



LA NOTATION DU RISQUE SOUVERAIN

BLOOMFIELD RATINGS

Tel: +(225) 20-21-57-49 / +(225) 20-21-57-47

Fax: +(225) 20-21-57-51

www.bloomfield-investment.com / info@bloomfield-investment.com

Siège Social Plateau, Immeuble BIAO 15^{ème} étage

06 BP 1888 ABIDJAN 06, COTE D'IVOIRE

La méthodologie de notation des risques souverains s'appuie sur les mêmes principes généraux que celle utilisée pour les entreprises industrielles et commerciales. Elle repose sur une évaluation du montant de la dette due, et de la capacité du souverain à faire face aux échéances du service de la dette ; Cependant, les mesures utilisées diffèrent, bien entendu : elles ne s'appuient pas sur des outils issus de la comptabilité des sociétés privées, mais de la comptabilité publique. Par exemple, la capacité à générer des cash flows, pour un souverain, ne s'appréhende pas par sa capacité d'autofinancement, mais plutôt par ses recettes fiscales et son solde budgétaire primaire.

D'autres différences majeures sont cependant à intégrer dans l'approche de notation des souverains :

- Bloomfield Investment intègre dans son analyse, non seulement la capacité, mais également la volonté du souverain d'assurer le service de la dette. Dans le cas d'un emprunteur souverain, ses créanciers disposent de moyens de pression plus limités que pour une entreprise.
- Le risque de défaut sur la dette extérieure est analysé distinctement de celui sur la dette intérieure. Cette dernière peut être remboursée par création monétaire, sauf pour les pays dont la banque centrale est réellement indépendante du gouvernement. Le remboursement de la dette extérieure nécessite, en revanche, que le souverain dispose de réserves de devises suffisantes.

Bloomfield Investment tente d'abord d'appréhender le risque de défaut sur la dette en devise, ce qui requiert une évaluation de la capacité de remboursement de la dette extérieure. Celle-ci repose sur une analyse de la capacité du pays à absorber des chocs économiques exogènes. Elle doit être accompagnée d'une analyse des performances économiques du souverain, et de leur traduction en termes de recettes pour l'Etat. Afin de réaliser des projections, Bloomfield Investment procède également à une analyse des structures économiques du pays. Elle est complétée par une analyse du risque systémique lié au fonctionnement du système bancaire et financier. L'analyse de la capacité de remboursement de la dette en monnaie locale est dérivée de l'analyse de la note en devise, en y intégrant la possibilité du pays à avoir recours à la création monétaire.

Cette analyse à caractère économique et financier est précédée d'une évaluation de la volonté du pays à rembourser sa dette. Celle-ci s'appuie nécessairement sur des éléments de nature plus qualitative ; et en particulier sur une analyse de l'environnement politique et social du pays. Un refus d'honorer le service de la dette peut s'expliquer par un bouleversement politique, suivi d'une réaction de défiance par rapport aux créanciers étrangers, ou l'aboutissement d'une crise sociale ; il peut être tout simplement le fruit de l'incompétence des autorités en matière de gestion financière.

1 Environnement politique et social

Il s'agit ici de mesurer les opportunités et les risques liés à l'environnement politique du pays, afin de déterminer si les bouleversements susceptibles d'entraîner un refus de payer la dette extérieure sont envisageables. Cette analyse permet également d'identifier les contraintes d'ordre politique et social auxquelles est confronté l'Etat.

1.1 Structures sociales

L'environnement social peut constituer un stimulant ou, au contraire, un frein aux politiques économiques. Il est nécessaire de comprendre en quelle mesure il explique la situation économique du pays, et si ses spécificités ont été prises en compte dans l'établissement des politiques économiques. Les principaux facteurs à étudier peuvent être regroupés en quatre catégories :

- Démographie et culture : taux de croissance, répartition par âges, poids de la population urbaine/rurale, homogénéité du pays sur le plan religieux, existence de minorités culturelles ou ethniques.
- Structures éducatives et sanitaires : niveau des structures éducatives, taux d'alphabétisation et de scolarisation, facilité d'accès aux soins (nombre de médecins par habitant) et à l'eau potable, espérance de vie et mortalité infantile.
- Niveau et répartition des richesses : revenu par habitant, niveau de concentration des revenus et des richesses, qualité des infrastructures (transport, énergie, communication).
- Fonctionnement du marché du travail : taux de chômage (total, par zone géographique, par couche sociale), difficultés d'accès à l'emploi pour les jeunes, niveau des revenus, niveau des prélèvements sociaux, degré de flexibilité/rigidité du marché du travail, taux de syndicalisation.

1.2 Environnement politique

L'analyse de l'environnement politique permet d'évaluer la stabilité du régime en place et d'anticiper si les évolutions futures sont susceptibles de modifier les structures de l'économie, voire de constituer des menaces directes pour les investisseurs étrangers.

- Organisation de l'Etat : principales institutions, degré de démocratisation du mode de gouvernance, centralisation des pouvoirs (exécutif, législatif et judiciaire).
- Vie politique intérieure : histoire récente, fréquence de l'alternance politique, mode de nomination des dirigeants, régularité des élections, niveau de corruption des dirigeants, crédibilité et popularité de l'opposition.
- Stabilité du régime en place : popularité du régime en place, mode de désignation du successeur, existence de mouvements de rébellion
- Relations extérieures : objectifs de la politique extérieure, appartenance du pays à des organisations internationales ou à des unions (politique ou économique), relations avec les pays voisins et influence régionale, relations avec les organisations internationales, existence de menaces extérieures à la sécurité du pays.

2. Analyse macroéconomique

L'objet de la démarche est de saisir les caractères saillants des structures économiques du pays, et d'évaluer la cohérence des politiques suivies compte tenu des contraintes auxquelles il est soumis.

2.1 Performances économiques

La première étape consiste à mesurer les performances de l'économie afin de comparer le pays avec les pays de référence (ou peer group), et de réaliser des prévisions à moyen terme, généralement sur un horizon de trois années.

- Croissance économique : revenu par habitant, évolution de la croissance réelle du PIB, croissance par secteur, identification des moteurs de la croissance, existence de cycles économiques.
- Equilibre de l'offre et demande : évolution de la demande selon ses différents agrégats (consommation de l'Etat et des ménages, investissement, variation des stocks, solde du commerce extérieur), taux d'épargne et taux d'investissement.

2.2 Forces et faiblesses de l'économie

En s'appuyant sur des données quantitatives, notamment sur la répartition du PIB par secteur et la répartition par produits des exportations et des importations, ainsi que sur une approche qualitative - fondée sur des entretiens avec des acteurs majeurs de l'économie entre autres,

Bloomfield Investment cherche à identifier les atouts économiques dont dispose le pays, ainsi que ses principales faiblesses structurelles. Les critères à analyser peuvent être répertoriés dans les catégories suivantes :

- Ressources naturelles et situation géographique : présence de richesses naturelles, position géographique favorisant le commerce.
- Capacités productives : répartition du PIB par secteur (primaire, secondaire, tertiaire), principales filières, niveau de valeur ajoutée des biens produits, avance technologique.
- Ressources humaines : niveau de qualification et de spécialisation de la main d'œuvre, flexibilité du marché du travail, capacité à attirer des travailleurs qualifiés.
- Structures du commerce extérieur : poids du commerce extérieur dans l'économie, existence de filières tournées vers l'exportation, dépendance par rapport aux importations.

2.3 Cohérence de la politique économique mise en œuvre

Bloomfield Investment doit tout d'abord expliquer les performances économiques actuelles à la lumière des politiques économiques mises en œuvre. Elle doit ensuite déterminer, le cas échéant, si les nouvelles politiques mises en place sont adaptées aux contraintes économiques et sociales, et envisager quels impacts elles produiront à moyen et long terme sur les performances économiques. La grille suivante permet d'analyser les principaux aspects de la politique économique d'un pays :

- Mode d'organisation de l'économie : attitude libérale/ interventionniste des autorités, degré de centralisation de la politique économique, dynamisme du secteur privé, volonté de l'Etat de libéraliser/étatiser l'économie.
- Politiques économiques actuelles et futures : politique monétaire et de change, politiques budgétaires (orthodoxie/laxisme), niveau et répartition des prélèvements obligatoires, évolution et destination des dépenses publiques, existence de secteurs aidés ou protégés par l'Etat, politique en matière sociale (augmentation ou resserrement des dépenses), principales réformes annoncées.
- Politique en matière de commerce extérieur et d'investissement étranger : mesure de contrôles des importations (notamment taxes), subventions à l'exportation, efforts pour libéraliser le commerce extérieur, mesures pour attirer l'investissement étranger et /ou limiter le contrôle par l'étranger de sociétés locales, limites à la rapatriation des revenus à l'étranger.
- Capacité du gouvernement à réformer : obstacles aux réformes formulées, identification des principales sources de rigidité, capacité du gouvernement à convaincre.

3. Finances publiques

L'analyse des comptes de l'Etat doit permettre d'évaluer la capacité du souverain à générer des ressources financières afin d'assurer le service de sa dette ainsi que la dette de l'ensemble du secteur public. L'analyse des données passées est complétée par la réalisation de prévisions sur un horizon à moyen terme.

3.1 Estimation de la dette publique

L'une des difficultés inhérentes à l'analyse du risque souverain est l'évaluation du montant de la dette de l'Etat. Avant d'engager une démarche d'analyse de la dette souveraine, il est donc nécessaire de définir le périmètre de cette dette.

Périmètre de la dette souveraine

La dette souveraine est la dette dont le remboursement est assuré ou garanti par l'Etat, c'est-à-dire le Trésor Public ou une institution publique dépendant du gouvernement. On peut identifier trois niveaux de dette souveraine selon le degré responsabilité de l'Etat :

- La dette du gouvernement central (ou des administrations centrales) : c'est-à-dire la dette directement émise par le Trésor. Le paiement de ses intérêts est inclus dans le budget de l'Etat.

- La dette du gouvernement général (ou dette consolidée de l'Etat) : elle est constituée de la dette du gouvernement central à laquelle s'ajoute la dette de la sécurité sociale prise en charge par l'Etat, la dette des collectivités locales et des établissements publics dépendant directement de l'Etat.
- La dette publique : il s'agit de la dette du gouvernement général augmentée de la dette des entreprises publiques à caractère commercial, ainsi que la dette garantie par l'Etat

Ces distinctions sont parfois difficiles à établir, et une étude juridique est ici nécessaire pour chaque pays. Des entités peuvent bénéficier d'une garantie implicite pour l'Etat, tel qu'un texte de loi rendant obligatoire le soutien de l'Etat en cas de défaut de l'entité publique. Ce point peut faire l'objet d'interprétations divergentes de la part des agences de notation.

Bloomfield Investment utilise principalement la dette du gouvernement général comme mesure de la dette souveraine. Cependant, elle s'intéresse également au niveau de la dette publique, afin d'évaluer le poids de la dette des institutions publiques que l'Etat peut être amené à renflouer en cas de crise. Bloomfield Investment peut également ajuster le montant de la dette publique en y intégrant les dettes contingentes (ou hors bilan), telles que les engagements de retraite des fonctionnaires.

□ Poids de la dette

Le poids de la dette est appréhendé en exprimant la dette du gouvernement général et la dette publique en fonction du PIB et des recettes de l'Etat. Une analyse plus fine est ensuite conduite afin de distinguer :

- La dette extérieure et la dette intérieure ;
- La dette à court, moyen et long terme.

Des prévisions d'endettement sont effectuées à partir des estimations du besoin de financement de l'Etat. En effet, la variation de dette de l'Etat entre l'année N et l'année N-1 est égale au besoin en financement de l'année N, obtenu par l'analyse du solde budgétaire. Bloomfield Investment utilise comme mesure le besoin en financement du gouvernement général, qui est obtenu à partir du solde budgétaire du gouvernement, corrigé des variations de trésorerie liée à la comptabilisation dans le budget de dépenses ou de revenus dont le paiement est étalé sur plusieurs années, ainsi que la variation des arriérés sur la dette s'il y a lieu.

□ Budget de l'Etat

La première étape consiste à évaluer les revenus et les dépenses de l'Etat, de mesurer le poids du service de la dette, et d'appréhender la marge de manœuvre financière dont dispose l'Etat. L'analyse s'appuie sur les principaux soldes du Tableau des Opérations Financières de l'Etat (TOFE), ainsi que sur des ratios permettant de les exprimer en pourcentage du PIB. Des ratios permettant de mesurer le service de la dette en fonction des recettes de l'Etat sont également calculés.

- Caractéristiques du secteur bancaire : nombre d'établissements bancaires (au regard de la taille de la population) et parts de marché respectives des banques, degré de contrôles des banques par des établissements étrangers, implication de l'Etat dans le capital des banques.
- Organisation de la réglementation bancaire : rôle de la banque centrale (est elle un prêteur en dernier ressort ?) dans la prévention et la résolution des crises bancaires, existence d'un mécanisme de renflouement des banques illiquides ou insolvables (tel que la Solidarité de Place ou la possibilité d'intervention de l'Etat ou de la banque centrale), nombre de banques ne respectant pas les ratios prudentiels, historique récent des faillites bancaires.
- Structure et qualité de l'encours de prêts : répartition des actifs bancaires par secteurs économiques, degré de concentration, proportion des prêts accordés à l'Etat et aux entreprises publiques, importance de l'encours douteux.
- Capitalisation, liquidité, et rentabilité des institutions bancaire : ratio agrégé de fonds propres réglementaires et de fonds propres sur actif
 - pour l'ensemble, principaux ratios agrégés de rentabilité (résultat net sur fonds propres et sur actif total), principaux ratios de liquidité agrégés (actifs liquides sur dettes à moins d'un an), existence de dépôts en devises dans les banques locales.
- Fonctionnement du marché financier : taille des différentes composantes du marché financier (marché des actions, marché obligataire, marché monétaire, marchés de produits dérivés), principaux organes de réglementation, poids du marché financier dans le financement de l'économie, dynamisme du marché, existence d'une bulle spéculative (identifiable avec des indicateurs tels que le PER moyens ou la croissance des indices de marché relativement à la croissance économique)

4.2 Les institutions et la politique monétaires

L'analyse de la réglementation bancaire renvoie au rôle de la banque centrale dans le système monétaire et financier du pays, qui, généralement, est la principale institution monétaire d'un pays. Il est nécessaire d'évaluer la perméabilité de la relation entre le gouvernement et la banque centrale, afin de mesurer le rôle qu'elle joue non seulement pour prévenir ou résoudre les crises bancaire, mais également pour mener la politique monétaire et la politique de change du pays ; la question centrale est d'évaluer le risque d'une monétisation de la dette ainsi que d'appréhender les pressions – à la hausse ou à la baisse – exercées sur le taux de change.

- Institutions monétaires : niveau d'indépendance de la banque centrale par rapport à l'Etat (si la banque centrale est réellement indépendante, elle n'acceptera pas nécessairement de monétiser la dette de l'Etat), appartenance du pays à une zone monétaire impliquant ou non l'existence d'une banque centrale régionale (si c'est le cas, influence du pays dans le processus de décision au niveau régional)

- Politique monétaire : croissance de la masse monétaire et de ses composantes, taux d'inflation observé, évolution des taux d'intérêt (nominaux et réels) et de leur structure par terme, instruments de contrôle de la masse monétaire (imposition de réserves obligatoires aux banques, recours aux taux directeur, ou opérations d'open market), croissance récente de l'activité de crédit, objectifs fixés par la banque centrale en matière de contrôle de la masse monétaire
- Politique de change : mode de détermination du taux de change (fixe, flottant), évolution du taux de change nominal et réel, existence de contraintes liées à la volonté de maintenir la stabilité des prix intérieurs et d'éviter des fluctuations du taux de change (réflexion à mener conjointement avec l'analyse de la situation extérieure), éventualité d'une dépréciation du taux de change.

5 Situation extérieure

Le défaut d'un souverain sur sa dette en devises n'est pas uniquement lié à sa situation budgétaire. Il peut également trouver son origine dans une insuffisance de devises déposées à la banque centrale. Il est donc indispensable de mesurer les passifs en devises de l'ensemble de l'économie, au regard des réserves en devises et la capacité de l'économie à générer des cash flows en devises. Pour cela, Bloomfield Investment procède à une évaluation de la dette et des avoirs extérieurs, ainsi qu'à une analyse de la balance des paiements.

5.1 Dettes et avoirs extérieures

Dette extérieure

La dette extérieure se définit comme les obligations vis-à-vis de créanciers non résidents. Elle peut être différente de la dette en devise étrangère, par exemple dans le cas des pays empruntant des devises auprès de prêteurs résidents. La dette extérieure totale du pays est constituée de la dette extérieure publique et de la dette extérieure privée, c'est à dire de la dette des entreprises non contrôlées par l'Etat. Celle-ci inclut également les passifs bancaires vis-à-vis de l'étranger, et, en particulier, les dépôts des non résidents.

La dette extérieure doit être également décomposée selon la nature des créanciers, en distinguant les créanciers officiels (bilatéraux et multilatéraux) des créanciers privés (banques et détenteurs d'obligations). La dette à court terme doit également être distinguée de la dette à moyen et long terme ; un endettement à court terme excessif peut favoriser la propagation d'une crise financière, car il rend possible des retraits massifs des investisseurs étrangers en cas de perte de confiance. C'est exactement ce qu'il advint à la Thaïlande en 1997.

La dette extérieure et ses différentes composantes sont mesurées par rapport au PIB, mais également par rapport aux recettes extérieures courantes. Il est également nécessaire de mesurer le service de la dette extérieure, en la rapportant aux recettes extérieures courantes.

❑ Avoirs extérieurs

Les avoirs extérieurs (appelés également avoirs de réserve, ou réserves de change) comprenant principalement les réserves en devise de la banque centrale, ainsi que les réserves d'or et les droits de tirage spéciaux (DTS) auprès du FMI. Les réserves en devise, qui en constituent la plus grande partie, sont constituées de titres de créance liquides (moins d'un an de maturité) émis par des Etats possédant une qualité de crédit supérieure et libellées en devise forte.

- Les monnaies de réserve – dont les principales sont le dollar américain, l'euro, la livre sterling, le yen ou le franc Suisse. Les avoirs extérieurs du pays comprennent également les actifs extérieurs détenus par les entreprises privées, et en particulier les banques.

Bloomfield Investment évalue le montant des avoirs extérieurs, afin d'appréhender la possibilité de les utiliser pour faire face à d'éventuels besoins en financement. Pour cela, les avoirs extérieurs sont comparés au montant annuel des paiements extérieurs courants, ce qui permet de déterminer le nombre d'années (ou de mois) de paiements extérieurs que les réserves actuelles permettraient d'assurer sans que les pays ne perçoivent de l'étranger.

Bloomfield Investment doit pouvoir appréhender à ce stade le niveau de liquidité extérieure du pays, afin de déterminer sa marge de manœuvre en cas de crise financière se traduisant par un retrait massif de capitaux étrangers. Ceci peut être réalisé avec un ratio comparant les avoirs extérieurs aux dettes extérieures à moins d'un an, augmentées du service de la dette pour l'année en cours.

Le montant des avoirs extérieurs, une fois déduit de la dette extérieure totale, permet de déterminer la dette extérieure nette. Elle doit être rapportée au montant du PIB ou des recettes en devises afin de la rendre comparable d'un pays à l'autre. Certains pays présentent une dette extérieure nette négative : ils sont alors créanciers nets par rapport aux autres pays.

❑ Politique de financement extérieur

Bloomfield Investment identifie les atouts et les contraintes du pays en matière de financement extérieur : quels sont les besoins futurs en financement, existe-t-il des limites à l'endettement fixées par des accords internationaux ? Elle doit ensuite cerner la stratégie financière suivie par le gouvernement afin de se procurer des financements au moindre coût tout en maintenant un niveau de liquidité suffisant. Les caractéristiques des émissions obligataires (maturité, taux variable ou fixe), le spread payé sur les emprunts, l'évolution récente du volume d'émissions de dette ou, au contraire, des remboursements anticipés, sont des indicateurs de la stratégie financière suivie.

Etant donné le caractère régional de Bloomfield Investment, elle a pour vocation en matière de notation souveraine que de noter les pays émergents de la zone. Dans ce cadre là, jauge les relations du pays avec les bailleurs de fonds. Cela nécessite de mesurer la capacité à attirer l'aide au développement – sous forme de dons ou de financements confessionnels – et de s'intéresser aux récentes restructurations de dette souveraine.

5.2 Balance des paiements

Document issu de la comptabilité nationale, la balance des paiements fournit un relevé de tous les flux financiers entre les résidents du pays et l'étranger effectués au cours d'une année, répartis entre les opérations courantes (compte des transactions courantes) et les opérations financières (compte de capital et compte financier). Elle revêt donc un grand intérêt pour analyser la capacité d'un pays à dégager des flux en devises, et le mode de financement des déficits (ou d'investissement des excédents). La variation des réserves permet de mesurer l'évolution de la liquidité extérieure du pays. En fait, c'est un outil de mesure comparable au tableau de financement utilisé pour les entreprises industrielles et commerciales. Bloomfield Investment retient une présentation en deux parties, faisant apparaître, en solde, la variation des avoirs extérieurs entre le début et la fin de l'année. Des indicateurs sont ensuite calculés pour mesurer les performances extérieures du pays.

□ Le compte des transactions courantes

Il comprend 4 soldes intermédiaires, obtenus par la différence entre flux positifs et négatifs, dont la somme fournit le solde du compte des transactions courantes (ou balance des paiements courants) :

- Les biens et marchandises (balance commerciale) : ce solde est obtenu par la différence entre les exportations et les importations de biens matériels. C'est généralement le poste générant les flux les plus importants et il doit faire l'objet d'une analyse détaillée, destinée à faire apparaître quelles sont les marchandises les plus importées. Des conclusions peuvent alors être tirées sur le dynamisme commercial du pays, ou sur sa dépendance par rapport à l'étranger pour certains types de produits (degré de dépendance énergétique, par exemple).
- Les services : le solde des services regroupe les transactions immatérielles, telles que les services de transport, les services financiers, les activités de conseil, les grands travaux et les opérations portant sur la propriété intellectuelle
- Les transferts courants : on distingue les transferts privés, qui incluent les remises de migrants à leurs pays d'origine (ce poste constitue une ressource essentielle, parfois supérieure à 10% du PIB, dans les pays pauvres), des transferts publics, tels que les dons et aides accordés par le gouvernement.

On peut compléter cette présentation des flux en faisant apparaître les recettes extérieures courantes, égales au total des flux positifs de ces 4 soldes, et les paiements extérieurs courants, obtenus à partir des flux négatifs.

❑ Le compte de capital et financier

Il regroupe les opérations d'investissement réalisées hors du pays (et/ou provenant de non résidents), et les financements perçus de l'étranger (et/ou accordés à l'étranger). Bloomfield Investment les regroupe en trois catégories de flux :

- Les flux ne créant pas de dette : Ils sont constitués essentiellement de flux d'investissement : investissements directs étrangers (IDE), c'est-à-dire à caractère industriel, prises de participations et investissements de portefeuille (achats de titres à caractère de placement). Ils comprennent également les transferts de capitaux, définis comme les abandons de créance de banque ou de l'Etat au bénéfice de l'étranger.
- Les variations de dette : Les remboursements de capital seront distingués des nouveaux emprunts, et les variations de dette publique sont clairement séparées des variations de la dette du secteur privé.
- Prêts nets des résidents : ils regroupent les crédits et avances accordées par des résidents au bénéfice de l'étranger, desquels sont déduites les avances reçues.

❑ La variation des avoirs extérieurs

Le solde entre les transactions courantes et les opérations financières et d'investissement est égal à la variation des avoirs extérieurs. Des corrections peuvent être apportées en raison des variations du taux de change entre la comptabilisation des opérations et la fin de l'année, où est constaté le montant des réserves. Un poste d'erreurs et d'omissions est également utilisé.

❑ Principaux indicateurs

Afin de mesurer le dynamisme du pays à l'exportation, la balance commerciale est rapportée au PIB. Le ratio de la balance courante par rapport au PIB fournit une mesure de la capacité du pays à dégager des flux en devises. Ainsi, une balance structurellement négative indique que le pays a besoin des non résidents pour financer ses besoins courants.

La somme de la balance courante et des IDE permet de dégager l'excédent (ou déficit) en prenant en compte les investissements en provenance de l'étranger. L'analyste doit ensuite cerner le besoin en financement du pays compte tenu des contraintes liées à son endettement extérieur.

Pour cela, il peut déduire le solde de la balance courante des amortissements annuels de la dette extérieure : en rapportant ce montant aux avoirs extérieurs, il peut estimer la capacité du pays à faire face à ses obligations vis-à-vis des créanciers extérieurs, compte tenu de ses excédents (besoins) dégagés des opérations courantes et des réserves de devises qu'il a accumulées.



CREDIT MANAGEMENT BEYOND NUMBERS
