



IMPACT DE LA DEGRADATION DE LA NOTE SOVERAINE DE LA TUNISIE DE B2 A B3

Table des matières

Résumé.....	3
I. Méthodologie de la notation Moody's.....	4
II. Le désinvestissement et la note souveraine	6
III. Impact de la notation souveraine sur la situation économique de la Tunisie	7
1. Impact sur les IDE.....	7
2. Impact sur le financement	7
3. Impact sur les banques.....	8
4. Impact sur les Entreprises	8

Résumé

La notation souveraine est un jugement professionnel sur la probabilité qu'un Etat remplisse ses obligations souveraines à l'échéance. Elle sert principalement à évaluer la capacité des émetteurs de titres à racheter leurs titres aux dates d'échéance. Les notations souveraines sont fournies par des agences de notation telles que S&P(USA), Moody's (USA), Fitch (USA), R&I (Japon) et Dagong (Chine). Il est à signaler que depuis 2013, suite à sa demande la Tunisie n'a plus été notée par S&P.

La notation souveraine publiée annuellement par Moody's donne une visibilité sur la situation actuelle d'un état non seulement pour les prêteurs mais également pour les emprunteurs. Cette revue, à l'instar de celle effectuée par d'autres institutions financières internationales tel que le FMI dans le cadre de l'article IV, permet de dresser les insuffisances de la gestion publique d'un pays.

Les notations souveraines influencent principalement les montants, la maturité et les taux d'intérêt lors de l'émission de nouveaux titres par un pays. Cette dernière conséquence est la plus importante pour le cas de la Tunisie. Selon nos estimations basées sur des simulations la Tunisie aura un gap de 5000 MD sans le renouvellement de la garantie américaine et de 2600 MD en cas de renouvellement totale de ladite garantie. En cas de sortie, Le taux d'intérêt appliqué serait de 11%, avec une durée de 7 ans ce qui mettrait en péril la soutenabilité de la dette publique à long terme.

Bien entendu, le besoin de financement de la Tunisie pourrait être revu à la hausse, vu que les hypothèses de calcul qui se sont aggravées (le prix du baril, importation de céréales, taux de croissance, recettes fiscales, ...).

Au-delà de ses effets directs, cette dégradation aura des effets sur le secteur financier, les entreprises et les investisseurs ce qui nécessitera l'adoption de mesures préventives immédiates.

Par ailleurs, la concomitance et la concordance des conclusions et de l'analyse de Moody's et de la revue de la FMI met en exergue l'appréciation de la communauté internationale du risque pays et les réserves annoncées sur la capacité à éviter une insoutenabilité potentielle.

La BCT aura un rôle important pendant cette période pour préserver la solidité financière du système bancaire, s'assurer de la disponibilité des ressources nécessaires pour le financement de l'économie, sécuriser les opérations de commerce international afin d'éviter des perturbations potentielles, rassurer les détenteurs de comptes en devises afin d'éviter une éventuelle fuite des capitaux et surtout résister aux pressions politiques qui auraient pour conséquence de l'engloutir dans la trappe de financement direct du budget.

Rares sont les pays qui sont passés par la classe B3 et qui ont pu éviter la descente, à court terme vers la classe C. La remontée étant le plus souvent longue. Les pays qui ont pu à nouveau gravir l'échelle, l'ont fait au bout d'un minimum de 3 à la suite de la mise en place de plans de réformes et développement.

I. Méthodologie de la notation Moody's

Selon Moody's, la méthodologie adoptée décrit le cadre analytique utilisé par ses comités pour attribuer des notations. En effet, les comités s'attachent plutôt aux principales considérations qualitatives et quantitatives, qui sont généralement l'aspect le plus important de l'évaluation du risque de crédit dans un secteur donné. Chaque comité d'évaluation déterminera s'il faut mettre l'accent, sur les facteurs d'évaluation, ou comment le faire, Ceci en fonction de sa propre appréciation.

La notation est accompagnée par une évaluation exprimée en :

- Perspectives positives
- Stables.
- Perspectives négatives

En effet, par l'évaluation, qui accompagne la notation souveraine, le pays peut être informé de l'évolution de sa notation dans l'avenir. Si les données ne changent pas, dans le cas d'une perspective positive, la notation indique que la note du pays en question pourrait être améliorée, ou détériorée en cas de perspective négative. La perspective stable indique que la note ne changera pas.

L'encadré ci-dessous présente les différentes significations liées aux notations attribuées par Moody's.

Encadré 1 : L'échelle de notation Moody's

L'échelle de notation, qui va d'un maximum de « Aaa » à un minimum de C, se compose de 21 déterminations et de deux catégories : la catégorie dite « investment grade » et la catégorie dite « spéculative ». La notation la plus basse de la catégorie « investment grade » est Baa3. Et celle la plus élevée de la catégorie spéculative est C.

1. Catégorie « investment grade » :

- « Aaa » – valeurs de tout premier ordre
- Aa1, Aa2, Aa3 – haut de la fourchette
- A1, A2, A3 – notation intermédiaire (« upper-medium grade »)
- Baa1, Baa2, Baa3 – bas de la fourchette (« medium grade »). Peut comporter certaines caractéristiques spéculatives.

2. Catégorie spéculative

- Ba1, Ba2, Ba3 – éléments dits spéculatifs
- B1, B2, B3 – absence de caractéristiques d'investissement souhaitables
- Caa1, Caa2, Caa3 – obligations de très mauvaise qualité
- Ca – hautement spéculatives
- C – notation la plus basse. Perspectives extrêmement faibles d'atteindre un niveau propice à l'investissement.

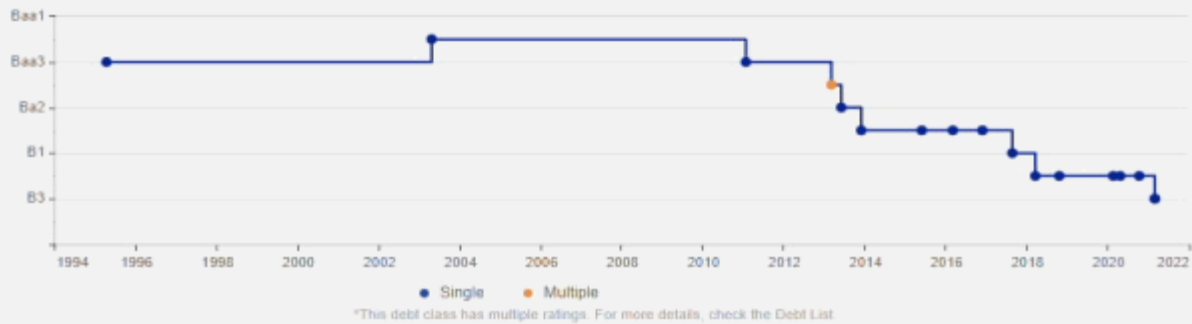
Notation	Signification des notes
Aaa	Qualité maximum
Aa1	
Aa2	
Aa3	Haute qualité
A1	
A2	
A3	Qualité moyenne supérieure
Baa1	
Baa2	
Baa3	Qualité moyenne inférieure
Ba1	
Ba2	
Ba3	Spéculatif
B1	
B2	
B3	Très spéculatif
Caa1	
Caa2	
Caa3	Ultra spéculatif
Ca	
C	Défaut sélectif
	En Défaut

II. Le désinvestissement et la note souveraine

Comme défini précédemment, la notation souveraine mesure le risque relatif qu'un pays ne parvienne pas, en temps opportun, à rembourser ses engagements financiers, tels que le paiement des intérêts et le remboursement du principal.

En Tunisie, la notation souveraine selon Moody's a connu une détérioration continue.

Figure 1 : Evolution de la notation souveraine de la Tunisie, 1994-2021



Source : Moody's

Depuis 2011, la note souveraine Moody's de la Tunisie n'a cessé de se détériorer passant de Baa2 (Perspectives stables) en 2013 à B3 (Perspectives négatives) en 2021. Ceci en signalant que c'est le plus bas grade dans la catégorie spéculatif. Cette détérioration s'est accompagnée par une diminution, attendue d'ailleurs, du taux d'investissement qui est passé de 21,9% en 2013 à 13% en 2020.

Figure 2 : Evolution du taux de l'investissement, 1994-2021



Source : BCT

Les maux de l'économie tunisienne, même ceux d'avant la révolution sont révélés à travers la décélération du taux d'investissement. Cette tendance baissière enregistrée sur une longue période conjuguée à une mauvaise gouvernance avant et après 2011 ne pouvant qu'engendrer l'explosion de la dette extérieure, de la pauvreté, du chômage et de l'informalité.

L'amélioration de la note souveraine devrait s'accompagner impérativement par l'amélioration du taux d'investissement. La création de valeur ajoutée suffisante étant la seule issue pour stabiliser et garantir la soutenabilité de la dette.

Entamer les réformes ne devrait pas être justifiées uniquement par l'amélioration de la notation de la Tunisie ou la conformité aux exigences du FMI mais plutôt **pour donner de la marge budgétaire à l'Etat et booster ainsi l'investissement public en faveur de l'éducation et à la santé et libérer le potentiel de l'initiative privée.**

III. Impact de la notation souveraine sur la situation économique de la Tunisie

1. Impact sur les IDE

Si le pays d'accueil est négativement évalué, tel est le cas de la Tunisie (Baisse de la note souveraine avec perspectives négatives) les investisseurs étrangers sont exposés au risque de dépréciation de leurs actifs et ce, suite à celui de la monnaie locale.

L'investissement de portefeuille (25,3% de la capitalisation) est exclusivement stratégique (détenu par des investisseurs ayant des participations stratégiques dans leurs filiales ou partenaires commerciaux). La participation étrangère spéculative sur la BVMT ne représente malheureusement que 0,5% des capitaux investis. La fuite des investisseurs étrangers a été amorcée dès le début de la dégradation de la note souveraine. Et actuellement les décisions des investisseurs encore présents sur le marché ne peut pas influencer sensiblement les tendances.

Les investissements physiques peuvent être exposés au risque souverain lié aux investissements directs étrangers. Et ceci est expliqué par le fait qu'une dépréciation de monnaie locale sera enregistrée, accompagnée par un accroissement du taux d'inflation causant ainsi une dévalorisation des immobilisations lors de la consolidation de leurs états financiers.

Pour améliorer le taux d'investissement, attirer et rassurer les futurs investisseurs, la Tunisie devrait encourager **l'immobilier professionnel (industriel ou services)** public et privé à offrir en location aux investisseurs étrangers

2. Impact sur le financement

La loi de finances 2021 prévoit 10,29 milliards de dinars sous forme d'émission d'obligations et de sukuks. L'importance de ce montant conjuguée à une note B 3 a eu pour effet d'augmenter le taux de sortie de la Tunisie sur les marchés financiers internationaux estimé à 11%.

L'analyse des récentes sorties des différents pays sur les marchés ainsi que l'appréciation des principaux investisseurs étrangers quant à la dette tunisienne concordent avec les simulations effectuées.

A défaut de la conclusion d'un accord avec le FMI, et l'obtention du renouvellement **totale** de la garantie américaine (qui nécessite du temps et des pourparlers politique à haut niveau au niveau de l'administration américaine) ou de garantie supplémentaire La Tunisie ne pourra dans les conditions actuelles mobiliser que la moitié de son besoin de financement extérieur et à une maturité courte.

Même dans le cas du renouvellement de la garantie américaine, le gap serait de **2600 Millions de Dinars**. Il est à noter que l'obtention de ce renouvellement n'apaisera pas la pression sur les réserves de change lors du remboursement qui précédera impérativement l'émission de nouveaux titres sous garantie.

3. Impact sur les banques

Le secteur bancaire est parmi les secteurs les plus sensibles à la dégradation de la notation souveraine. En effet, pendant la crise de 2007, 64 % des banques situées dans les pays en situation de crise ont vu leur note se dégrader dans les six mois qui ont suivi la baisse de la note souveraine.

Par ailleurs, Une baisse des notations souveraines entraîne généralement une baisse des notations des banques nationales. En outre, la notation souveraine représente généralement la limite supérieure de la notation attribuée aux emprunteurs privés. Les répercussions peuvent donc être potentiellement importantes sur le coût ainsi que la disponibilité du financement pour les banques.

De ce fait, la dégradation de la notation souveraine va augmenter le risque pays des banques tunisiennes lors de leurs prochaines évaluations par les agences de notation. **Cette future probable dégradation de la notation des banques tunisiennes** pourra renchérir le coût de financement en cas de recours à des sources de financement étrangères bancaire ou autres (très limitées en Tunisie).

Les opérations de commerce international quel que soit leur mode le règlement, sont perturbées par la dégradation de la note souveraine et consécutivement celle des banques. Le recours à des banques tierces pour des confirmations et garanties à envisager engendre des **coûts supplémentaires qui sont au final supportés par les entreprises**. Les banques locales affiliées à des banques étrangères peuvent bénéficier de l'avantage que leur offre leurs affiliations aux dépens des banques détenus exclusivement ou majoritairement par des investisseurs tunisiens publics ou privés.

4. Impact sur les Entreprises

L'impact sur des entreprises dans un pays classé B3 et aggravé par les répercussions de la crise sanitaire est essentiellement financier. Le manque de liquidité limite forcément la marge de manœuvre et aggrave leur situation si des mesures préventives ne seront pas prises. Le surenchérissement des coûts de financement extérieur soit en termes de garantie ou de crédit documentaire sera aussi probablement observé.

Une attention particulière devra être accordée aux entreprises publiques importatrices de produits stratégiques dont usuellement le financement des opérations de commerce international est assuré essentiellement par des banques publiques. Les fournisseurs de

ces entreprises peuvent juger leurs risques élevés et imposeront des nouvelles conditions, plus contraignantes, à cause du risque élevé des entreprises publiques et de leurs banques. La rupture de stock de produits stratégiques suite à des soucis d'approvisionnement, constitue un risque élevé et probable actuel. Il est indiscutablement à éviter.