

**Risque-pays : quelles perspectives  
en 2020**  
Janvier 2020

**NOTE DE RECHERCHE**  
No.5

**Anouar HASSOUNE**

Anouar.hassoune@rating-africa.org

+221 33 825 72 22 | +33 6 34 17 25 02

**Hamza HAJI**

hamza.haji@rating-africa.org

+221 33 825 72 22 | + 221 77 392 78 27

## Risque-pays: quelles perspectives en 2020?

**En décembre 2019, WARA a eu le privilège de clore la Journée de la Finance de Financial Afrik à Abidjan, en présentant ce que l'agence de notation estime être les principales lignes de force du risque-pays en 2020.** L'article qui suit n'est que la transcription de la présentation et du discours du Président Directeur Général de WARA, M. Anouar Hassoune.

### A tout seigneur tout honneur : quel substrat théorique ?

Lorsqu'il s'agit de risque-pays, tous ceux d'entre nous qui avons appris (à défaut de comprendre) l'économie dans les années 90, pensons immédiatement à Kaldor, Nicholas Kaldor, et son « carré magique ». Ce que l'économiste hongrois de la London School of Economics avait l'habitude d'asséner est que la réduction du risque-pays passe par l'optimisation de quatre variables macroéconomiques : la maximisation de l'emploi (ou la minimisation du taux de chômage), la minimisation de l'inflation (mesurée par l'indice des prix à la consommation), la maximisation du solde de la balance commerciale (en pourcentage du PIB), et la maximisation de la croissance de ce même PIB (en pourcentage par rapport à la période précédente). Tous ces indicateurs sont des variables réelles, en ce qu'elles mesurent des quantités réelles, à l'exception de l'inflation, qui est un indicateur de prix, celui des biens et services. Kaldor nous disait aussi que ce carré était « magique » parce qu'on ne pouvait que très rarement, voire jamais, optimiser ses quatre angles... à la fois.

**Les intuitions de Kaldor sont puissantes... mais insuffisantes.** Il est vrai que les quatre variables retenues par Kaldor ont l'avantage de la simplicité et sont aussi souvent les indicateurs les plus suivis par les politiques économiques conjoncturelles des Etats, relayées par les médias. Mais il nous faut être beaucoup plus rigoureux si nous souhaitons capturer les enjeux du risque-pays en 2020. La question n'est pas quelles variables optimiser, nous n'en sommes plus là ; elle est davantage : en cas de choc symétrique (i.e. systémique, touchant tous les pays) ou asymétrique (i.e. idiosyncratique, ne touchant qu'un pays ou un petit groupe de pays), quels seront les mécanismes d'ajustement ? Kaldor en propose 4... tandis que l'espace vectoriel d'ajustement est en réalité au minimum à 10 dimensions, soit 5 paires de 2 dimensions, l'une réelle, l'autre nominale. Voici les 5 dimensions réelles : croissance, emploi, commerce extérieur (comme chez Kaldor), auxquels s'ajoutent l'investissement (i.e. la formation brute de capital fixe et toutes les autres formes d'investissement en capital, qu'il soit humain, technologique, institutionnel etc.) et le financement (i.e. l'allocation du capital, qui devient de plus en plus fongible à mesure que la mondialisation gagne du terrain). Et maintenant les 5 dimensions nominales qui y répondent

symétriquement : l'inflation (comme chez Kaldor, en tant que le prix de la croissance), les salaires (en tant que le prix de l'emploi), les taux de change (en tant que les prix des devises), les cours (en tant que prix des investissements, que ce soit dans des actifs financiers, immobiliers, agricoles, miniers etc.) et les taux d'intérêt (en tant que prix du financement).

## En bons détectives, quels indices pouvons-nous déceler en termes de risques-pays en 2020 ?

**En 2020, les indices de risques-pays sont protéiformes mais certainement pas exotiques.** Au tout premier rang du risque-pays en 2020 se trouvent les indices monétaires. Toutes les chroniques de taux d'intérêt attachés aux grandes zones monétaires (euro, dollar, yen, sterling) montrent que depuis une décennie, les taux sont trop bas... depuis trop longtemps. En principe, nous rappelle la relation de Fisher  $M \times V = P \times T$ , toute croissance monétaire subséquente de taux trop faibles doit dégénérer en inflation, eu égard à la différenciation de cette relation, à savoir :  $\Delta M/M + \Delta V/V = \Delta P/P + \Delta T/T$  (où M est la masse monétaire, V la vitesse de circulation de la monnaie, P le niveau des prix et T le niveau de production réelle). Comme V est structurellement stable,  $\Delta V/V$  tend à être nul, tandis que  $\Delta T/T$  est négligeable en phase de croissance molle voire déprimée. Par conséquent, une hausse massive de M devrait se cristalliser en inflation. Or il n'y a aucun signe d'inflation... au contraire. Mais où est passée l'inflation ? Si elle ne se cache pas dans les biens et services, alors c'est sûrement qu'elle s'est réfugiée ailleurs. Bingo ! C'est là qu'on la dénicher, tapie derrière des cours boursiers qui se sont envolés entre 2016 et 2019, mais qui commencent à se tasser... au profit de l'or. Nous y reviendrons. La croissance monétaire émanant du « quantitative easing » (ou assouplissement quantitatif) ne s'est que peu dirigée vers l'économie réelle, mais davantage vers l'économie nominale. Aussi, d'un point de vue comportemental, la désincitation à l'épargne a alimenté les réflexes spéculatifs (vers les actifs immobiliers et les titres). C'est dangereux, parce que lorsque les taux seront ajustés à la hausse, les cours baisseront, soit de manière incrémentale, soit de manière brutale : les marchés boursiers sont plus enclins à la brutalité.

**La probabilité d'un choc monétaire s'accroît.** La hausse des taux d'intérêt semble inévitable. Mais quelle en sera la séquence ? Quelle grande zone monétaire enclenchera les hostilités la première ? A notre avis, la Réserve Fédérale américaine devrait rehausser ses taux avant la Banque Centrale Européenne. Les conséquences logiques devraient en être les suivantes : i) une appréciation du dollar contre une dépréciation de l'euro ; ii) une contraction obligataire et immobilière brutale ; iii) un effet richesse négatif et un reflux massif de la consommation ; iv) un effet de contagion sur le marché

des actions ; et v) un renchérissement des valeurs refuges... comme l'or. Rien que ça ! Mais alors justement, comment l'or réagit-il ?

**Les indices métalliques suggèrent que l'or est déjà une valeur refuge depuis la fin du mois de mai 2019.** Depuis cette date en effet, la croissance de la valeur de l'once d'or progresse de manière étonnamment régulière, sans à-coups. Une hausse aussi rapide et systématique du prix de l'or ne peut être que d'origine institutionnelle : les banques centrales. Les instituts d'émission monétaire sont en situation de défiance vis-à-vis des devises internationales sous-jacentes des réserves de change. L'or en est un substitut. La bataille monétaire est la traduction nominale de la concurrence commerciale qui sévit entre les Etats-Unis, la Chine et (dans une moindre mesure) l'Europe. La concurrence commerciale est elle-même une des manifestations de la volonté de puissance bio-info-techno-industrielle des nouveaux Empires.

**Du nominal au réel, il n'y a qu'un pas... et les banques franchiront le Rubicon sans coup férir.** Si i) la liquidité banque centrale devient plus rare, et ii) les taux directeurs sont à la hausse... alors il est probable que les banques amplifient l'effet taux eu égard à ce qu'on appelle l'accélérateur de Minsky, à savoir le caractère procyclique des comportements bancaires. Les taux d'intérêt vont devenir de plus en plus élevés à mesure que l'incertitude augmente et que la liquidité se tarit. Cet ajustement nominal par les taux aura des conséquences réelles, notamment les suivantes : i) des carnets de commande plus difficiles à remplir ; ii) des décisions d'embauche reportées ; iii) des salaires en berne ; et iv) la consommation affaiblie par l'épargne de précaution.

**Ce qui nous amène naturellement à nous interroger sur les effets psychologiques que doivent nécessairement susciter ces déséquilibres appelant une forme ou autre d'ajustement.** Commençons par les acheteurs, ceux-là même qui sont responsables au premier chef de la consommation de valeur dans les entreprises : l'indice Purchasing Managers Index (PMI) a connu depuis le quatrième trimestre 2018 sa plus longue série de baisses mensuelles consécutives, notamment dans le secteur secondaire, i.e. industriel. Ce qui est d'autant plus intéressant que leur degré croissant de stress ne provient pas de leurs approvisionnements en énergie puisque le prix du pétrole brut semble s'être stabilisé entre 45 et 70 US\$ par baril. Les hydrocarbures ne sont pas l'enjeu majeur de 2020, ni des années suivantes d'ailleurs. Depuis que les Etats-Unis sont devenus le premier producteur mondial d'hydrocarbures, le statut stratégique de ces derniers s'est considérablement émoussé. Les enjeux énergétiques sont davantage réglementaires, tant la pression et donc les tensions vont croissantes dans le sillage des nouvelles normes d'énergies mix, lesquelles donnent la part de plus en plus belles aux énergies renouvelables, sous la férule infatigable des Européens privés de pétrole et dépendants du gaz russe. Aussi, la politique de l'énergie (energy policy) devient-elle la politique par l'énergie (energy politics)... pour des raisons environnementales.

**Au total, il semblerait que nous assistions à la fin d'un cycle éco-socio-politique de plus d'une décennie, laquelle a commencé au lendemain de la crise des subprimes.** Les marchés financiers en ont déjà pris la mesure, puisque les écarts entre les taux longs (à 5 ans) et les taux courts (à deux ans) en dollar tendent vers 0. Au cours des 35 dernières années, à chaque fois que cet écart devenait négatif, une période de récession puis de populisme a suivi. Au même moment, l'indice des risques géopolitiques mondiaux ont atteint les mêmes niveaux qu'aux lendemains de l'affaire Farewell en pleine Guerre Froide (1984) et que pendant la première Guerre du Golfe (1990). La nouveauté, c'est que ces risques géopolitiques mondiaux ont individuellement baissé en intensité unitaire, mais se sont capillarisés sur tous les continents : à l'imprévisibilité nord-coréenne inhérente aux origines survivalistes du régime de Pyongyang s'ajoutent l'hégémonisme chinois en Asie, la guerre sans fin d'Afghanistan qui contamine le Pakistan et gêne donc forcément l'Inde ; plus à l'ouest, le désir d'exister de la Russie et la tentation du populisme en Europe, sur fond de déprime économique, font du Vieux Continent le maillon faible du rééquilibrage géopolitique mondial ; tout autour de la Mer Rouge, la violence politique fait rage, en acte ou en puissance, avec ses risques systématique de débordement aux limes de l'Eurafrique ; enfin, aux Amériques, les risques sociaux au sud, les risques climatiques au centre et les risques de fatigue institutionnelle au nord combinent leurs effets pour sédimenter des dysfonctionnements porteurs de très lourdes contingences potentielles en 2020.

### Et chez nous, en Afrique, comment pourrions-nous réagir face à tous ces dangers ?

**Le scénario le plus probable est celui d'une meilleure résilience face aux chocs exogènes, mais d'une plus grande vulnérabilité aux secousses endogènes.** Nous pouvons dès à présent évacuer les risques macroéconomiques de grande ampleur en Afrique, à l'exception des deux économies-mondes que sont l'Afrique du sud et le Nigeria, plus mondialisées et donc davantage enclines à faire écho aux enjeux globaux. A court terme, il reste alors trois grandes catégories de risques non pas externes mais essentiellement internes : les risques de voisinage, les risques de transition de régime ; et les risques de violence sécuritaire. Le cocktail d'une récession mondiale doublée d'une crise de régime dégénérant en violences politiques serait, pour un pays africain de taille moyenne, la pire des confluences en 2020. Dans l'axe qui relie la Somalie au Soudan, ce sont essentiellement les risques de voisinage, aux frontières, qui devraient prévaloir : au moins quatre des sept Etats qui composent cette région souffrent de la déliquescence de leurs institutions et, dans le scénario suggéré plus haut, ces Etats se trouveraient à tel point isolés que ce qu'il reste de leurs institutions serait tout bonnement condamné. En Afrique du nord, de nouveaux régimes se dessinent et tentent de se construire, adossés à des institutions qui leur préexistent, ce qui y est très

inconfortable. La Tunisie se cherche un contrat social dans une communauté divisée et polarisée ; l'Algérie veut faire du neuf avec du vieux, mais ne semble pour l'instant ne pouvoir que faire du vieux avec du neuf ; la Libye cherche à se normaliser, mais sa bicéphalie post-Kadhafi ne pourra que s'incarner en schizophrénie permanente, rendant son institutionnalisation sinon impossible, tout du moins très difficile. Le Maroc enfin a pris la mesure du gouffre qui sépare ses performances économiques scintillantes du creusement de ses défis sociaux que ni le Palais ni l'islam politique ne semblent à même de résorber, et qui nourrit la rancœur sociale. Passons rapidement sur le Sahel, où toutes les formes internes d'opposition politique ont trouvé dans le proto-jihadisme un exutoire commode, dans le désert sans frontières un terrain de jeu efficace, et dans les rivalités entre Etats des opportunités de parrainage, y compris militaro-financier. Plus au sud, dans la zone tropicale de l'Afrique, sur ligne reliant Madagascar à la Côte d'Ivoire, les enjeux sont tout aussi importants, mais plus doux. Pour preuve ; le Zimbabwe, la RDC, l'Angola, le Gabon, la Côte d'Ivoire, la Guinée ont fait, ou vont incessamment faire l'expérience de passations de pouvoir et d'évolution des régimes. Depuis presque une décennies, ces transitions se sont déroulées dans un calme relatif, sans débordements internes, sans ingérences excessives et surtout sans heurts à grande échelle. Cette maturité politique renforce nos pays du point de vue de leur crédibilité, de leur attractivité et, en définitive, de leur compétitivité, ce que nos notations reflètent de mieux en mieux.

W A R A



© 2019 Emerging Markets Ratings (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapprocher de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.