

Perspectives

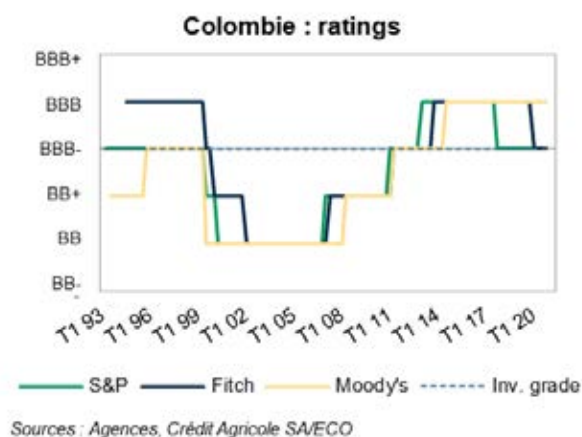
N°21/023 – 27 janvier 2021

COLOMBIE – L'investment grade sous pressions (tempérées)

L'histoire du *rating* colombien débute par une dispersion importante des appréciations portées par les agences. Elles se rejoindront pour abaisser la note à l'aube des années 2000, marquées par de fortes tensions entre les FARC et le gouvernement, notamment durant la présidence d'Alvaro Uribe (2002-2010). La Colombie sortira du purgatoire du « *non investment grade* » en 2011 sous la présidence de Juan Manuel Santos (2010-2018) : l'ouverture des négociations aboutira à l'accord de paix de 2016 et, si les équilibres financiers se dégradent, les perspectives de croissance s'améliorent jusqu'à ce que la pandémie vienne bouleverser les projections.

Dès le mois de mars 2020, S&P (BBB-) revoit sa perspective de stable à négative en raison de risques accrus pesant sur la liquidité extérieure, la dette et la croissance. En amont de ces risques accrus figure la baisse des prix du pétrole¹, aggravée par l'impact mondial négatif de la Covid-19. Ce sont donc des chocs externes négatifs, dont en premier lieu la chute prévue du prix de l'énergie, qui justifient l'abaissement de la perspective. Or, S&P salue la diminution de la dépendance à l'égard du pétrole en termes tant de liquidité extérieure (exportations liées au pétrole : 23% des recettes du compte courant 2019, contre 42% en 2014) que de finances publiques (recettes pétrolières : moins de 10% des recettes totales en 2019, contre plus de 20% en 2014). S&P souligne certes que l'impact de la Covid-19 (limité

puisque'une croissance de 0,7% est alors prévue pour 2020), « l'état d'urgence économique » décrété mi-mars et les mesures adoptées en réponse à la pandémie inverseront l'assainissement budgétaire. Mais, anticipant un financement des mesures gouvernementales à partir des actifs disponibles, S&P prévoit une hausse de la dette publique nette de 3,5% du PIB en moyenne sur la période 2020-2023 (à 47% du PIB en 2023). Enfin, si la vulnérabilité aux changements soudains de ces termes de l'échange constitue un risque indéniable, les antécédents (gestion macro-économique prudente), la flexibilité monétaire et celle du taux de change atténuent les chocs externes et la ligne de crédit flexible (LCF) du FMI² soutient la liquidité extérieure. L'agence paraît donc assez sereine et soucieuse, avant tout, du recul du prix du pétrole. On pourrait pourtant légitimement espérer que la dépendance aux hydrocarbures soit intégrée dans une notation plus faible, mais susceptible de résister aux fluctuations du prix de l'énergie.



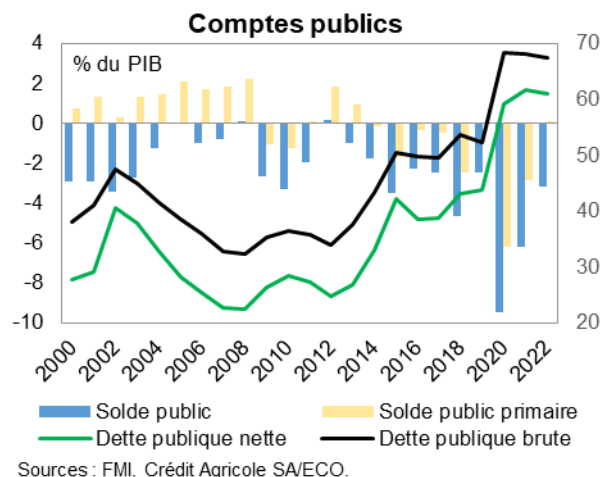
¹ S&P cite la révision à la baisse en mars 2020 de sa propre prévision de prix moyen du Brent de 60 dollars/baril à 30 dollars/baril. Parti de 66 dollars/baril en janvier 2020, le prix a plongé jusqu'à un creux en avril (18 dollars/baril), puis s'est redressé pour finir l'année à 51 dollars/baril. Le prix moyen 2020 atteint près de 42 dollars/baril.

² La Colombie disposait d'une LCF de 11,4 milliards de dollars auprès du FMI, portée à 17,2 Mds USD en septembre 2020. Le gouvernement colombien a effectué un tirage de 5,4 Mds USD (soit environ 2% du PIB) en décembre. Le FMI indiquait alors : « L'accès aux ressources du FMI aidera à répondre aux besoins de la balance des paiements et fournira un soutien à la réponse budgétaire à la pandémie Covid-19, tout en permettant à la Colombie de maintenir une liquidité internationale suffisante pour se prémunir contre les risques externes accrus ».

En avril, c'est Fitch qui agit et plus sévèrement : abaissement de la note à BBB- tout en maintenant une perspective négative, en raison d'un « affaiblissement probable des indicateurs budgétaires clés à la suite de la récession économique causée par une combinaison de chocs résultant de la forte baisse du prix du pétrole et des efforts pour lutter contre la pandémie de coronavirus ». Fitch anticipe alors une contraction modérée du PIB (-0,5% en 2020), suivie d'une légère reprise de 2,3% en 2021. En novembre, tout en confirmant son évaluation, Fitch enrichit son analyse de nombreux chiffres signalant une dégradation très nette. Récession de 6,9% en 2020, suivie d'un rebond (4,9% en 2021) incertain (montée du chômage, fermeture potentielle d'entreprises, dynamique incertaine de la pandémie), déficit budgétaire de 9,1% du PIB en 2020 (7,5% en 2021, 4,9% en 2022), dette publique à 60,3% du PIB fin 2020 (62,6% fin 2022, puis diminution progressive), augmentation de la dette publique en devises (part passant à 40%, contre 34% en 2019), mais déficit courant réduit à 3,5% du PIB (en précisant qu'au cours des dix dernières années, les investissements directs étrangers ont en moyenne couvert 70% d'un déficit courant moyen de 4%), dette extérieure nette vers 18,4% du PIB.

Face à cette salve justifiée de tristes prévisions, quels sont les atouts ? Le change flottant et la LCF du FMI atténuant les vulnérabilités externes, une longue expérience de politiques macro-économiques conservatrices qui ont soutenu la stabilité macro-économique et financière, l'amélioration des relations du président Duque avec le Congrès susceptible d'améliorer les chances de réforme fiscale³, tout en précisant que l'adoption de réformes difficiles pourrait être compliquée par le calendrier électoral (élections parlementaires et présidentielles en 2022).

Moody's ne se manifeste qu'en décembre pour assortir son rating moins sévère (Baa2) d'une perspective négative et non plus stable : une révision reflétant les effets économiques (contraction du PIB de 7,2% en 2020, suivie d'un rebond de 4,8% en 2021) et budgétaires du choc de la Covid-19 (assimilé à un risque social dans le cadre des risques environnementaux, sociaux et de gouvernance, ESG⁴), effets susceptibles d'impacter durablement la solidité budgétaire et le profil de crédit global. Ce dernier bénéficie « d'une histoire de politiques macro-économiques prévisibles et une solide expérience du service de la dette », de la continuité des politiques, d'un large consensus sur les politiques macro-économiques, d'une structure de la dette relativement favorable. Il pâtit de faiblesses budgétaires (rigidité des dépenses, base de recettes étroite), d'une exposition aux chocs sur les termes de l'échange et de risques politiques persistants associés à la mise en œuvre de l'accord de paix. Ce dernier risque n'était pas mentionné lors de la révision à la hausse de la perspective (de négative à stable) en mai 2019.



Enfin, **plus récemment encore (janvier 2021), S&P a livré une analyse sur les défis politiques auxquels sont confrontés quatre souverains andins**, défis que les prochaines élections mettront en lumière (élections nationales au Pérou, au Chili et en Équateur en 2021 et en Colombie en 2022).

Il s'agit pour tous de restaurer la croissance tout en gérant des finances publiques dégradées, alors même que la crise risque (le terme est pudique) d'accroître la pauvreté, les inégalités de revenus, d'aiguiser les divisions politiques et sociales existantes, d'encourager l'émergence de nouveaux partis et de dirigeants non testés et, finalement, de rendre plus difficile la négociation à travers les lignes partisans sur les politiques économiques clés. La trajectoire de notation de ces quatre souverains dépendra largement de leur réponse politique à la pandémie, à la fois, avant et après les prochaines élections. Dans le cas de la Colombie, la coalition du président Duque, en collaboration avec d'autres partis modérés, a un poids suffisant au Congrès pour réduire la probabilité de l'adoption de propositions potentiellement populistes. S&P estime cependant que l'exacerbation des tensions sociales issues de la récession, ajoutée au capital

³ Les travaux sur la prochaine réforme fiscale doivent commencer en février sur la base de la recommandation d'un comité d'experts visant à dégager 2% de revenus (réduction des exonérations fiscales et modifications de l'impôt sur le revenu).

⁴ Moody's développe assez longuement son analyse ESG. Pour la Colombie, les risques suivants y figurent : risque climatique physique (inondations et précipitations extrêmes causées par El Niño), risques liés à la transition carbone, risques sociaux (niveaux toujours élevés d'inégalités de revenus entre les zones rurales et urbaines, défis modérés dans la fourniture et la qualité de l'éducation, du logement, de la santé et de la sécurité et de l'accès aux services de base, risques supplémentaires liés à la mise en œuvre de l'accord de paix avec les FARC et l'afflux massif de migrants vénézuéliens). Elle bénéficie en revanche de solides antécédents en matière d'élaboration de politiques budgétaires et monétaires efficaces.

politique limitée de l'administration, pourrait limiter sa capacité à faire adopter une réforme fiscale ambitieuse en 2021.

Le regard porté sur la Colombie par les agences signale à quel point **il est difficile d'évaluer le risque quand, à une dégradation avérée des équilibres financiers, s'oppose une « excellente réputation » saluée par le soutien du FMI**. Les analyses se sont ainsi enrichies au fur et à mesure du développement de la pandémie et de ses impacts malheureux. Parti d'une révision à la baisse du prix du pétrole, S&P finit sur une analyse politique. Moody's centre son diagnostic sur les fragilités ESG. À la différence de ses coreligionnaires, Fitch paraît plus attaché aux « chiffres durs ». Il semble néanmoins que les agences pour lesquelles une dégradation de leur notation se traduirait par la perte du précieux *investment grade* (Fitch et S&P) ne se précipitent pas pour agir. Elles pourraient attendre non pas des améliorations chiffrées (à court terme, elles sont hors d'atteinte), mais des « intentions de faire » qui devraient être inscrites dans l'agenda budgétaire (fin 2021, début 2022). On peut également espérer que Moody's se révèle patient. Si l'*investment grade* est menacé, il n'est donc pas encore irrémédiablement perdu.

Article publié le 22 janvier 2021 dans notre hebdomadaire Monde – L'actualité de la semaine

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
25/01/2021	<u>États-Unis – Investiture de J. Biden, moment d'histoire ou bavardage ?</u>	États-Unis
22/01/2022	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
20/01/2021	<u>Zone euro – Conjoncture flash : la situation du secteur privé non financier au T3 2020</u>	UE
20/01/2021	<u>Les insectes : une protéine qui fait mouche</u>	Agri-agro
19/01/2021	<u>Mexique – Au-delà des chiffres "purs", la gouvernance</u>	Mexique
18/01/2021	<u>Italie – Conjoncture Flash : comptes des secteurs institutionnels au troisième trimestre</u>	Italie
18/01/2021	<u>Allemagne – L'élection du nouveau chef du parti conservateur confirme le choix de la continuité</u>	Allemagne
15/01/2021	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/01/2021	<u>2021 : année charnière</u>	UE
12/01/2021	<u>Europe centrale et orientale – Aperçu de l'état de la démocratie</u>	PECO, UE
11/01/2021	<u>Fintech Outlook T4 et bilan 2020 - L'année des licornes</u>	Fintech
11/01/2021	<u>Italie – Chronique de la vie politique : de la crise pilotée à la crise ouverte</u>	Italie

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteur en chef : Armelle Sarda

Documentation : Dominique Petit – **Statistiques** : Robin Mourier

Secrétariat de rédaction : Fabienne Pesty

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application **Etudes ECO** disponible sur 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.