

L'économie tunisienne sous la loupe des agences de notation

Par Mouna Esseghir

La Tunisie, qui a accepté délibérément de soumettre son économie et sa solvabilité à l'évaluation internationale, est, aujourd'hui, en droit d'être fière de l'évolution positive de sa notation par les agences de rating internationales.

La notation du risque souverain du pays (défini comme étant le risque d'incapacité de l'émetteur à honorer ses engagements futurs) n'a cessé de s'améliorer au fil des années. Elle est passée de (BBB+) obtenue en 1994 à (A- accordée, en 2007, avec perspective stable par l'agence de notation japonaise Rating & Investment Information (R&I). Cette performance n'est pas le fruit du hasard. La Tunisie a toujours joué le rôle de pays pionnier à l'échelle du monde arabe et africain en matière d'accès au marché international de capitaux (yen, dollar et euro) Premier pays africain et arabe à avoir accédé au marché obligataire européen (eurodollar).

Au total la Tunisie a à son actif 19 émissions obligataires sur les marchés internationaux : 12 japonais (samouraï), 3 américains (yankee) et 4 européens (eurodollar).

Les autorités tunisiennes n'ont pas manqué de valoriser cette distinction qui va hisser le pays au rang des pays émergents les plus dynamiques.

En accédant au grade A, la Tunisie fait jeu égal avec la Tchéquie (A-), la Slovaquie(A-), la Hongrie(A-)et l'Afrique du sud(A-). Elle fait mieux que la Pologne (BBB+), la Croatie (BBB+), la Thaïlande (BBB+), le Mexique(BBB) et l'inde(BBB).

Tout récemment, la Tunisie a optimisé l'exploitation de cette amélioration du rating du risque souverain, pour émettre le premier Août 2007, sur le marché japonais "Samouraï", un emprunt obligataire d'un montant de 30 milliards de yen soit l'équivalent de 320 millions de dinars sur une maturité de 20 ans. Assorti d'un taux de coupon (taux d'intérêt) de l'ordre de 3,28%, cette émission a été couronnée d'un grand succès, en dépit de la crise des "subprime"(lignes de crédit risquées) qui a frappé le secteur de l'immobilier à l'échelle mondiale.

Cette nouvelle émission représente une nouvelle performance de la Tunisie sur le marché international de capitaux en termes de marge et de maturité.

La Tunisie a réussi à émettre un tel emprunt moyennant une marge (75 points de base)considérée comme la plus faible marge réalisée par le pays toute maturité et tout marché confondus.

Cette baisse de la marge reflète l'appréciation de plus en plus favorable du risque souverain de la Tunisie de la part des investisseurs étrangers.

En émettant une obligation de 20 ans, la Banque centrale de Tunisie (BCT) fait désormais partie du cercle restreint des émetteurs souverains capables d'emprunter confortablement sur des maturités longues et à des niveaux de prix compétitifs. Ce résultat fort positif obtenu à l'international vient couronner le palmarès des notations accordées par les maîtres de la finance internationale: les deux américaines Standard & Poors (S&P) et Moody's, l'européenne Fitch rating et la japonaise R&I.

Faut-il le rappeler? La Tunisie, pays émetteur régulier depuis dix ans, sur le marché international des capitaux, a obtenu en janvier 1994, sa première notation (BBB+) avec perspective stable auprès de l'agence R&I, à l'occasion des premières opérations réalisées sur le marché domestique japonais "Samourai", d'un montant de 320 millions de dinars sur une maturité de 10 ans, lequel a été complètement remboursé en 2004.

Cette notation a permis à la Tunisie, deuxième pays de l'Afrique à côté de l'Afrique du sud à accéder au grade d'investissement ou "investment grade", avec une bonne qualité du crédit, une solvabilité et un respect des échéances de ses emprunts obligataires.

Il y a lieu de préciser dans ce cadre, que l'échelle de notation varie de AAA (zéro risque de défaut) à D (situation de défaut) et que la catégorie grade d'investissement concerne les notations supérieures ou égales à BBB, les notations qui sont en dessous de ce palier appartiennent à la catégorie "grade spéculatif" ou "spéculative grade".

Ces notes sont généralement accompagnées du signe(+) ou (-) afin de préciser leur position relative dans l'échelle de notation et d'une appréciation de la perspective de la notation. Si on prend par exemple le haut de la pyramide des notes(A), la variation croissante de la note est : (A-),(A),(A+),(AA-),(AA), (AA+) et (AAA). Lorsque le terme stable est adjoint à la note, cela signifie que celle-ci ne risque pas de subir de changements dans le futur proche (1 à 2ans), en revanche si elle est accompagnée d'une perspective positive, cela signifie que la notation est orientée à la hausse dans l'avenir proche. La note (BBB+) ainsi obtenue, est restée sans changement jusqu'à Février 2006, lorsque sa perspective a été relevée de "stable" à "positive".

En 1995, la Tunisie a obtenu en Avril sa deuxième notation (Baa3) (l'équivalent de BBB-) avec perspective stable auprès de l'américaine Moody's, ainsi que sa troisième notation (BBB-) avec perspective stable en Septembre auprès de l'agence de notation européenne Fitch, qui décide de maintenir inchangée sa note jusqu'à mai 2001, lorsqu'elle relève sa note à(BBB) avec perspective stable.

L'agence Moody's a décidé en 2000 d'améliorer la perspective du risque souverain de la Tunisie en hissant sa perspective de "stable" à "positive". Cette amélioration de la perspective s'est concrétisée par le relèvement en 2003 de la notation elle-même de (Baa3) à (Baa2) (l'équivalent du passage de BBB-à BBB).

Ces notations ont permis à la Tunisie de diversifier ses sources de financement et de conquérir de nouveaux marchés: le marché américain (yankee) et l'europpéen (eurodollar).

A l'occasion de son recours au marché américain Yankee, la Tunisie a obtenu en Avril 1997, la notation (BBB-) auprès de l'américaine Standard & Poors. Cette notation est restée sans changement jusqu'à mars 2000, lorsque S&P l'a relevé de (BBB-) à (BBB) avec perspective stable.

La BCT a procédé en Septembre 1997, à deux émissions simultanées sur le marché américain. Le premier d'une valeur de 250 millions de dollars l'équivalent de 310 millions de dinars, de maturité de 10 ans, lequel a été complètement remboursé à son échéance soit en Septembre 2007 et le deuxième d'un montant de 150 millions de dollars l'équivalent de 186 millions de dinars, d'une maturité de 30 ans (maturité accordée à des pays de rating supérieur).

Ce verdict du marché américain, confirme encore une fois, le capital confiance dont jouit l'économie tunisienne auprès de la communauté financière internationale, chose qui n'a pas manqué d'élargir la base des nouvelles références pour les emprunts tunisiens.

En 1999, date de l'avènement de l'euro, la Tunisie a réussi à accéder avec succès au marché européen érigé en tant que marché sélect et à émettre un emprunt d'une valeur de 225 millions d'euros soit 382 millions de dinars, échéant en 2009.