

Perspectives

Apériodique – n°20/304 – 25 novembre 2020

Le point de vue

Point d'étape sur la notation souveraine des pays émergents par les agences de rating

Dès ses débuts, la violence de la crise et l'augmentation des dettes ont fait craindre, pour les pays émergents, « un choc de notation ». C'est-à-dire un cercle vicieux, dans lequel la crise économique entraîne une série en chaîne de dégradations des notes souveraines, qui rendent le refinancement des dettes plus coûteux, et le risque de défaut de paiement plus élevé... Donc, un scénario où le choc sanitaire se transforme en choc systémique de dette. Pour l'instant, cela n'a pas eu lieu. En effet, la crise s'est surtout traduite par une hausse du nombre d'*outlooks* négatifs (respectivement 27%, 29% et 38% du portefeuille souverain de Moody's, Standard et Fitch) et par la dégradation des pays les plus fragiles avant la Covid. Mais pas de « dégradations en chaîne ».

Cependant, à mesure que la crise se déploie et que la résistance de certains pays s'épuise (en termes sanitaire, économique, financier, ou politique et social), l'écart se creuse entre ceux où le choc va se limiter à un effet « plutôt » conjoncturel (la violence du choc nécessite un temps de récupération) et ceux où l'impact structurel devient mesurable. Les perdants et les gagnants de la crise... Le temps va donc être un facteur de tri puissant entre les pays émergents, et ce tri va s'accélérer. D'autant que, si la perspective vaccinale permet aux pays développés de se projeter dans l'après-pandémie, c'est bien plus problématique pour les pays moins développés.

Nous entrons donc dans la phase où, malgré les parapluies de liquidité déployés sur le monde, les effets Covid vont devenir plus visibles sur les risques souverains. Cette année, il y a déjà 87 mouvements de *rating* à la baisse, toutes agences confondues, contre 83 en 2016 (lors de la crise pétrolière), 75 en 2012 et 65 en 2009. Dans les mois qui viennent, certains *outlooks* négatifs seront transformés en dégradation, alors que d'autres seront supprimés. Par ailleurs, la comparaison entre pays va jouer un rôle important pour les investisseurs et les agences – car les souverains sont notés en fonction de ratios clés mais aussi en comparaison avec des pays de même notation, les « peer group ».

Pour les plus fragiles, la Covid a été un accélérateur de problèmes

La plupart des pays émergents, qui ont été dégradés jusqu'à présent, étaient fragiles avant la crise, du type Bahreïn, Oman, Zambie ou Afrique du Sud. **Pour ces pays, la Covid a été un accélérateur plutôt qu'un révélateur de problèmes.** En conséquence, les dégradations se sont concentrées sur la partie *speculative grade* du portefeuille des agences : les pays de cette catégorie ont pris de plein fouet le choc fiscal, tout en ayant moins de marges de manœuvre monétaire et budgétaire que des pays *investment grade*, et en étant plus vulnérables aux chocs externes. Ils ont déjà été dégradés mais peuvent l'être encore. **Les plus fragiles sont, comme lors de chaque grande crise, les pays à fort déficit courant, à fort besoin de financement externe et à forte dette extérieure à court terme.** À cela, il faut ajouter l'impact des prix de l'énergie pour

les pays mono-exportateurs. Enfin, beaucoup de pays dégradés ces derniers mois étaient parmi les plus endettés (en Afrique, mais aussi au Sri Lanka, en Arménie...), et parmi ceux qui avaient les réserves les plus faibles (Turquie, Bolivie...). Beaucoup d'entre eux présentaient aussi des problèmes politiques et de gouvernance.

À présent que les plus fragiles ont été dégradés, *quid des autres ?*

On sait, pour Fitch par exemple, que le taux de conversion historique des *outlooks* négatifs est de 63% (entre 2000 et 2019), en moyenne 9,5 mois après l'*outlook*. **Pour la crise actuelle, le taux de conversion devrait être plus faible**, car nombre des décisions de surveillance négative reflétaient surtout une incertitude face à la situation inédite. Mais cela laisse beaucoup de pays émergents en risque de dégradation si la conjoncture ne s'améliore pas assez vite. **Parmi ceux qui sont en *outlook* négatif pour une ou plusieurs agences**, on retrouve les pays où le choc sanitaire a été le plus fort (Inde, Mexique, mais aussi Indonésie...), ainsi que ceux qui sont très dépendants du tourisme (Maroc, Tunisie...). Autre catégorie à garder sous le radar, celle des pays sous surveillance négative, en limite basse de la catégorie *investment grade* : pour ceux-là, la dégradation aurait des conséquences importantes, car elle les ferait passer en catégorie spéculative. Dans cette zone, on retrouve le Mexique, l'Inde, la Colombie, la Roumanie. La Russie, le Kazakhstan et la Croatie sont aussi à la limite basse de l'*investment grade*, mais pas sous *outlook* négatif. Quant au Maroc, il n'est plus en *investment grade* que pour une seule agence. **Enfin, pour les pays pétroliers sous *outlook* négatif** (dont l'Arabie saoudite), l'évolution de la notation sera influencée par le prix de l'énergie à court terme, mais aussi par la question désormais latente du prix d'équilibre à long terme. Et attention aux risques politiques dans les pays, comme la Russie, où le profil souverain est épargné par la crise (dette limitée et réserves élevées), mais dont la classe moyenne paye le prix fort. Enfin, pour beaucoup, la Covid est un choc parmi d'autres : Printemps Arabes, choc pétrolier de 2015, sanctions internationales, etc.

Et les meilleurs ?

Dans la catégorie gagnants, nous aurons ceux où la qualité de gestion de la crise, la structure économique plus diversifiée ou une spécialisation favorable (micro-processeurs, etc.) leur permettront de passer « au travers », voire d'en sortir renforcés. On pense à Taïwan ou à la Corée. Également ceux qui vont **bénéficier d'une réorganisation des chaînes de valeur**. Car la caractéristique la plus visible du moment, c'est que de la combinaison Covid-écologie-géopolitique résulte une régionalisation des flux. Le Vietnam en profite déjà, l'Inde peut-être, et l'Europe de l'Est certainement aussi. **Enfin, un autre point important soutient la notation de certains pays : dès le début de la crise, les agences ont cherché à distinguer le court terme du long terme face au choc**. Elles ont alors très vite souligné que l'historique des États en matière de gestion budgétaire et de capacité à mettre en œuvre une politique allait devenir un point clé des notations. Cette prise de position voulait dire **qu'à choc fiscal équivalent, une meilleure gouvernance maintiendrait un pays à son niveau de *rating***. Cela voulait dire aussi que les pays *investment grade*, qui ont une meilleure notation de gouvernance, avaient donc un bonus de confiance dans leur capacité à résister à la crise (en plus d'une richesse individuelle et globale plus élevée). À cela s'ajoute enfin **une méthode de notation qui s'efforce de lisser les effets des cycles**, qui est également plus favorable aux pays plus développés.

De la gouvernance à la résilience

« Governance matters »¹ était le titre d'un article fondateur de la Banque mondiale en 1999, car il actait, au lendemain de la crise asiatique, l'importance de la gouvernance dans les enchaînements systémiques de crise. Il allait être la base des indicateurs KKZ de la Banque mondiale, désormais inclus dans les *ratings* souverains. Toute cette architecture de notation, héritée des crises précédentes, s'est donc déployée face à la Covid et cela a évité un choc systémique. Il faut dire aussi que les agences de notation, mieux averties

¹ "Governance Matters", Daniel Kaufmann, Aart Kraay and Pablo Zoido-Lobaton, Policy Research Working Paper 2196 from the World Bank, October 1999.

depuis 2009, ont à cœur de gérer les anticipations et de ne pas être tenues coupables des chocs de marché... Mais ce n'est pas tout. **La Covid va sans doute nous laisser un héritage nouveau en matière de risque souverain. Aux critères de gouvernance, il va falloir ajouter les critères de résilience** qui peuvent être économiques – richesse, épargne des ménages, qualité de la protection sociale (et bien d'autres...) – mais aussi sociétaux – force des communautés, habitude aux désastres, voire différences culturelles. **Or, dans ce domaine, des pays moins développés peuvent aussi être plus résilients que des pays développés... C'est sur ce point que nous aurons des surprises.** ■

Tania Sollogoub

tania.sollogoub@credit-agricole-sa.fr

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
24/11/2020	<u>Pologne & Hongrie – La soutenabilité du veto au plan de relance européen</u>	PECO, UE
23/11/2020	<u>Mexique – Que nous disent les agences de rating ?</u>	Amérique latine
20/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
18/11/2020	<u>Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
17/11/2020	<u>BCE – Chroniques virtuelles de Sintra</u>	UE
13/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
10/11/2020	<u>L'OBSERVATOIRE financier des Entreprises Agroalimentaires</u>	Agri-agro
10/11/2020	<u>Inde – Comme une petite lueur dans le noir</u>	Asie
10/11/2020	<u>Embellie sans lendemain ? Dessiner 2021</u>	UE
09/11/2020	<u>UE – Commission européenne : les prévisions d'automne annoncent un gel hivernal sur la croissance</u>	UE
06/11/2020	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
03/11/2020	<u>Secteur bancaire – Les monnaies digitales de banque centrale : opportunité ou menace pour les banques ?</u>	Banques
03/11/2020	<u>États-Unis : la crise de légitimité</u>	États-Unis
03/11/2020	<u>Russie – La stratégie d'hibernation ?</u>	Russie
02/11/2020	<u>Italie – Conjoncture, Flash PIB : estimation au T3</u>	Italie
02/11/2020	<u>Zone euro – Conjoncture, Flash PIB : première estimation au T3 2020</u>	UE
02/11/2020	<u>UE – Apprendre à vivre avec : ce que cela signifie pour le scénario de croissance</u>	UE

Crédit Agricole S.A. — Études Économiques Groupe

12 place des Etats-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication et rédacteur en chef : Isabelle Job-Bazille**Documentation :** Dominique Petit - **Statistiques :** Robin MourierContact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr**Consultez et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :****Internet :** <https://etudes-economiques.credit-agricole.com>**iPad :** application **Etudes ECO** disponible sur l'App store**Android :** application **Etudes ECO** disponible sur Google Play

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. 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.