaire, au rôle (ou non) de prêteur en dernier ressort de la banque centrale commune. C'est le cas dans la zone euro où l'interrogation sur le risque de liquidité souverain renvoie aux limites du parapluie européen : les marchés cherchent aujourd'hui à savoir si les frontières du prêteur en dernier ressort correspondent à celles de l'Euro.

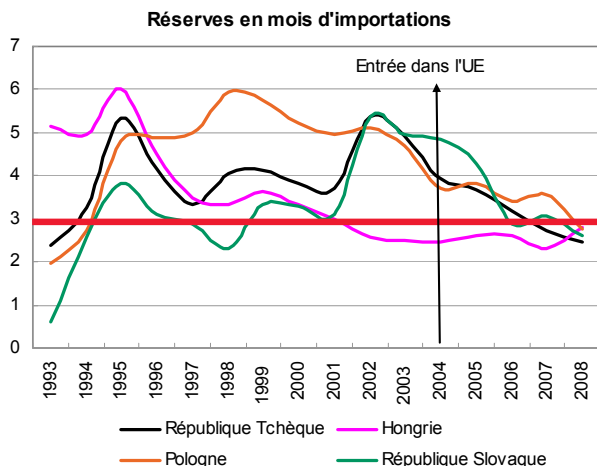
Peu à peu, pour les pays dits développés, les analystes ont donc intégré la possibilité d'un découplage entre le risque de solvabilité et de liquidité, même en situation de surendettement public (ce qui est contraire aux modèles de première génération de crise souveraine). La contrainte de liquidité a été considérée comme statistiquement négligeable, et l'analyse du risque souverain des pays développés s'est surtout concentrée sur une vision historique comparative des revenus et de la charge de la dette, exprimée dans les ratios de soutenabilité. En somme, on compare la richesse à la dette dans un monde sans contrainte à court terme. Or, la crise grecque semble avoir prouvé que l'on a surestimé la capacité des pays développés à créer de la richesse et également sous-estimé leur capacité à créer des inerties financières.

Le contexte global de surliquidité a également accentué l'indifférence des marchés au risque de liquidité sur les pays développés : « la disponibilité croissante de l'épargne globale a rendu les *spreads* de plus en plus dépendants des préférences globales des investisseurs, tandis que les critères spécifiques de risque pays jouaient un rôle beaucoup plus limité » (Kumar, Manmohan S. and Okimoto T., 2010). Finalement, les *spreads* étaient donc peu influencés par les estimations comparées du risque souverain dans les différents pays développés (le « home bias »). Et à même risque, les pays émergents continuaient à payer une prime supplémentaire de « réputation ». La crise de 2009 est en train de renverser cette tendance car la prime sur les émergents se réduit tandis que le « home bias » fait son retour sur certains pays développés – les plus bas dans les ratings. On retrouve sur les *spreads* l'impact du double effet en ciseaux « Chine/Grèce »...

Il est frappant de retrouver dans la crise grecque – mais dans un autre contexte – un refrain que l'on avait déjà entendu au moment de la crise asiatique ou mieux encore, de la crise russe, quand le défaut souverain avait entraîné la faillite du fonds LTCM et l'assèchement de la place de New York : les *ratings* sous-estiment de façon récurrente les risques de liquidité. Le FMI confirme et élargit ce soupçon dans son

dernier rapport sur la stabilité financière mondiale : la dette à court terme « n'est pas un facteur significatif pour déterminer le niveau d'un rating souverain ». Pourtant, toujours selon le FMI, cette même dette à court terme expliquerait près de 30% des mouvements récents dans les *spreads* des CDS sur le souverain¹⁹. Facteur discriminant pour les marchés, donc, mais pas pour les ratings. On touche peut-être là aux limites des modèles « through the cycle »...

Graphique 5. L'entrée dans l'UE provoque une baisse des réserves



Source : Institute of International Finance, Crédit Agricole S.A.

Dans l'UE, cette logique a joué à plein se transformant parfois en une dangereuse mécanique d'aléa moral. Elle a expliqué la convergence des *spreads* pour des pays où le risque souverain était pourtant sensiblement différent et surtout, la réduction progressive du niveau des réserves de change en Europe centrale au moment de l'intégration. La Hongrie par exemple, avait toujours veillé à maintenir un niveau confortable de réserve, ce qui l'a partiellement sauvée au moment de la crise thaïlandaise. Et c'est malheureusement l'approche de l'intégration européenne qui l'incite à relâcher cette discipline. Un effet crédibilité ?

Pourtant, l'analyse du risque de liquidité a évolué au travers des crises, et il a même été déterminant pour façonner les différents modèles théoriques d'analyse. En 1980, il est indissociable de la solvabilité pour les crises de première génération, qui renvoient à des déséquilibres internes structurels et aussi à une lecture de haut en bas de la balance des paiements (les déséquilibres de l'économie réelle entraînent les déséquilibres monétaires). Le risque de liquidité s'autonomise pendant les années 1990 et l'analyse des crises de seconde génération : la crise vient à la fois de zones de fragilités (fiscales ou externes) et de risques systémiques logés dans les secteurs bancaires. On commence alors à lire les balances des paiements de bas en haut (les mouvements monétaires entraînent l'économie réelle). Reste à intégrer dans les *ratings* une mesure de la liquidité comme résultante du risque systémique, qui en est alors l'indicateur avancé...

Et aujourd'hui, que signifie le passage à l'Investment Grade ?

Un article de Standard and Poor's de fin septembre 2009 pose la question suivante : « Pourquoi le rating souverain des pays émergents n'a-t-il pas convergé avec celui des

¹⁹ Ces derniers n'étant pas un bon indicateur du risque de défaut mais plutôt de la « facilité d'accès au marché »

pays du G7 ? ». C'est exactement la même que posent les Chinois. L'agence de rating apporte cinq réponses :

- 1 – une richesse nationale plus forte, un marché du travail plus flexible, une économie plus diversifiée et un marché financier domestique plus profond ;
- 2 – une forte confiance des investisseurs ;
- 3 – une capacité à mener des politiques contra-cycliques ;
- 4 – une possibilité d'emprunter dans sa propre devise ou dans une zone monétaire ;
- 5 – des institutions plus solides capables d'initier des cercles vertueux de développement.

Pour les trois premiers critères, la différence entre les plus grands des émergents et les plus fragiles des pays développés s'estompe progressivement à mesure que se creuse l'écart de croissance entre pays développés et émergents. Les scénarios de « decoupling » de croissance, s'ils venaient à se réaliser, ne feraient qu'accélérer le processus. Quant à la confiance, la crise de 2009 a clairement renforcé les anticipations de type : « mieux vaut un bon émergent qu'un mauvais développé »...

Sur la capacité des pays à utiliser leur budget de façon contracyclique (et donc, sur la capacité des pays à stabiliser leur trajectoire), la crise de 2009 a dessiné des frontières à l'intérieur du groupe des pays émergents : les meilleurs d'entre eux ont acquis une marge de manœuvre budgétaire tandis que la base fiscale des moins développés reste globalement trop étroite pour cela. Néanmoins, cet indicateur est difficile à analyser car l'hétérogénéité reste forte entre les pays émergents, contrairement aux pays développés, assez homogènes sur ce critère (21% en Chine, 38% au Brésil, 22% en Inde et 35% du PIB en Russie pour ne citer que les BRICs...).

Reste le point 5. Celui de la gouvernance. C'est un des sujets sur lesquels l'analyse diverge le plus entre pays développés et émergents. Comment mieux noter la gouvernance, le *track record* et la « willingness to pay » des pays émergents ? Et quelle pondération lui donner dans les ratings, en particulier au moment du passage d'un pays entre le *Speculative* et l'*Investment grade* ? Faut-il surpondérer les critères de gouvernance pour certains pays qui mériteraient l'*Investment Grade* du point de vue de leur solvabilité, mais sans visibilité quant à la solidité de leurs institutions ?

Pour éviter les « biais idéologiques » que les Chinois ne seront pas les seuls à souligner, il faudrait pouvoir mettre en évidence des liens entre le risque systémique et la mauvaise qualité de la gouvernance dans les pays : quels sont les modèles institutionnels qui rendent un pays plus fragile, économiquement ou politiquement, en cas de choc systémique²⁰ ?

Des pays émergents ou en transition ?

A ce stade, trois conclusions émergent :

Le rebrassage des classements dans les ratings souverains entre pays développés et émergents est réel. D'une certaine façon, il a surpris les marchés. Néanmoins, il est limité : les meilleurs des pays développés gardent le privilège de

²⁰ Selon l'agence Fitch, s'il n'y a pas de relation linéaire entre les mesures du risque souverain intégrées dans le rating et le classement final, c'est à cause du caractère multifactoriel de l'analyse mais aussi à cause des facteurs qualitatifs qui influencent la volonté de payer d'un Etat. « Ces influences intangibles expliquent en partie pourquoi les économies avancées sont capables de soutenir une charge de la dette plus élevée : niveau élevé de capital humain, institutions fortes, respect de la loi et des droits de propriété, des systèmes politiques stables mais flexibles capables de répondre aux chocs économiques et sociaux, des économies diversifiées, une flexibilité fiscale... Ces forces sont associées à des ratings plus élevés même si les indicateurs de dette publique et externe sont moins favorables que dans des pays moins bien notés » (Fitch, août 2010).

s'autofinancer et les moins bons des émergents restent déficitaires et sensibles aux chocs externes. Ces nouvelles frontières du risque souverain renvoient à la répartition de l'épargne mondiale : deux tendances se dessinent (qui se retrouvent dans les comptes extérieurs). D'une part, une épargne tendanciellement réduite dans les pays développés (un taux médian à 21% du PIB selon Moody's), mais c'est aussi le groupe qui enregistre la plus forte hétérogénéité entre par exemple la Grèce à 10% et la Norvège à 39%. D'autre part, une scission au sein des pays émergents : un taux élevé sur les catégories de l'*Investment grade* où l'on retrouve les meilleurs des pays émergents (33,4% pour les pays émergents entre A3 et triple A), mais des niveaux d'épargne qui vont en se réduisant à mesure que l'on descend dans les ratings (21% pour les pays situés entre Ba3 et Ba1).

Face à ces nouvelles frontières du risque souverain, il est probable que la stabilité des performances sera plus que jamais le critère clé d'un passage à l'*Investment Grade*. On retrouve indirectement la définition que le FMI a donné des pays émergents. Ce sont tous des pays en transition (A. Mody, 2004) et quel que soit leur niveau de croissance ou de revenus, ils connaissent encore des évolutions structurelles (= transition) dans un domaine au moins, économique, social,

politique ou démographique. C'est sans doute cela qu'il faut arriver à exprimer dans les ratings.

Enfin, on peut anticiper que la divergence entre la notation souveraine et la notation de risque pays va se creuser dans les catégories voisines de l'*Investment Grade*, afin de distinguer deux nouvelles typologies de pays émergents. Il y a les pays dont la contrepartie souveraine est solvable, mais qui disposent aussi d'une bonne notation sur la gouvernance, et d'une trajectoire stable. Dans ce cas, le rating pays sera en phase avec le rating souverain. Mais il y a dorénavant aussi des pays émergents solvables, qui sont moins lisibles en termes de gouvernance, et dont la structure économique reste sensible aux chocs, particulièrement systémiques. Pour un investisseur, la visibilité est donc moindre, et ces réserves s'exprimeront dans le rating pays qui s'écartera alors tendanciellement du rating souverain. ■

Tania SOLLOGOUB

tania.sollogoub@credit-agricole-sa.fr

Bibliographie :

- Baldacci E., Kumar M., 2010, "Fiscal deficits, public debt and sovereign bond yields", *IMF Working Paper*.
- Bulow J., Rogoff K., 1989, "Sovereign debt, is it to forgive ou to forget?", *American Economic Review*.
- Ferri, Giovanni, Lui, Stiglitz, 1999, "The procyclical role of rating agencies: evidence from the East Asian crises", *Economic Notes*.
- FMI 2010, *Global Financial Stability Report*.
- Flandreau M., 1998, "Caveat emptor: coping with sovereign risk without the multilaterals", *discussion paper N°2004* – CEPR.
- Gautam Setty, Randall Dodd, 2003, "Special Policy Report, Financial Policy Forum: Credit rating agencies, their impact on financial flows to developing countries".
- Kumar M., Manmohan S. and T. Okimoto, 2010, "Dynamics of international integration of government securities markets", *Journal of Banking and Finance*.
- Fitch Sovereign Rating Methodology, août 2010.
- Mody A., 2004, *IMF Working Paper*, "What Is an Emerging Market?"
- Obstfeld M et Rogoff K., 1996, *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press.
- Koen V. et van des Noord P., "Fiscal gimmickry in Europe", *OECD Economics Department Working Papers*, OCDE, 2005.
- Reisen H., 2003, "Ratings since the Asian crisis, OECD Development Centre", *WP 214*, OCDE.
- Paget Blanc, Painvin, 2007, *La notation financière*, édition Dunod.
- Reinhart, Carmen M., 2002, "Default, currency crises and sovereign credit ratings", *NBER Working Paper 8738*.
- Roubini N., Manasse P., 2005, "rules of thumb" for sovereign debt crises, *IMF Working Paper*.
- Standard and Poor's, 2009, Ratings direct, "Emerging market sovereign credit: the house shook, but it's still standing".

Directeur de la publication : Jean-Paul Bethèze ; Rédaction en chef : Jean-Paul Bethèze — Jean-Louis Martin
Réalisation et secrétariat d'édition : Véronique Champion-Faure
Crédit Agricole S.A. – Direction des Études Économiques -75710 PARIS cedex 15 — Fax : +33 1 43 23 24 68
Copyright Crédit Agricole S.A. — ISSN 1248 – 2188 - Contact : publication.eco@credit-agricole-sa.fr
Internet : <http://www.credit-agricole.com> - Etudes Economiques
Abonnez-vous gratuitement à nos publications électroniques

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Le Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.

Achévé de rédiger le 15 octobre 2010