

Les notations de crédit souverain : Perspectives pour le développement de l'Afrique



Remerciements

Cette publication a été préparée par le Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD) sous la direction d’Ahunna Eziakonwa, Sous-Secrétaire Générale des Nations Unies, Administratrice Assistante du PNUD et Directrice du Bureau Régional du PNUD pour l’Afrique.

L’équipe de recherche a été dirigée par Raymond Gilpin, Économiste en Chef et Responsable de la Stratégie, de l’Analyse et de la Recherche. Jacob Assa, Michelle Mendi Muita, Bruno Javier Avila Aravena et Weiyang Zhu ont apporté un appui essentiel à la coordination des contributions tout au long du processus de rédaction.

Nous saluons les contributions techniques de Conseillers du Comité Consultatif du PNUD — Dr Ann Rutledge, Mahesh Kotecha, Nikola Swann et Veronica Kalema — qui ont fourni des analyses indépendantes et des orientations expertes, fondées sur leur expérience en tant qu’anciens analystes de notation souveraine.

Nous exprimons notre gratitude au Dr Daouda Sembene d’AfriCatalyst, au Dr Misheck Mutize du Mécanisme africain d’évaluation par les pairs (MAEP), ainsi qu’à Sonia Essobmadje, Jean-Marc Kilolo et Nadia S. Ouedraogo de la Commission économique des Nations Unies pour l’Afrique (CEA), pour leurs contributions substantielles.

Nous remercions les relecteurs suivants pour la richesse de leurs observations : Dr Aloysius Ordu (Brookings Institution), Dr Daniel Cash (Aston University), Dobrina Priorier (CNUCED), Joydeep Mukherji (S&P Global) et Rob Floyd (Centre africain pour la transformation économique – ACET).

Notre reconnaissance va également à John Apruzzese pour la relecture, ainsi qu’à 400 Communications pour la qualité de l’exécution de la conception, de la mise en page et de la production.

Cette publication a été élaborée dans le cadre de l’Initiative sur les notations de crédit en Afrique, un projet phare du PNUD mis en œuvre en partenariat avec AfriCatalyst et avec le généreux soutien du Gouvernement Japonais. Les recommandations présentées dans ce rapport s’inscrivent dans l’objectif plus large de l’initiative, à renforcer les processus de notation souveraine, et promouvoir un accès abordable au financement du développement pour les pays africains.

© Copyright PNUD 2025 Tous droits réservés.

Programme des Nations Unies pour le Développement

www.undp.org/africa
rba.creditratings@undp.org

À propos de l’UNDP

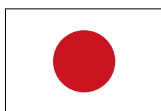
Le Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD) est la principale organisation des Nations Unies qui lutte pour mettre fin à l’injustice de la pauvreté, des inégalités et du changement climatique. En collaboration avec notre vaste réseau d’experts et de partenaires dans 170 pays, nous aidons les nations à élaborer des solutions intégrées et durables pour les personnes et la planète.

Les opinions exprimées dans cette publication sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement les positions officielles ou les politiques du Programme des Nations Unies pour le Développement, des Nations Unies ou de leurs États membres.

Les appellations et la terminologie employées dans cette publication, ainsi que la présentation des données qui y figurent, ne sont en aucune manière l’expression ou l’opinion quelconque des Nations Unies quant au statut juridique d’un pays, d’un territoire, d’une ville ou d’une région, ou de ses autorités, ni de ses frontières ou limites.

En partenariat avec

AFRICATALYST



de la part du
Peuple japonais

Table des matières

Préambule	4
Introduction	6
01 Comprendre l'importance des agences de notation dans le développement de l'Afrique	8
02 Comprendre les notations de crédit souveraines : mesures, distinctions et cadres de réglementation	16
03 Modalités d'établissement de notations de crédit souveraines : le processus, les données et la collaboration avec les gouvernements	23
04 Les agences de notation en Afrique : allier les capitaux mondiaux à la croissance régionale	30
05 L'approche de l'Afrique du Sud relativement aux notations de crédit : étude qualitative sur les meilleures pratiques	37
06 Le parcours de la République démocratique du Congo vers une amélioration de sa notation de crédit : étude de cas technique	43
07 Recommandations	51
Bibliographie	54
Annexe A. Estimation économique des facteurs ayant influencé les notations de crédit souveraines de la République démocratique du Congo	56
Annexe B. Sources de données, échelle de notation et informations supplémentaires	59
Annexe C. Liste des pays	61

Préambule

Au PNUD, nous pensons que l'accès à des financements abordables et équitables n'est pas un luxe : c'est un impératif vital. Il permet aux gouvernements de développer des infrastructures, de fournir des services, d'investir dans leur population et de relever les grands défis de notre époque – de la pauvreté et des inégalités au changement climatique, en passant par les pressions démographiques.

Pourtant, pour de nombreux pays africains, l'accès au financement ne dépend pas uniquement de leurs politiques ou de leurs priorités, mais aussi de la manière dont ils sont perçus. Les notations de crédit jouent un rôle décisif dans le coût de l'emprunt, la confiance des investisseurs et la volonté des partenaires de développement de s'engager. Pour les économies africaines, les enjeux sont immenses.

Les notations de crédit ne sont pas neutres. Elles peuvent accélérer le développement – ou au contraire le freiner. Une dégradation peut entraîner une hausse des coûts du service de la dette, une réduction de la marge de manœuvre budgétaire et une perte de confiance des investisseurs, limitant ainsi les ressources disponibles pour atteindre des objectifs de développement essentiels.

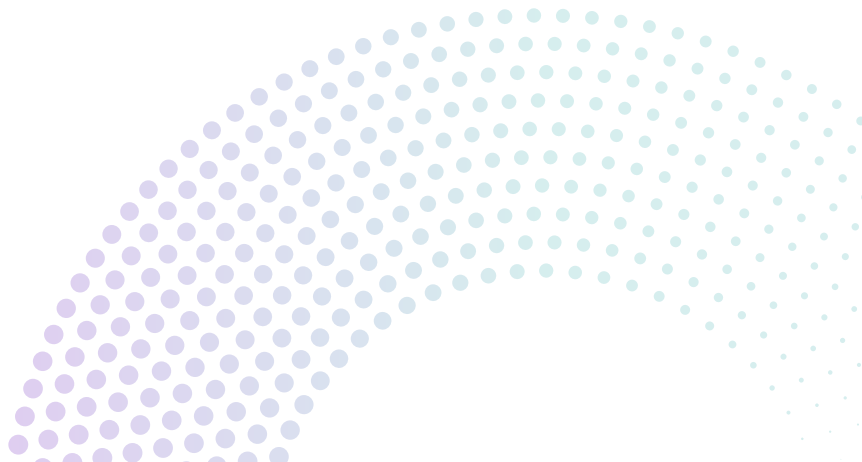
Et c'est bien là que réside la difficulté : trop souvent, les notations souveraines ne reflètent pas l'ensemble de la réalité. Elles tendent à privilégier des indicateurs économiques restreints, au détriment d'une lecture plus large du contexte de développement – incluant les réformes en cours, la résilience institutionnelle, les dynamiques régionales et les efforts de durabilité à long terme. De nombreux gouvernements africains accomplissent des avancées ambitieuses – en investissant dans la croissance verte, en renforçant la gouvernance et en approfondissant l'intégration régionale – mais ces progrès demeurent insuffisamment reconnus.

Dans un contexte mondial de durcissement des conditions financières et de chocs en cascade, ce décalage a un coût réel, croissant et préoccupant. Il est temps de changer de perspective.

C'est précisément ce que propose ce rapport : une analyse rigoureuse et opportune du fonctionnement des notations de crédit souverain et de leur impact sur le développement en Afrique. Il explore les méthodologies utilisées, met en lumière les asymétries persistantes entre les agences internationales et celles basées sur le continent, et révèle les déséquilibres structurels qui affectent de manière disproportionnée les pays africains.

Mais surtout, ce rapport se tourne vers l'avenir. Il pose des questions essentielles :

- Comment les pays africains peuvent-ils s'engager plus efficacement avec les agences de notation, sur une base plus équitable ?
- Comment faire évoluer les méthodologies d'évaluation de crédit pour qu'elles reflètent mieux les réalités vécues et les opportunités du continent ?
- Quels outils innovants – comme les conversions de dette liées au climat ou les mécanismes régionaux de notation – pourraient permettre de réduire l'écart entre risque perçu et potentiel réel ?



Nous tirons notre inspiration des exemples mis en avant dans ce rapport – des efforts de transparence de l’Afrique du Sud envers les investisseurs et les agences de notation, à la vision audacieuse de la République démocratique du Congo qui mise sur sa richesse minérale et son leadership climatique pour promouvoir un développement transformateur et améliorer sa perception du risque. Ces récits nous rappellent que la stratégie, les partenariats et l’innovation ont le pouvoir de changer à la fois le récit et les indicateurs.

Au cœur de ce rapport, s’inscrit une volonté de revoir les règles du jeu. Il s’agit de bâtir des institutions solides, de poser les fondations d’économies résilientes et de contribuer à la création d’un système financier qui perçoive l’Afrique non comme une zone de risques à gérer, mais comme un véritable partenaire d’investissement et de commerce.

Car l’Afrique, c’est l’avenir – un continent de solutions, de résilience, de talents et de promesses.

Que ce rapport soit un appel à l’action. Œuvrons ensemble pour que les notations de crédit ne se contentent pas de juger le passé, mais ouvrent la voie à un avenir financier plus juste et inclusif – un avenir où chaque pays a réellement la possibilité de s’élever, d’investir et de prospérer.



Ahunna Eziakonwa, Sous-Secrétaire Générale des Nations Unies, Administratrice Assistante du PNUD et Directrice du Bureau Régional du PNUD pour l’Afrique.

Introduction

Les agences de notation jouent un rôle indispensable dans l'architecture du financement mondial, car elles assument une fonction de contrôle essentielle sur les marchés des capitaux.

Leurs notations constituent des indicateurs pour les investisseurs, en déterminant la manière dont les pays et les entreprises sont perçus en termes de risque et de rendement. Dans la pratique, ces évaluations influencent les coûts d'emprunt, l'accès aux financements et le climat général des investissements. Pour les nations souveraines, une notation de crédit n'est pas un simple score – elle détermine leur flexibilité budgétaire et reflète leur gouvernance macroéconomique, et c'est un facteur clé pour attirer des investissements privés et publics. Il n'y a qu'en Afrique que cette influence est aussi substantielle – et aussi complexe – et les notations de crédit liées au continent peuvent soit faciliter l'influx de financements vitaux pour le développement, soit renforcer les contraintes structurelles existantes.

Au centre de ce système de classement mondial se trouvent les « trois grandes » agences de notation – Moody's, Standard & Poor's (S&P) et Fitch Ratings – dont les opinions influencent plus de 95 % de la dette notée à l'échelle mondiale. Leurs méthodologies, conçues pour offrir une comparabilité sur différents marchés, exercent souvent une influence considérable sur l'avenir financier des pays en développement. Pour de nombreuses nations africaines, cela soulève des questions essentielles : Dans quelle mesure ces notations reflètent-elles les risques réels ? La dynamique locale, les contextes institutionnels et les priorités en termes de développement font-ils l'objet d'une prise en compte adéquate ? Et quelles sont les implications pour les gouvernements d'Afrique qui s'efforcent d'améliorer leur solvabilité tout en poursuivant des objectifs de développement inclusif et durable ?

Le présent rapport cherche à répondre à ces questions en examinant l'évolution du rôle des agences de notation en Afrique, au travers d'un aperçu au niveau macro et d'informations spécifiques aux pays. Il examine la manière dont la domination des trois grandes agences influence les conditions de financement sur l'ensemble du continent et évalue le potentiel des agences régionales en Afrique – comme Global Credit Ratings, Augusto & Co. et Bloomfield Investment Corporation – en matière de soumission d'évaluations plus sensibles au contexte. Ces agences de notation basées en Afrique apportent une valeur essentielle grâce à leur compréhension plus étendue de la dynamique du marché, des systèmes budgétaires et des économies politiques à l'échelle locale, servant souvent de contrepoids nécessaire relativement aux méthodologies mondiales. Le rapport se penche également sur les rouages internes des notations de crédit souveraines – leurs processus de production, cadres techniques et hypothèses sous-jacentes. Il s'interroge sur les facteurs qui contribuent à établir une notation, notamment la qualité de la gouvernance, la performance macroéconomique, la viabilité de la dette et les vulnérabilités extérieures.

Sur la base de deux études de cas – portant sur l'Afrique du Sud et sur la République démocratique du Congo – le rapport propose des perspectives ancrées concernant la manière dont les gouvernements gèrent leurs interactions avec les agences de notation, répondent aux mesures de notation et mettent en œuvre des réformes en vue de rétablir ou de maintenir la confiance des investisseurs. L'expérience de l'Afrique du Sud illustre l'importance de la crédibilité institutionnelle, de communications ouvertes avec les agences de notation et de politiques

macroéconomiques cohérentes pour obtenir des résultats favorables. De son côté, la République démocratique du Congo offre un exemple concluant d'utilisation d'outils innovants dans un pays riche en ressources – comme des conversions de dettes en mesures en faveur du climat et une transformation des minéraux à valeur ajoutée – en vue d'un profil de crédit plus résilient. Ces études de cas soulignent les diverses trajectoires que les nations africaines peuvent suivre pour renforcer leur position budgétaire et créditrice, même dans des conditions structurelles difficiles.

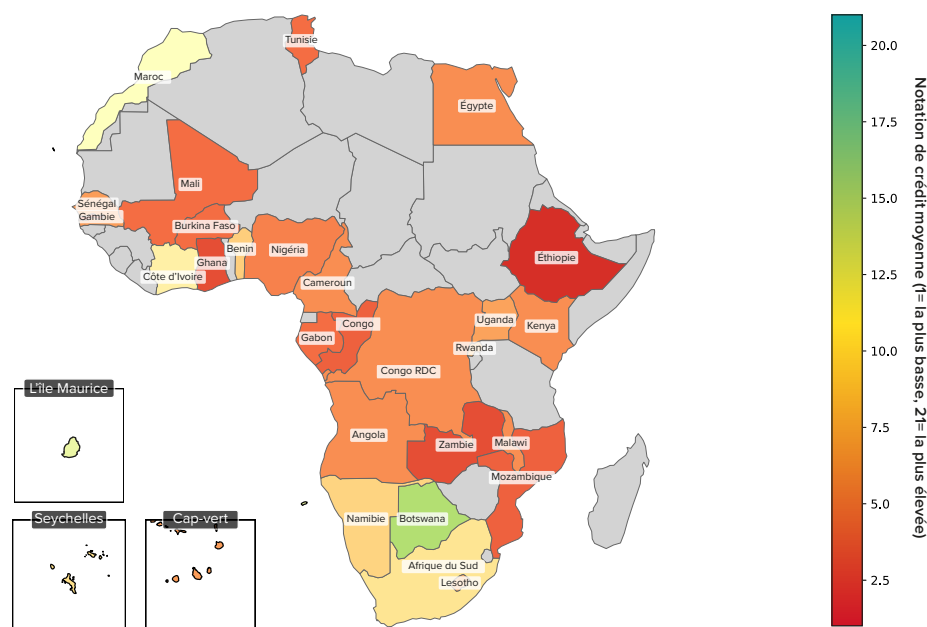
Une composante centrale du rapport est une analyse basée sur des données des notations de crédit souveraines couvrant 53 pays d'Afrique sur deux décennies. Selon les constatations de cette analyse, la gouvernance – particulièrement l'efficacité et la qualité des réglementations du gouvernement – constitue le principal déterminant des notations souveraines. Elles révèlent également l'existence de défis persistants, dont un potentiel de « prime africaine » dans le cadre de laquelle les pays pourraient subir des coûts

d'emprunt supérieurs ou des notations inférieures à celles de leurs pairs dont les principes fondamentaux sont similaires.

Pour l'essentiel, le présent rapport propose une perspective multidimensionnelle sur les agences de notation et sur leur impact dans les économies africaines. Il souligne la nécessité de méthodologies de notation plus inclusives et plus transparentes qui prennent mieux en compte les risques et les opportunités sur le continent. Il appelle également à un engagement renforcé entre les gouvernements d'Afrique et les agences de notation, parallèlement à des réformes structurelles plus globales visant à améliorer la gouvernance, à diversifier les économies et à renforcer la résilience.

Au final, l'objectif n'est pas de simplement critiquer le statu quo, mais d'établir la voie à suivre – où les notations de crédit souveraines sont des outils d'autonomisation, plutôt que de contrainte, et où les pays d'Afrique peuvent mobiliser plus efficacement des capitaux pour atteindre leurs objectifs de développement.

Pays africains par notation de crédit moyenne



En juin 2025, parmi les 34 pays d'Afrique subsaharienne qui ont au moins une notation de crédit souveraine, seuls deux – le Botswana et L'île Maurice – sont notés comme relevant de la catégorie investissement. Les 30 autres sont considérés comme « spéculatifs », ce qui implique des coûts d'intérêt plus élevés et des volumes de financement plus faibles. La notation de crédit qui figure sur la carte correspond à l'équivalent en chiffres de la moyenne de toutes les notations disponibles de S&P, Moody's et Fitch, le cas échéant. Les notations relevant de la catégorie investissement sont équivalentes à un score de 12 ou plus.

01



Comprendre l'importance des agences de notation dans le développement de l'Afrique

Chapitre 1

Les notations de crédit fournissent de précieuses informations sur la santé économique et la stabilité politique d'un pays.

Une notation élevée indique des capacités de remboursement solides, ce qui permet aux investisseurs d'identifier des opportunités sur les marchés émergents.

Les notations, ainsi que les analyses de la viabilité de la dette provenant du Fonds monétaire international (FMI), constituent des références externes qui permettent d'apprécier la solvabilité et la stabilité macroéconomique d'un pays. Des améliorations dans une notation de crédit peuvent refléter non seulement que le pays a les capacités de rembourser sa dette, mais aussi qu'il fait preuve d'une gouvernance efficace, de politiques économiques robustes et d'efforts de réforme probants. Cette boucle de retour positive peut encourager les gouvernements à poursuivre d'autres réformes en vue d'améliorer leur solvabilité et de soutenir leur développement.

La notation financière joue également un rôle crucial dans l'accès d'un pays à une aide et à des financements pour son développement. Les organisations multilatérales et les pays donateurs examinent souvent des évaluations internes et externes du crédit pour déterminer leurs affectations de fonds. Par exemple, les pays présentant un risque supérieur (une notation plus faible) reçoivent souvent des subventions inférieures et davantage de prêts. Les pays dont les notations sont plus élevées bénéficient souvent de conditions plus favorables et de plus gros volumes de financement – soit par des prêts, soit par des investissements directs étrangers (IDE) – qui stimulent leurs perspectives de développement.

Par exemple, les banques multilatérales de développement complètent les notations externes par leurs propres évaluations internes, en tirant parti de leur rôle de conseillers de confiance auprès des actionnaires et de leur accès plus étendu aux données économiques. Par ailleurs, les prêts de banques multilatérales de développement bénéficient automatiquement d'un statut de créancier privilégié, ce qui aboutit à des taux de défaillance inférieurs et à des taux de recouvrement supérieurs.

Il y a deux points de vue sur le rôle essentiel que jouent les agences de notation. Dans un cas, elles ont un « capital de réputation », compte tenu de la capacité à générer et à agréger des informations crédibles sur leurs émetteurs de dettes et à les utiliser pour combler les lacunes d'informations entre les emprunteurs et les investisseurs – de manière similaire à des critiques gastronomiques ou cinématographiques.

Dans l'autre cas, elles ont une « licence réglementaire ». Comme les autorités de réglementation exigent souvent des investisseurs et des prêteurs qu'ils utilisent les notations financières de ces agences, ces dernières deviennent un puissant signal financier qui est nécessaire pour accéder aux marchés des capitaux. Cela confère une grande autorité aux notations, quelle que soit leur exactitude en termes de prévision de la probabilité d'une défaillance.

Ce chapitre se penche sur la domination de ces agences, sur leur portée mondiale et sur les implications de cette domination pour les économies africaines.

1. L'importance de la notation de crédit pour les perspectives de développement de l'Afrique

L'accès aux capitaux est essentiel pour les pays d'Afrique et les notations de crédit constituent des passerelles critiques vers des prêts et des investissements étrangers. Non seulement des notations favorables attirent des capitaux d'emprunt, mais elles représentent également un signal pour les prêteurs et les investisseurs qui, indirectement, peut encourager les IDE et les entrées en portefeuille. Ces investissements sont essentiels pour financer les secteurs clés tels que les infrastructures, l'éducation et les soins de santé.

Les pays comme la Côte d'Ivoire, le Kenya et l'Afrique du Sud sont parvenus à utiliser leurs notations financières pour emprunter sur des marchés internationaux. Même si ces notations ne sont pas toujours la garantie de faibles coûts d'emprunt, elles aident les investisseurs à évaluer les risques et ont aidé ces pays à lever des fonds en faveur du développement. Une notation de crédit forte reflète souvent des politiques budgétaires solides et une gestion macroéconomique stable – des facteurs

clés pour la croissance économique. À l'inverse, une notation faible peut aboutir à des sorties de capitaux et à des coûts d'emprunt élevés, ce qui limite les opportunités de croissance. Par exemple, au lendemain de la crise financière de 1997 en Asie, les pays qui avaient stabilisé leur économie et regagné la confiance des investisseurs ont observé une amélioration de leur notation de crédit, ce qui a stimulé leur relèvement économique.

ENCADRÉ 1.

Aperçu historique des trois grandes agences de notation

Les trois grandes agences de notation évaluent la solvabilité des gouvernements, des entreprises et des produits financiers et jouent un rôle d'arbitre majeur relativement aux risques de crédit. Leurs notations contribuent à réduire l'asymétrie des informations entre les emprunteurs et les prêteurs, fournissant ainsi un cadre standardisé pour évaluer les risques en termes de remboursement. Des notations fiables promeuvent la redevabilité, encouragent une gestion financière robuste et facilitent le développement de marchés des capitaux plus étendus.

La domination des trois grandes agences de notation repose sur leur réputation établie, leur portée mondiale et leur influence sur les réglementations. Ces agences ont acquis une crédibilité de longue date grâce à des méthodologies cohérentes et à des données historiques étendues, affinant des cadres d'analyse solides sur plusieurs décennies en vue d'évaluer les risques de crédit. Leurs notations constituent une référence : une notation élevée réduit les coûts d'emprunt et une notation faible augmente le fardeau de la dette et peut décourager les investissements. Cette dynamique est particulièrement importante dans les régions en développement telles que l'Afrique, où l'accès à des financements abordables est essentiel pour la croissance économique. Certaines recherches montrent que les investisseurs préfèrent souvent des notations provenant de ces agences établies, compte tenu de leur crédibilité et de leur expérience perçues.

Standard & Poor's, la plus ancienne des trois grandes agences, comprenait initialement deux cabinets – Poor's Publishing, fondé en 1860, et Standard Statistics, établi en 1906. En 1941, elle a fusionné avec la Standard Statistics Company pour former sa marque actuelle. Au fil du temps, S&P a étendu ses services pour inclure la notation de diverses classes d'actifs, s'établissant en tant que chef de file sur le marché.

Moody's Investors Service, établie en 1909 par John Moody, a démarré en se concentrant sur la publication de manuels d'obligations de chemin de fer. La société a rapidement évolué, ajoutant les classements d'obligations municipales et d'entreprises à son portefeuille. Elle est devenue une société cotée en bourse en 2000 et a étendu sa présence mondiale par le biais d'acquisitions.

Fitch Ratings, fondée en 1913 par John Knowles Fitch, se spécialisait initialement dans les informations sur les émetteurs d'obligations. Au cours de la grande dépression, elle a bénéficié d'une reconnaissance pour ses classements des obligations gouvernementales. Depuis, Fitch s'est étendue à l'échelle mondiale et a été acquise par le groupe français Fimalac en 1997.

Ces agences ont affiné leurs cadres d'analyse au fil des décennies, amassant un siècle de données et d'expertise. Leurs méthodologies bénéficient de la confiance des investisseurs et des institutions financières du monde entier, ce qui consolide leur domination sur le marché.

2. L'évolution des notations souveraines en Afrique

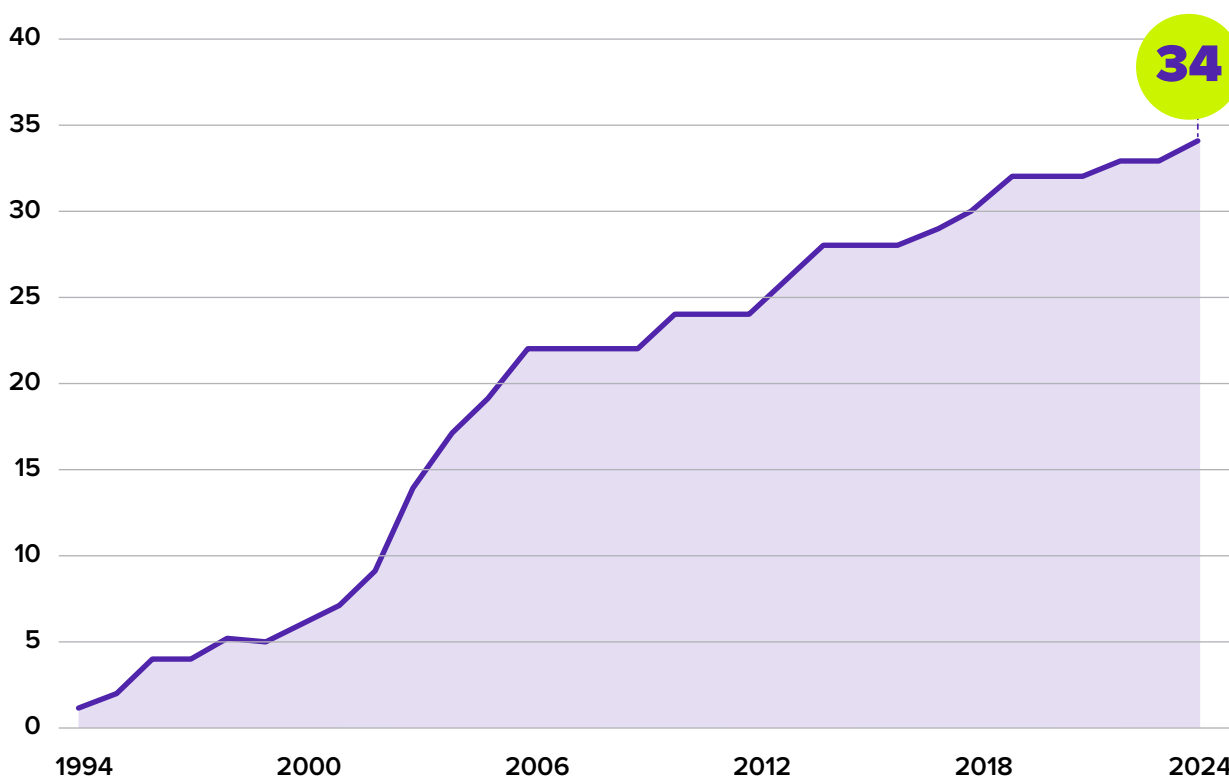
Historiquement, un grand nombre de pays en Afrique disposaient d'un accès limité aux notations de crédit, en raison de données insuffisantes et de perceptions de risque élevé. Toutefois, cette situation a commencé à changer quand des institutions financières internationales et des décideurs politiques ont reconnu l'importance des notations pour attirer des investissements et promouvoir la croissance économique.

Entre 2002 et 2003, d'importantes mesures ont été prises pour formaliser la notation de crédit des pays d'Afrique. Notamment, le Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD) a financé les notations initiales de S&P, et le Département d'État américain celles de Fitch. Ces initiatives visaient à fournir aux pays d'Afrique et aux investisseurs une évaluation plus claire de leur solvabilité, ce qui a ensuite permis de renforcer leur capacité à attirer des investissements étrangers.

En soutenant ces notations initiales, le PNUD cherchait à améliorer la transparence et la crédibilité des prêts et des investissements dans les économies africaines. Divers pays tels que le Ghana, le Kenya et le Nigeria ont ainsi obtenu leur première notation de crédit, ouvrant la voie vers une hausse des investissements internationaux.

Le début des années 2000 a marqué un point charnière, car davantage de pays en Afrique cherchaient à obtenir une notation de la part des trois grandes agences. Les réformes économiques et les améliorations de la gouvernance ont progressivement abouti à des notations de crédit plus fortes, reflétant ces changements positifs. L'obtention de notations souveraines a permis aux gouvernements de démontrer leur engagement en faveur d'une gestion économique solide et de chercher à attirer des capitaux étrangers. Ces notations ont ouvert l'accès aux marchés des capitaux internationaux, stimulant l'expansion du marché des euro-obligations en Afrique qui, depuis, s'est considérablement développé, avec des émissions totalisant environ 300 milliards de dollars au cours des deux dernières décennies.

Figure 1. Nombre de pays d'Afrique ayant fait l'objet d'une ou de plusieurs notations de crédit souveraines des trois grandes agences



Malgré la hausse du nombre de pays d'Afrique qui reçoivent des notations de crédit souveraines, des obstacles persistent. Un grand nombre de pays continuent de faire face à l'instabilité politique, à de lourds fardeaux de la dette et à des institutions financières faibles. De plus, les économies africaines sont particulièrement vulnérables aux marchés des produits de base volatiles, où les fluctuations des prix des céréales, des aliments, du cuivre et du bois peuvent gravement perturber les comptes extérieurs. Ces vulnérabilités entraînent souvent une réduction des notations. En 2024¹, l'Afrique représentait près de

la moitié des révisions à la baisse des notations de crédit souveraines à l'échelle mondiale (43 %).

Les révisions à la baisse génèrent une incertitude, tant pour les pays concernés que pour leurs investisseurs. De plus, les notations systématiquement faibles et en déclin attribuées à de nombreux pays africains ont soulevé des préoccupations quant à la subjectivité et aux biais potentiels des méthodologies employées par les agences de notation de crédit. Des rapports du PNUD et de la Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement (CNUCED) ont examiné ces questions plus en détail².

Tableau 1. Révisions à la baisse récentes des notations de pays africains

Date	Pays	Agence	Nouvelle notation	Notation précédente
28 février 2025	Sénégal	S&P	B	B+
21 février 2025	Sénégal	Moody's	B3	B1
23 août 2024	Kenya	S&P	B-	B
2 août 2024	Kenya	Fitch	B-	B
8 juillet 2024	Kenya	Moody's	Caa1	B3
17 mai 2024	Ouganda	Moody's	B3	B2
6 octobre 2023	Ouganda	S&P	B-	B
15 septembre 2023	Éthiopie	Moody's	Caa3	Caa2
21 décembre 2022	Ghana	Fitch	C	CC
20 décembre 2022	Éthiopie	Fitch	CCC-	CCC
6 décembre 2022	Ghana	S&P	CC	CCC+
11 novembre 2022	Nigeria	Fitch	B-	B
28 juillet 2022	Île Maurice	Moody's	Baa3	Baa2
24 juin 2022	Namibie	Fitch	BB-	BB
26 janvier 2022	Burkina Faso	S&P	CCC+	B

3. Le faible nombre de notations relevant de la catégorie investissement en Afrique

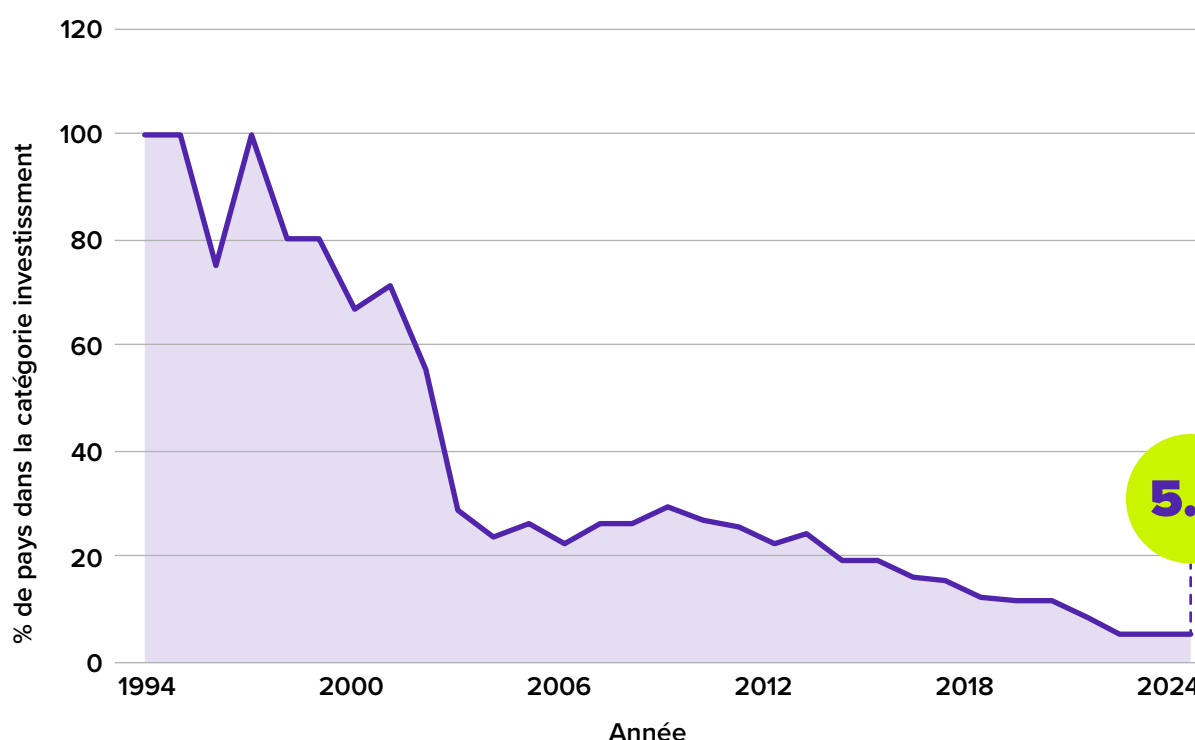
Le nombre très limité de notations dans la catégorie investissement – indiquant un faible risque de défaut – parmi les pays d'Afrique découle principalement de leurs vulnérabilités politiques et économiques. Sur le plan politique, près d'une dizaine de nations africaines ont été en proie à des coups d'État au cours des dix dernières années, et la corruption ainsi que le manque de transparence continuent de compromettre la gouvernance et la confiance des investisseurs.

Du point de vue économique, un grand nombre de pays présentent des niveaux de dette non viables, une forte dépendance à l'égard des exportations de produits de base et une flexibilité limitée pour réduire les importations quand les revenus en devises étrangères déclinent. Entre 2000 et 2020, les économies africaines sont devenues *moins* diversifiées, selon le Centre africain pour la transformation économique, érodant leur compétitivité des exportations et leur résilience face aux chocs externes. Les pays qui s'appuient principalement sur les produits de base – comme l'Angola, le Mozambique et le Nigeria – sont particulièrement vulnérables à la volatilité du marché, ce qui expose la notation de certains à des révisions à la baisse.

“En 2024, l'Afrique rassemblait près de la moitié des dégradations de notations de crédit souveraines dans le monde”

Selon le Centre Africain pour la Transformation Économique.

Figure 2. Pourcentage de pays d'Afrique qui font l'objet d'une notation de crédit souveraine dans la catégorie investissement



Le manque de données économiques fiables ne fait qu'exacerber ces difficultés. Comme un grand nombre de pays africains peinent à assurer l'exactitude et la transparence de leurs données, il est difficile aux agences de notation de mener des évaluations exhaustives. Des rapports incomplets ou inexacts sur la dette du secteur public, l'économie informelle et le commerce transfrontière peuvent faire baisser les notations, perpétuant ainsi un cycle de sous-investissements et de coûts d'emprunt supérieurs.

Par exemple, fin 2024, le Sénégal a annoncé – suite à un audit indépendant – que ses déficits budgétaires et sa dette publique avaient été sous-estimés. Cette nouvelle annonce majeure a incité Moody's à réduire la notation du Sénégal le 4 octobre 2024, passant de Ba3

(stable) à B1 (à l'étude) – soit une notation à l'étude en vue d'une nouvelle révision à la baisse potentielle.

En outre, les marchés financiers sous-développés dans de nombreux pays d'Afrique entravent l'efficacité de l'affectation des capitaux et de la gestion des risques. Les infrastructures et les cadres réglementaires limités réduisent l'attrait de ces marchés auprès des investisseurs. Dans ce contexte, des initiatives telles que l'indice des marchés financiers africains de la Banque Amalgamée d'Afrique du Sud – qui a surveillé les progrès réalisés au cours des huit dernières années en matière d'accessibilité, d'ouverture et de transparence des marchés financiers dans un certain nombre de pays d'Afrique – constituent des références utiles pour mesurer les améliorations.

ENCADRÉ 2.

Notations dans la catégorie investissement : les cas de L'île Maurice et du Botswana

Selon les dernières évaluations, le Botswana et L'île Maurice restent parmi les rares pays africains à avoir conservé des notations de crédit souveraines dans la catégorie investissement de la part d'au moins l'une des grandes agences de notation de crédit internationales. Ce statut reflète la relative solidité de leurs fondamentaux macroéconomiques, la prudence de leurs politiques budgétaires et la stabilité de leurs cadres politiques et institutionnels. Ces pays disposent en effet de cadres institutionnels solides et d'une administration publique transparente, et enregistrent de faibles niveaux de corruption – autant d'éléments qui favorisent la confiance des investisseurs. Ces deux nations font également preuve d'un engagement envers la gouvernance démocratique – l'île Maurice défendant les libertés civiles dans le cadre d'élections régulières et, le Botswana étant souvent mentionné comme modèle en termes de transition pacifique du pouvoir et de respect de l'État de droit.

L'île Maurice est parvenue à passer d'une économie dépendante à l'égard du sucre à une économie diversifiée, avec une croissance majeure dans divers secteurs tels que le tourisme, les services financiers et les technologies de l'information. Des politiques budgétaires prudentes ont permis au gouvernement de maintenir de faibles ratios entre la dette publique et le produit intérieur brut (PIB), tout en créant

un environnement propice aux entreprises qui attire des investissements directs étrangers. Le pays peut également se targuer d'un secteur financier bien réglementé et d'un système judiciaire indépendant, ce qui améliore la stabilité économique et la confiance des investisseurs.

Le Botswana a tiré parti de ses ressources en diamants pour stimuler la croissance économique, assurant une gestion stratégique de ces recettes en vue de promouvoir la diversification depuis que le pays a accédé à l'indépendance en 1966. Les excédents budgétaires ont été réinvestis dans les infrastructures, l'éducation et les soins de santé, ce qui a encore renforcé le développement du pays. Les institutions du Botswana sont connues pour leur transparence et leur redevabilité, occupant systématiquement une position élevée sur les indices de gouvernance et renforçant un climat des investissements stable.

Bien que l'île Maurice et le Botswana aient obtenu des notations relevant de la catégorie investissement grâce à une gouvernance solide et à des politiques robustes, d'autres pays d'Afrique telles que la Tunisie et l'Afrique du Sud ont perdu ce statut en raison de leur instabilité économique, de leur dette accrue et de défis structurels. Par exemple, l'Égypte a été confrontée à des problèmes de hausse de sa dette extérieure, de dépréciation de sa devise, d'inflation et de détérioration budgétaire, auxquels se sont ajoutées les perturbations mondiales telles que la guerre en Ukraine. De même, l'Afrique du Sud continue de faire face à une croissance économique lente, à des taux de chômage élevés et à la corruption, ce qui l'expose à de nouvelles révisions à la baisse de sa notation.

Les défis persistants liés à la qualité des données, aux systèmes de gestion de la dette et à des capacités institutionnelles limitées pour se préparer aux examens de la notation de crédit continuent de poser des difficultés majeures. Pour combler ces lacunes, le PNUD a lancé l'Initiative Africaine pour les Notations de Crédit en 2024 qui vise à renforcer les capacités des emprunteurs africains, leur permettant ainsi de s'engager plus efficacement auprès des agences de notation et d'améliorer leur notation de crédit.



Conclusion

Le rôle des agences de notation, en particulier les trois grandes agences, est essentiel pour comprendre l'accès aux capitaux et le développement économique en Afrique. Bien que leurs notations facilitent les investissements et soutiennent la croissance économique, les défis structurels que rencontrent les pays africains soulignent la nécessité d'améliorer l'engagement auprès des agences et d'accroître les efforts en vue de renforcer la gouvernance, la transparence et la diversification économique. Dans le même temps, les agences de notation doivent approfondir leur compréhension des contextes locaux afin de produire des évaluations plus exactes. Grâce à son acquisition récente de Mauritius-based Global Credit Ratings, Moody's est en bonne position pour étendre son empreinte sur les marchés africains et obtenir des informations plus granulaires sur les complexités uniques à cette région.

02



Comprendre les notations de crédit souveraines : mesures, distinctions et cadres de réglementation

Chapitre 2

Le présent chapitre examine le rôle des notations de crédit souveraines dans le système financier mondial en répondant à trois questions clés³.

Premièrement, il examine ce que mesurent les notations de crédit souveraines – tant sur le plan quantitatif que qualitatif – pour évaluer leur efficacité en tant qu'outils d'analyse de la solvabilité. Deuxièmement, il fait la distinction entre les notations de crédit souveraines (transfrontières) et nationales, soulignant l'impact des risques des marchés de devises dans l'élaboration de ces évaluations. Troisièmement, il examine les cadres réglementaires qui régissent les agences de notation, en mettant l'accent sur leur évolution historique et sur les mécanismes utilisés pour parvenir à un équilibre entre redevabilité, discipline des marchés et stabilité financière mondiale.

1. Que mesurent les notations de crédit souveraines, sur les plans quantitatif et qualitatif ?

Les notations de crédit souveraines ne sont pas universellement considérées comme des mesures purement scientifiques. Les sociologues qui mènent des études sur les agences de notation perçoivent souvent ces notations comme des signaux sociaux, soulignant leur influence sur le comportement des marchés par le biais d'un langage spécialisé. À l'inverse, les spécialistes des finances se fient généralement au fondement empirique des notations, les considérant en moyenne comme significatifs.

Pour l'essentiel, les notations de crédit souveraines reflètent l'opinion d'une agence de notation quant à la probabilité qu'un emprunteur souverain rembourse dans les délais impartis l'intégralité de ses dettes sur les marchés publics, comme le prévoient les conditions contractuelles de l'obligation. Cette évaluation est présentée à l'aide de l'échelle de classement alphabétique ou alphanumérique propriétaire de l'agence de notation.

Toutefois, l'expression « mesures quantitatives et qualitatives » demeure ambiguë. Cette ambiguïté souligne l'existence d'une division : les sociologues

et certains décideurs politiques remettent en cause la légitimité des notations en tant que mesures objectives, tandis que les professionnels des finances les considèrent comme valides. La question peut être interprétée de deux manières : soit comme une question quant aux types de données qui orientent les notations souveraines, soit comme une remise en cause de la légitimité de ces notations en tant que mesures exactes de la solvabilité.

Pour aborder ces deux perspectives, les sections suivantes examinent la manière dont les agences de notation convertissent les données prises en compte dans les évaluations de la notation de crédit et les alignent sur les mesures de la cote de solvabilité.

Données clés prises en compte dans les notations de crédit souveraines

Les agences de notation utilisent des données couvrant quatre ou cinq indicateurs pondérés de manière égale concernant la capacité de remboursement d'un État souverain :

- **indicateurs économiques et budgétaires** : les trois agences classent leurs premiers indicateurs comme « économiques » et « budgétaires » ;
- **indicateurs institutionnels ou structurels** : Fitch utilise le terme « structure » (solidité du capital), et Moody's et S&P qualifient cette catégorie comme des indicateurs « institutionnels » (par ex. l'efficacité du gouvernement et la politique monétaire) ;
- **financements externes ou risques exceptionnels** : Fitch examine les « financements externes » (endettement extérieur), Moody's évalue le « risque exceptionnel » (vulnérabilité aux chocs macroéconomiques) et S&P emploie le terme « externe » (structures des comptes courants et de capitaux) ; et
- **politique monétaire** : unique à S&P, cette catégorie évalue la politique monétaire.

Tableau 2. Indicateurs pris en compte par les trois principales agences de notation de crédit.

Fitch				
Évaluation économique	Évaluation budgétaire	Caractéristiques structurelles	Financements extérieurs	
Croissance du PIB réel, volatilité de la croissance du PIB réel, inflation	Déficit budgétaire, dette publique, paiements d'intérêts, dette publique en devises	Masse monétaire, PIB par habitant, efficacité des pouvoirs publics, statut de la monnaie de réserve, nombre d'années depuis le dernier défaut	Dépendance à l'égard des produits de base, solde du compte courant et investissements directs étrangers nets, dette extérieure brute de l'ensemble des administrations publiques, service des intérêts extérieurs, réserve de change	
Moody's				
Évaluation économique	Évaluation budgétaire	Évaluation institutionnelle	Risque « exceptionnel »	
Croissance du PIB réel, volatilité de la croissance du PIB réel, Indice de compétitivité mondiale du Forum économique mondial, PIB nominal, PIB par habitant, diversification, boom du crédit	Dette publique, fardeau de la dette, tendance de la dette, dette en devises des administrations publiques/dette des administrations publiques, autres dettes du secteur public, actifs financiers du secteur public	Efficacité des pouvoirs publics, inflation, volatilité de l'inflation, antécédents de défaut	Risque politique national, risque géopolitique, besoins d'emprunt bruts, part des non-résidents dans la dette publique, notations implicites du marché, évaluation du crédit de base, total des actifs bancaires nationaux/PIB, ratio prêts/dépôts du système bancaire, solde du compte courant + IDE, indicateur de vulnérabilité externe, position extérieure globale nette	
S&P				
Évaluation économique	Évaluation budgétaire	Évaluation budgétaire	Évaluation externe	Évaluation monétaire
PIB par habitant, croissance tendancielle du PIB par habitant, diversification, boom du crédit	Variation de la dette des administrations publiques, de la dette nette des administrations publiques, du paiement des intérêts, actifs financiers liquides des administrations publiques, volatilité des recettes, dette publique en devises, échéance restante, part des non-résidents dans la dette publique, flexibilité du régime fiscal, indice de développement des Nations Unies, démographie, autre dette du secteur public, exposition souveraine du secteur bancaire	Efficacité, stabilité, prévisibilité et transparence de l'élaboration des politiques et des institutions politiques, risque de sécurité géopolitique et extérieure, culture de remboursement de la dette	Statut de monnaie de réserve, monnaie locale en circulation, solde du compte courant, position extérieure globale nette, termes de l'échange	Régime de change, crédibilité et efficacité de la politique monétaire, inflation, stabilité des taux de change réels, niveau du marché du crédit d'intermédiation financière
Source: UNDP Africa Credit Ratings Resource Platform (Plateforme de ressources du PNUD sur les notations de crédit en Afrique).				

Des différences méthodologiques apparaissent dans les champs de données requis au sein de chaque indicateur :

- la liste de Fitch est la plus courte et la plus simple;
- Moody's intègre la volatilité des recettes et privilégie les « pertes attendues » par rapport à la « probabilité de défaut » comme mesure du risque, reflétant une approche statistique; et
- S&P nécessite davantage de données pour fournir des informations contextuelles complémentaires relativement à ses principaux indicateurs.

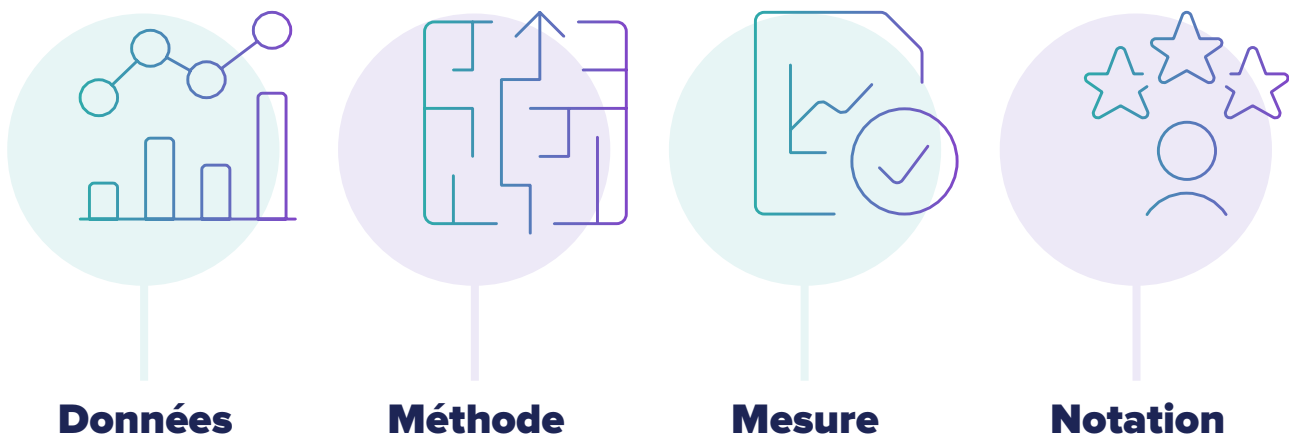
Bien qu'il soit utile d'identifier les données requises par chaque agence de notation et de comprendre leur approche respective, une expérience de

« transaction » pratique est indispensable pour comprendre les modalités d'établissement des notations de crédit souveraines. Les questions clés à se poser comprennent : Comment les données sont-elles identifiées, obtenues, épurées et actualisées ? Comment l'analyste principal note-t-il un État souverain et sélectionne-t-il des cohortes de comparaison ? Comment une notation alphanumérique est-elle finalement attribuée, sur la base du score, mais sans que celui-ci l'impose ?

Informations contextuelles qui influencent les résultats en termes de notation

La mise en œuvre de méthodologies de notation de crédit implique une transformation des données en mesures, comme le montre la figure 3 ci-dessous.

Figure 3. Transformation des données en mesures



La méthode contient des informations sur les données requises et sur la logique du processus de transformation en mesure. La mesure produite peut être une notation (ordinaire) ou une unité cardinale exprimée en dollars et centimes d'altération. Elle est ensuite associée à une note sur l'échelle propriétaire.



Toutefois, certaines spécificités des notations dépendent des circonstances du mandat de notation :

- **Structure de capitaux** : les notations souveraines peuvent évaluer la solidité globale de la notation de crédit de l'émetteur (ou « notation de l'émetteur ») ou la solvabilité de l'émission d'une obligation spécifique (ou « notation de l'émission »). Bien que des notations puissent s'aligner, leurs significations diffèrent.
- **Consentement** : les entités souveraines peuvent choisir entre des *notations sollicitées* (avec un consentement, généralement lorsque l'émetteur paye l'agence) et des *notations non sollicitées* (sans consentement ni paiement). Historiquement, les notations sollicitées ont toujours eu tendance à être meilleures, peut-être du fait que les émetteurs fournissent davantage d'informations, ce qui améliore l'exactitude. Quant aux notations non sollicitées, elles peuvent reposer sur des données limitées et adopter une approche plus conservatrice. Toutefois, certains critiques avancent que des notations non sollicitées qui sont plus faibles sont punitives.
- **Étendue** : les entités souveraines ont le pouvoir de créer de l'argent, de prélever des taxes, de réglementer les acteurs économiques (y compris les acteurs du système financier), d'exproprier des fonds d'entreprises situées sur leur territoire et même de s'engager dans une guerre. Cependant, en tant qu'emprunteurs externes, elles sont soumises aux pressions des marchés extérieurs et des perceptions étrangères. Pour l'essentiel, les entités souveraines assument deux rôles : à l'échelle nationale, elles contrôlent la politique monétaire, les systèmes budgétaires et les cadres juridiques ; à l'extérieur, elles sont des emprunteurs au sein d'une structure du pouvoir très différente.

2. Les notations de crédit souveraines sont-elles des mesures objectives?

On pourrait penser que les processus des agences de notation relèvent d'un exercice simplissime qui aboutit à une mesure de la certitude de paiement ou de la probabilité de défaut. Si les intrants et les méthodologies de notation étaient fixes – des paramètres statiques –, il serait facile de définir ce qui est mesuré, qualitativement et quantitativement. Toutefois, les paramètres ne sont pas statiques.

Les échelles, les intrants et les méthodologies de notation, et même les définitions de termes comme « mesure », « quantitatif » et « qualitatif » évoluent dans le temps. Par exemple, au début du XXe siècle, l'échelle de notation initiale ne comportait que trois niveaux. Depuis les années 1970, il y en a 22, voire plus, en dehors des perspectives, des listes de suivi et d'autres qualificatifs. Cette évolution révèle que les composantes d'une notation de crédit ne sont pas des paramètres fixes, mais des variables dynamiques – selon la culture et l'ensemble des stratégies commerciales de l'agence de notation.

Tout comme la terminologie, les méthodologies aussi évoluent. En 2022, Moody's a remplacé la méthodologie de notation de crédit souveraine qu'elle avait établie en 2019 – une évolution étonnamment rapide pour une agence de notation possédant plus d'un siècle d'expérience de notation d'États souverains⁴. Il semble que cette évolution ne découlait pas tant d'une volonté d'amélioration des produits, mais qu'elle s'inscrivait plutôt dans le cadre d'une stratégie concurrentielle.

Dans l'idéal, les notations financières doivent représenter la probabilité de défaut ou une mesure quantifiable comparable des dollars à risque. Sans une telle relation, les marchés du crédit n'auraient pas de justification rationnelle pour exiger des retours supérieurs en vue de compenser un risque plus élevé. Cette perspective suppose la rationalité des investisseurs – un concept fondamental en théorie financière.

En soutien au lien perçu entre les notations et les résultats dans la pratique, Moody's a commencé à publier des études concernant les défaillances sur les obligations en 1983 pour montrer que ses notations reflétaient l'historique des défauts. S&P lui a emboîté le pas en 1984, avec des études similaires. Même pendant la crise financière mondiale de 2008, quand les agences de notation ont évalué des retraits complexes de prêts, les méthodologies reposaient sur l'idée selon laquelle les notations avaient une importance en termes de dollars et de centimes – ce qui impliquait qu'elles reflétaient des risques et des résultats financiers mesurables.

3. Quels cadres réglementaires régissent la notation de crédit ?

États-Unis

Les agences de notation aux États-Unis entretiennent une relation étroite avec les autorités de

réglementation depuis les années 1930, lorsque les régulateurs des banques nationales et des assurances d'État ont commencé à traiter les agences comme des entités quasi réglementaires dans le domaine du crédit. Au tournant du XXe siècle, les agences de notation étaient toutefois de jeunes entreprises non réglementées qui lançaient un modèle commercial novateur. Cette évolution historique explique la structure double unique des États-Unis : bien que toute entreprise puisse s'installer et fonctionner en tant qu'agence de notation, seules celles désignées comme des organisations d'évaluation statistique reconnues au niveau national (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations – NRSRO) sont autorisées à utiliser leurs notations à des fins de réglementation des capitaux.

La désignation de NRSRO a été créée en 1975 dans le cadre d'un amendement à la Loi de 1934 sur les bourses de valeurs mobilières (Securities Exchange Act), au moment de l'introduction de réglementations sur les risques liés aux capitaux pour les courtiers-négociants. En vertu de ce cadre juridique, les notations de crédit étaient classées sous forme d'opinions, leur octroyant une protection contre des poursuites judiciaires conformément au premier amendement, particulièrement de la part d'institutions puissantes dans le secteur du courtage.

Contrairement aux États-Unis, aucune autre juridiction réglementant les agences de notation n'offre à ces dernières un marché pleinement libre. Avec le renforcement de la déréglementation des banques et de la mondialisation à la fin du XXe siècle, l'influence des NRSRO s'est considérablement étendue. En 1995, le journaliste Thomas L. Friedman évoquait leur pouvoir dans son article d'opinion publié dans le *New York Times* et largement cité, « Don't Mess with Moody's ».

« Les composantes des notations de crédit ne sont pas des paramètres fixes, mais des variables évolutives – influencées par la culture des agences de notation et leurs stratégies commerciales. »

Selon Thomas L. Friedman

En 2006, le Congrès américain a adopté la Loi sur la réforme des agences de notation (Credit Ratings Agency Reform Act), qui visait initialement à renforcer la concurrence entre les agences de notation. Toutefois, suite à la crise financière mondiale, la loi a été modifiée dans le cadre de la Loi Dodd-Frank sur la réforme de Wall Street et la protection des consommateurs (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act) pour imposer une supervision plus stricte des NRSRO. La Securities and Exchange Commission (Commission des valeurs mobilières et des changes) s'est vu confier un pouvoir réglementaire direct sur les agences de notation, ce qui a abouti à l'établissement de l'Office of Credit Ratings (Office des notations de crédit) en 2012. Cet Office est chargé de superviser les agences de notation, de publier des rapports annuels sur leur performance et d'en assurer un contrôle⁵.

La base de données EDGAR de la Security and Exchange Commission contient les dépôts liés aux NRSRO, notamment le formulaire NRSRO complet, qui détaille les activités de chaque agence et son statut en termes de performance⁶. Au XXIe siècle, d'autres juridictions majeures – dont la Chine, l'Union européenne et le Japon – ont imité les États-Unis en établissant des cadres réglementaires applicables aux agences de notation.

Chine

- Le cadre réglementaire de la Chine⁷ a été élaboré de façon collaborative par des entités gouvernementales clés, notamment la Banque populaire de Chine et la Commission de réglementation des opérations sur titres de la Chine. Il reflète le système double unique de lois commerciales et administratives en Chine et correspond à l'approche globale du pays relativement au marché⁸.



Union européenne

- L'Union européenne a établi son cadre réglementaire pour les agences de notation par le biais du Règlement (CE) numéro 1060/2009.
- En 2011, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) a assumé la responsabilité de l'enregistrement, de la certification, du suivi, des enquêtes et de l'application relativement aux activités des agences de notations.
- L'approche de l'AEMF reflète une perspective spécifiquement européenne concernant le rôle des agences de notation sur les marchés des capitaux. Elle communique ses politiques et normes sous diverses formes, notamment des lignes directrices, des conseils techniques et des normes techniques⁹.
- Notamment, l'obtention d'une licence d'agence de notation au sein de l'Union européenne ne signifie pas automatiquement que les notations d'une agence sont valables à des fins de référence en matière de provisionnement de capital. Pour bénéficier de ce statut, une agence de notation doit également obtenir la désignation d'organisme externe d'évaluation du crédit de la part de l'Autorité bancaire européenne¹⁰.



Japon

- Le cadre réglementaire du Japon – les directives en matière de supervision des agences de notation – a été publié par l'Agence des services financiers en juin 2022, après dix années d'élaboration.
- Le cadre est clair et bien structuré et propose des orientations détaillées sur l'enregistrement et la supervision des agences de notation. Toutefois, le processus d'enregistrement nécessite l'approbation du Premier ministre japonais, ce qui ajoute un autre niveau de supervision réglementaire¹¹.

Conclusion

Les notations de crédit reposent à la fois sur des données quantitatives et sur un jugement qualitatif, selon l'évolution des méthodologies, des conditions du marché et de la supervision réglementaire. La distinction entre des notations nationales et transfrontières souligne la nature double des États souverains – ils sont puissants sur leur territoire, mais limités par les forces des marchés extérieurs. Les cadres réglementaires varient largement, qu'il s'agisse du système de NRSO axé sur le marché aux États-Unis, de la supervision centralisée de l'Union européenne ou des contrôles au niveau du système exécutif au Japon, et chaque cadre reflète une approche différente en matière d'équilibrage de la discipline et de la redevabilité des marchés. Par conséquent, pour comprendre les notations souveraines, il ne suffit pas de disposer d'informations techniques, il faut également disposer de connaissances critiques sur les forces institutionnelles, méthodologiques et géopolitiques qui les façonnent.

03



Modalités d'établissement de notations de crédit souveraines : le processus, les données et la collaboration avec les gouvernements

Chapitre 3

Ce chapitre se penche sur le processus d'établissement de notations de crédit souveraines, en répondant aux questions clés suivantes : Comment les notations sont-elles établies ? Comment les points de données sont-ils déterminés ? Comment les agences de notation collaborent-elles avec les gouvernements africains ?

Du fait que les notations de crédit sont leur principal produit, les agences de notation ont élaboré un cadre rigoureux pour en assurer un contrôle de la qualité. Ce cadre comprend trois composantes : a) définitions ; b) méthodologies et critères ; et c) politiques et procédures régissant l'établissement et la diffusion de notations. Ces composantes permettent d'équilibrer l'exactitude et l'objectivité avec l'efficacité opérationnelle.

Bien que les réglementations ne dictent pas la manière dont les agences de notation établissent les définitions ou les méthodologies, elles imposent des contraintes

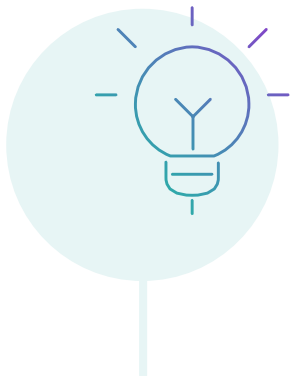
sur les politiques et les procédures. Par exemple, elles peuvent exiger des classements finaux qui correspondent aux définitions et aux méthodologies établies par l'agence (voir le chapitre 2 pour des informations complémentaires).

Le processus implique la définition de termes essentiels, l'application de méthodologies et de critères et le respect de politiques et de procédures de contrôle de la qualité rigoureuses. Ces éléments sont conçus pour parvenir à un équilibre entre exactitude, objectivité et efficacité opérationnelle tout en assurant une conformité aux réglementations.



Figure 4. Le rôle d'un pays souverain dans l'obtention d'une notation de crédit

Un pays souverain peut souhaiter obtenir une notation de crédit d'une agence de notation pour l'une des deux raisons suivantes : pour une notation souveraine générale, ou plus probablement pour se rattacher à une émission d'euro-obligations. Une notation doit être rattachée aux euro-obligations, et il y en a généralement plusieurs. Ci-dessous figurent les principales mesures qu'un pays souverain doit prendre pour obtenir une notation.



Préparation

Documentation

Avant même qu'un État souverain ne contacte une agence de notation, il doit s'assurer que sa documentation est en règle.



Lancement

Sélection

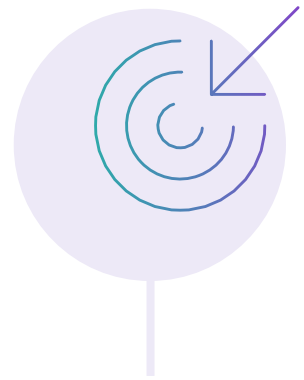
Les conseillers indiqueront quelles agences de notation de crédit sélectionner.



Engagement

Contact

L'État souverain engage un dialogue avec les analystes de l'agence de notation afin de les aider à appliquer la méthodologie. Une communication transparente et en temps opportun est essentielle à ce processus.



Processus

Processus

Le pays a la possibilité d'examiner la notation et d'indiquer où des données nouvelles et importantes doivent être intégrées. Après examen, la notation sera publiée.

Source: [UNDP Africa Credit Ratings Resource Platform](#) (Plateforme de ressources du PNUD sur les notations de crédit en Afrique).



1. Politiques et procédures et intrants d'informations

Les politiques et les procédures des agences de notation constituent un cadre essentiel pour garantir la qualité et la cohérence des notations de crédit souveraines. Tandis qu'une discussion approfondie sur ces politiques serait très longue, la présente section fait ressortir les principaux aspects pertinents pour leur fonctionnement, en se focalisant sur les pratiques communes entre les trois grandes agences de notation.

Pour sous-tendre leurs analyses, les agences de notation s'appuient sur des sources de données internationales standardisées, comme les statistiques financières internationales du FMI. Ces sources jettent les bases pour les analyses des notations, facilitant ainsi des évaluations cohérentes entre les pays. Cependant, lorsque cela est justifié, il se peut que les analyses ajustent des ensembles de données, sous réserve que de telles modifications soient explicitement documentées. Pour des informations plus spécialisées, comme les passifs éventuels, les agences de notation se tournent souvent vers des sources de données nationales, rassemblées à partir des sites Internet de gouvernements ou de correspondances par courriel avec des représentants, ou directement dans le cadre de réunions en personne. Au-delà du regroupement des données brutes, les agences de notation s'efforcent de comprendre les projections macroéconomiques, budgétaires, externes et monétaires d'un pays telles qu'elles sont présentées par ses représentants. Ces informations permettent aux analystes d'évaluer la trajectoire économique prévue d'une nation dans le contexte plus général des données disponibles.

Cela s'applique en particulier dans le contexte de l'Afrique, où il existe des défis en termes de disponibilité, d'exactitude et de ponctualité des données. Les lacunes de données peuvent considérablement affecter la notation de crédit d'un pays, car les agences de notation s'appuient souvent sur des modèles ou des sources alternatives pour estimer les informations manquantes. Ces lacunes peuvent donner lieu à des opinions « spécialisées » et à une certaine subjectivité lors des délibérations des comités de notation.

Pour préserver l'intégrité de leurs évaluations, les agences de notation appliquent des exigences strictes minimales relativement aux données dans le cadre de leurs politiques et procédures. Si un pays ne respecte

pas ces normes, l'agence peut refuser d'attribuer une notation de crédit souveraine ou retirer une notation existante, en veillant à ce que toutes les notations reposent sur des fondements informationnels solides et cohérents.

Même lorsque des données numériques exhaustives sont disponibles auprès de sources standardisées, les politiques des agences de notation prévoient que les analystes assignés – au moins deux en général – tiennent des réunions formelles, soit en personne, soit à distance, avec les principales parties prenantes. Il s'agit notamment de fonctionnaires, de représentants d'organisations multilatérales, d'entreprises privées actives dans le pays, de dirigeants de l'opposition et de membres des médias nationaux.

Ces réunions :

- permettent aux fonctionnaires de définir leurs plateformes politiques et de remédier à tout écart par rapport aux déclarations antérieures ;
- sont l'occasion de discuter des projections et des données disponibles avec les fonctionnaires ; et
- permettent de comparer les déclarations des fonctionnaires avec les perspectives des autres parties prenantes.

La fréquence de ces réunions formelles varie selon l'agence de notation. Par exemple, S&P tient généralement des réunions annuelles, et Moody's offre plus de flexibilité aux analystes pour programmer des réunions selon les besoins. Les réunions en personne – particulièrement celles qui nécessitent un déplacement – représentent des coûts importants variables pour la production de notations de crédit souveraines. Pour optimiser ces interactions, les agences de notation visent à maximiser leur valeur. Toutefois, certaines inefficiences – comme des annulations de dernière minute ou des fonctionnaires évitant de répondre à des questions essentielles – peuvent entraîner des retards et des perturbations, ce que les agences de notation considèrent comme particulièrement frustrant.

2. Politiques et procédures : conduite d'analyses des notations de crédit souveraines

Les politiques et les procédures des agences de notation sont conçues pour rationaliser l'analyse des notations de crédit souveraines, garantissant ainsi une cohérence, réduisant les erreurs et facilitant des comparaisons entre pays. Soutenus par des systèmes internes de données et d'analyse, les cadres de politiques et de procédures améliorent l'efficacité opérationnelle et l'exactitude. Par exemple, ils assurent une cohérence entre des indicateurs économiques connexes, tels que les déficits budgétaires et la dette nette du gouvernement ou les déficits des comptes courants et les passifs extérieurs nets.

La responsabilité principale de l'analyse d'un pays incombe à l'analyste « principal » ou « en chef », qui bénéficie de l'appui d'un ou de plusieurs analystes débutants. Les analystes débutants assument généralement la collecte des données, effectuent des calculs basiques et préparent des documents écrits initiaux. Selon le modèle opérationnel de l'agence de notation, ces tâches peuvent être menées localement ou confiées à des juridictions où les coûts sont inférieurs, comme l'Inde. Les analystes débutants peuvent participer ou non à des réunions formelles avec des fonctionnaires ou d'autres parties prenantes.

Outre l'analyste principal, un analyste « secondaire » ou « d'appoint » est généralement assigné à chaque cas. Bien que son implication soit plus limitée, il participe souvent aux réunions clés et assume des fonctions de rétroaction sur les évaluations de l'analyste principal. Les analystes secondaires sont généralement plus expérimentés et, dans certains cas, ils peuvent également endosser le rôle de responsable de l'analyste principal.

Une caractéristique type des méthodologies des agences de notation est leur nature prospective, qui nécessite que les analystes élaborent des projections sur des variables clés. Même lorsque les données sont incomplètes ou que les projections s'avèrent difficiles, les politiques et les procédures exigent des analystes qu'ils déploient leurs « meilleurs efforts » pour établir des estimations – à moins qu'il ne soit pas possible de respecter les seuils de données minimaux. Cette approche prospective permet également aux représentants nationaux d'établir des projections en fournissant des informations pertinentes et fiables, ce qui contribue à garantir une évaluation plus exacte.

Une fois que la collecte et le traitement des données sont terminés, l'analyste principal finalise les composantes clés de l'analyse, notamment :

- les projections et les opinions prospectives (par exemple, la probabilité de changements politiques suite à des élections);
- les comparaisons entre pays; et
- les projets de textes explicatifs résumant les analyses.

Ces éléments jettent les bases des recommandations de l'analyste principal concernant la notation de crédit souveraine, ses perspectives associées et toute opinion affichée. Les documents sont ensuite compilés dans un format standardisé que l'on appelle « dossier du comité » ou « présentation du comité », comme le prévoient les politiques et les procédures de chaque agence de notation.

3. Politiques et procédures régissant le comité de notation de crédit souveraine

Le comité de notation de crédit souveraine est l'organe décisionnel d'une agence de notation qui est chargé de finaliser et d'approuver les notations de crédit souveraines. Il veille à ce que les notations soient déterminées dans le cadre d'un processus structuré, transparent et collaboratif, reposant sur des méthodologies et des politiques établies.

Le comité de notation de crédit souveraine est l'organe décisionnel d'une agence de notation qui est chargé de finaliser et d'approuver les notations de crédit souveraines. Il veille à ce que les notations soient déterminées dans le cadre d'un processus structuré, transparent et collaboratif, reposant sur des méthodologies et des politiques établies.

Le « dossier du comité » complet précité doit satisfaire à des exigences de formatage standardisé pour garantir la conformité aux normes réglementaires en termes de documentation et soutenir l'efficacité opérationnelle. Il est ensuite diffusé à tous les membres du comité suffisamment à l'avance afin d'en faciliter un examen approfondi.

Quand le comité de notation de crédit souveraine se réunit, les questions de procédure sont abordées en premier. L'analyste principal est alors convié à résumer ses recommandations, puis l'analyste secondaire présente son évaluation indépendante. Ensuite, la discussion est ouverte à l'ensemble du comité à des fins de délibérations.

Les éléments clés du processus du comité comprennent :

a. Composition et direction du comité

Le comité est présidé par un analyste chevronné, généralement le membre le plus expérimenté, qui veille à ce que les discussions restent ciblées et productives. Les responsabilités du président incluent la vérification des aspects suivants :

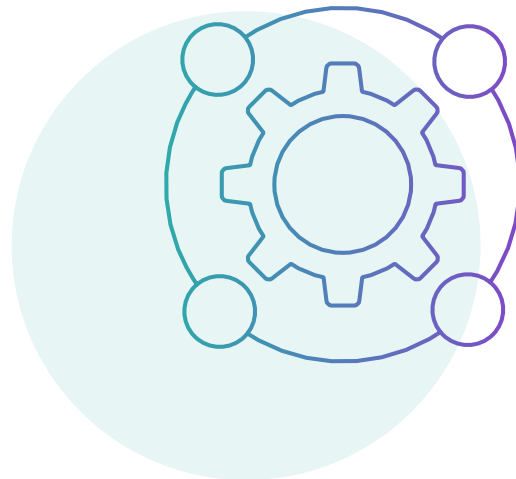
- le dossier du comité satisfait aux normes minimales en termes de contenu et de format;
- le comité comprend des membres possédant l'expertise et l'expérience requises;
- tous les participants ont la possibilité de poser des questions, d'apporter des contributions et d'exprimer leur désaccord; et
- les décisions finales sont clairement formulées et documentées.

b. Exigences minimales en matière de participation

Les agences de notation chargent un nombre minimal de membres admissibles pour réunir un comité valide. Dans des circonstances normales, ce nombre varie de cinq à sept membres. Dans des situations d'urgence, l'exigence peut être réduite jusqu'à trois.

c. Processus de vote

Après une discussion suffisante, le président appelle à un vote. Chaque membre admissible dispose d'une voix et la décision de la majorité devient la notation finale de l'agence. Des participants ou des contributeurs juniors d'autres agences de notation peuvent participer aux discussions, mais ils n'ont généralement aucun droit de vote.



d. Confidentialité

Les procédures du comité, notamment sa composition et les résultats de votes, demeurent strictement confidentielles et ne sont pas divulguées en dehors de l'agence de notation. Cette confidentialité s'applique à l'émetteur souverain noté et aux parties prenantes externes.

e. Communication de décisions en matière de notation de crédit souveraine aux émetteurs et au grand public

Les agences de notation requièrent que la décision du comité sur une notation de crédit souveraine soit communiquée à l'émetteur noté dans un délai spécifique. Cela permet de s'assurer que les analystes et le président peuvent dûment documenter le résultat et procéder aux ajustements nécessaires dans les publications, les données et les projections afin de les aligner sur les conclusions du comité. Si le comité n'est pas d'accord avec les recommandations initiales de l'analyste principal, des révisions substantielles dans les documents peuvent être requises avant leur finalisation.

Une fois que les révisions sont terminées, l'analyste principal – ou l'analyste secondaire si l'analyste principal n'est pas disponible – informe l'émetteur noté (généralement le gouvernement) du résultat. Les agences de notation offrent également à l'émetteur la possibilité de revoir rapidement le projet de notation avant sa publication. Toutefois, il est généralement interdit aux analystes d'accepter des changements proposés par l'émetteur, à moins que ces changements n'impliquent des corrections factuelles ou le retrait d'informations que l'émetteur considère comme confidentielles. La période de revue pour les fonctionnaires est délibérément courte, souvent de quelques heures seulement.

Une fois que l'émetteur noté a été informé de la décision du comité et qu'il a eu la possibilité de revoir le projet de publication, le processus passe à la phase de communication publique. Pour s'assurer que les décisions sont diffusées au grand public aussi rapidement que possible, les agences de notation imposent une limite stricte sur le délai de soumission de commentaires par l'émetteur. Cette urgence reflète la focalisation réglementaire sur la protection de l'intérêt public et le maintien de l'intégrité du marché. Plus le délai de publication d'une décision influençant le marché est long, plus le risque théorique de détournement de cette décision en tant qu'« information non publique significative » est élevé.

Conclusion

Le processus d'établissement de notations de crédit souveraines est à la fois méticuleux et dynamique, nécessitant de parvenir à un équilibre entre des définitions rigoureuses, des méthodologies sophistiquées et des politiques et procédures structurées. En tirant parti de sources de données standardisées, en promouvant la collaboration avec les gouvernements et en respectant les analyses prospectives, les agences de notation s'efforcent de soumettre des notations qui sont exactes, cohérentes et pertinentes.



04



**Les agences de notation
en Afrique : allier les
capitaux mondiaux à la
croissance régionale**

Chapitre 4

Les agences de notation sont importantes pour le développement financier de l'Afrique, en facilitant l'accès aux marchés de capitaux mondiaux et régionaux.

Il existe deux types d'agences de notation sur l'ensemble du continent : des agences internationales telles que Fitch, Moody's et S&P, et les agences basées en Afrique comme Global Credit Ratings, Augusto & Co. et Bloomfield Investment Corporation. Chacune de ces agences assume un rôle distinct – les agences de notation internationales fournissent des notations qui facilitent une comparaison mondiale, et les agences de notation régionales proposent des informations localisées qui sont spécifiques au marché. Ensemble, elles renforcent la transparence, améliorent la discipline budgétaire et augmentent les flux de capitaux à destination et au sein de l'Afrique.

Ce chapitre examine les activités actuelles de ces agences, les méthodologies qu'elles utilisent et leurs contributions à l'écosystème financier de l'Afrique. Il se penche également sur leur potentiel de croissance et sur le rôle vital des partenaires au développement et des organisations régionales dans le soutien du paysage des notations de crédit en Afrique. En mettant en lumière ce sujet à la fois complexe et essentiel, ce chapitre souligne l'impact transformateur des notations de crédit en matière d'établissement de liens entre les marchés mondiaux des capitaux et la croissance économique régionale.

1. Les agences de notation mondiales en Afrique

Entre elles, les agences de notation internationales – Fitch, Moody's et S&P – fournissent des évaluations pour un éventail diversifié d'entités sur l'ensemble de l'Afrique. Il s'agit notamment de gouvernements souverains, de gouvernements étatiques de pays majeurs tels que le Nigeria, de sociétés d'assurance, de grandes banques nationales, d'éminentes entreprises et d'organisations multilatérales africaines. Collectivement, Fitch, Moody's et S&P évaluent chacune plus de 150 entités africaines, proposant une perspective complète sur le paysage financier de la région.

Ces agences de notation recourent à des méthodologies et des échelles de répartition des évaluations similaires, facilitant ainsi une comparabilité internationale. Par exemple, une notation de crédit souveraine B+ (Fitch) pour le Bénin est considérée comme équivalente à la solvabilité ou au risque de crédit d'un classement B+ (S&P) ou B1 (Moody's) pour le Monténégro. Les classements des entreprises suivent la même logique. Par exemple, l'entreprise sud-africaine internationale de substances chimiques et d'énergie, Sasol (notée Ba1 par Moody's; BB+ par S&P; et BB+ par Fitch), partage la même désignation de risque de crédit que Yankuang Energy Group à Hong Kong, noté BB+ par Fitch. L'échelle de notation varie de AAA, qui reflète le risque le plus bas, à CCC-, indiquant le risque le plus élevé. Toutefois, les investisseurs se contentent rarement des notations et procèdent à leur propre évaluation du risque de défaut (voir Appendix B).

L'obtention d'une ou de plusieurs notations permet aux pays africains d'accéder à une base mondiale d'investisseurs, non seulement pour l'émission d'euro-obligations, mais également pour les investisseurs souhaitant financer des projets ou des entreprises dans la région. En renforçant la transparence, les notations internationales aident les investisseurs à évaluer plus précisément les risques et les opportunités qui se présentent pour un pays donné. En conséquence, cela peut stimuler les IDE et les placements en portefeuille sur les marchés nationaux de la dette dans l'ensemble de l'Afrique. Les notations représentent également une contribution essentielle pour les banques internationales et régionales lorsque ces dernières établissent les limites de prêt transfrontière pour les opérations de financement du commerce.

De plus, les notations peuvent encourager une discipline budgétaire de la part des gouvernements en les incitant à gérer plus efficacement leurs finances publiques. À long terme, les notations de crédit pourraient également amener les pays à surmonter les obstacles structurels à la croissance et à atténuer leurs vulnérabilités en vue de maintenir ou d'améliorer leurs notations. Des notations supérieures réduisent les coûts d'emprunt, ce qui bénéficie également à la santé budgétaire et aux perspectives économiques des nations africaines.

2. Le rôle et le potentiel des agences de notation basées en Afrique

Les agences de notation basées en Afrique se focalisent exclusivement sur le continent et fournissent des informations essentielles sur les marchés du crédit à l'échelle locale. La plus grande agence de notation, Global Credit Ratings, a été pleinement acquise par Moody's en juillet 2024. Global Credit Ratings travaille dans cinq pays – l'Afrique du Sud, le Kenya, l'île Maurice, le Nigeria et le Sénégal – et réalise des notations nationales dans 20 à 24 pays d'Afrique. Parmi les émetteurs couverts dans son travail figurent les entreprises, les institutions financières, les sociétés d'assurance et le secteur public, ainsi que les transactions structurées sur les marchés nationaux du crédit. Augusto & Co, la plus ancienne agence de notation établie en Afrique, et Bloomfield Investment Corporation fournissent des notations pour les entités souveraines et d'autres. Augusto & Co est basée au Nigeria et dispose de bureaux au Ghana, au Kenya et au Rwanda. De son côté, CARE Ratings mène ses activités exclusivement sur l'île Maurice, mettant l'accent sur les entités et les instruments de cette juridiction.

Contrairement aux agences de notation internationales, les agences basées en Afrique attribuent des notations sur des échelles nationales utilisant les devises locales. Ces notations fournissent des évaluations relatives dans un pays ou une région spécifique, plutôt que des évaluations mondialement comparables. Bien que l'échelle de notation ressemble à celle des agences internationales, dans un contexte national, le créancier le plus fort – généralement l'émetteur souverain – bénéficie de la notation la plus élevée. Les autres entités sont évaluées relativement à cette référence souveraine, ce qui facilite une différenciation plus affinée avec les créanciers locaux.

Ce niveau de granularité à l'échelon national est particulièrement utile en Afrique, où de nombreux États souverains présentent des notations situées au niveau inférieur de l'échelle internationale – généralement B ou CCC. Ces niveaux de notation souveraine plafonnent efficacement les notations que les entités dans ces pays peuvent obtenir sur une échelle internationale, car ils reflètent des risques économiques et systémiques partagés. Les notations sur des échelles nationales offrent toutefois un aperçu plus clair de la force relative du crédit dans une juridiction donnée, présentant les entreprises solvables dont les risques de défaut sont plus faibles que ce que laisse penser la notation internationale de leur État souverain.

La transparence accrue grâce aux notations à l'échelle nationale attire les investissements d'investisseurs qui se concentrent sur des juridictions ou régions spécifiques. Par exemple, les régions comme l'Union économique et monétaire de l'Afrique centrale et l'Union économique et monétaire de l'Afrique de l'Ouest, qui partagent une devise rattachée à l'euro et une politique monétaire régionale, bénéficient d'avantages substantiels. Les investisseurs dans ces régions sont souvent satisfaits des retours en devises locales et des risques de change, ce qui facilite encore les entrées de capitaux.



ENCADRÉ 3.**Bloomfield Investment Corporation**

Bloomfield Investment est une agence de notation basée à Abidjan, en Côte d'Ivoire. Créée pour répondre aux besoins des marchés financiers et des banques en Afrique, elle s'attache à fournir des évaluations du risque transparentes et crédibles. Elle propose trois grands services : des évaluations du risque de crédit pour les institutions nationales, des séminaires de formation sur les notations de crédit et une analyse des risques à l'échelle sectorielle, nationale et régionale.

Agusto & Co.

Agusto & Co. est une agence de notation panafricaine qui fournit également des analyses sectorielles et des études de veille du marché aux pays d'Afrique subsaharienne. Elle compte parmi les principaux fournisseurs de notations de crédit

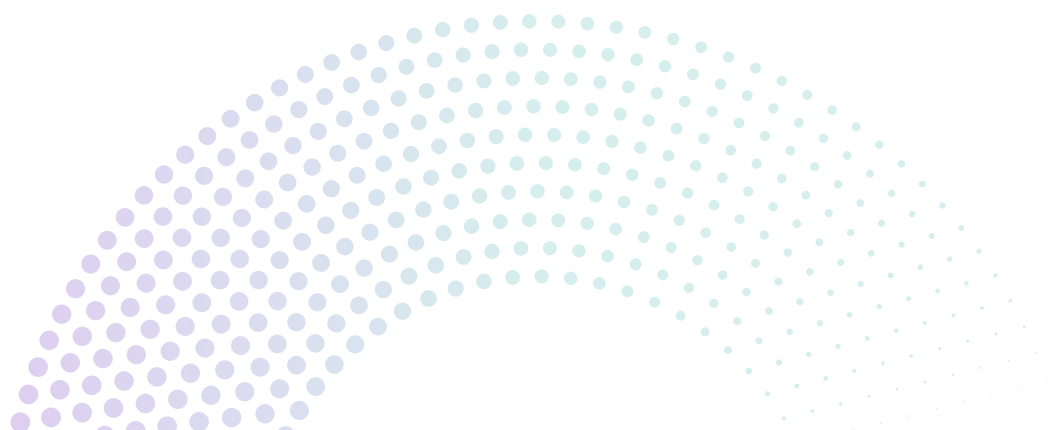
aux institutions au Nigeria, au Kenya, au Rwanda et au Ghana, et détient des licences pour opérer dans ces quatre pays. Depuis sa création, Agusto a émis plus de 3 000 notations couvrant des entreprises privées, des banques commerciales et d'investissement, des compagnies d'assurance et des États souverains.

Agence africaine de notation de crédit (AfCRA)

L'Agence africaine de notation de crédit (AfCRA) est actuellement en phase de création en tant qu'initiative continentale portée par l'Union africaine (UA). Elle a pour mission de délivrer des notations indépendantes et fiables aux entités publiques souveraines, aux collectivités territoriales et aux entreprises africaines. Son objectif est de réduire la dépendance vis-à-vis des trois grandes agences de notation internationales et de mieux répondre aux besoins spécifiques en matière d'évaluation du crédit sur le continent africain. L'Union africaine prévoit de publier les premières notations de l'agence entre la mi-2025 et le début de l'année 2026.

En comblant les lacunes d'informations liées aux entités nationales, les agences de notation basées en Afrique jouent un rôle majeur dans la promotion des investissements au travers de prêts bancaires, de capitaux privés et de placements en portefeuille sur les marchés locaux. Ces agences contribuent également à la croissance des marchés nationaux des capitaux en encourageant les entreprises à améliorer leur gestion et leur transparence financières, renforçant ainsi leur attrait auprès des investisseurs potentiels.

Au vu du grand nombre d'entités nationales en Afrique qui peuvent bénéficier de notations, le potentiel de croissance pour ce secteur est considérable. Une adoption accrue des notations locales peut stimuler la hausse des flux de capitaux, promouvant ainsi un développement économique plus étendu sur l'ensemble du continent.



ENCADRÉ 4.**Quelle est la différence entre des notations souveraines (transfrontières) et nationales ?**

La distinction entre les notations transfrontières et nationales réside dans la prise en compte ou non du risque des marchés des devises dans la notation. Dans les juridictions présentant un risque de dévaluation de la devise du fait de la volatilité des taux de change à la date de paiement sur une obligation, ce risque est désigné comme un risque de *transfert et de convertibilité*.

Sur les marchés permettant d'accéder facilement aux devises mondiales telles que le dollar américain ou l'euro, le risque de transfert et de convertibilité est minime, et les notations transfrontières et nationales sont généralement identiques. C'était le cas de la plupart des mandats de notation des agences de notation avant que la mondialisation n'étende les marchés financiers.

Toutefois, cette distinction entre les notations transfrontières et nationales est apparue quand les agences de notation ont commencé à évaluer les obligations sur les marchés dans lesquels les devises sont moins liquides, où le risque de dévaluation immédiate était important.

Les **notations transfrontières** reflètent la probabilité de perturbations sur le marché des devises les jours où des fonds nationaux doivent être convertis dans des devises mondiales pour s'acquitter des obligations liées à la dette. En revanche, les **notations nationales (devises locales)** sont attribuées aux émetteurs qui empruntent dans leur propre devise. Ces notations excluent le risque de transfert et de convertibilité et ne tiennent compte que du risque de crédit. Elles utilisent la même échelle alphanumérique que les notations transfrontières. En outre,

les agences de notation proposent des notations à l'échelon national, ce qui recadre l'échelle de notation pour fournir une meilleure résolution dans les économies où les répartitions des notations sont concentrées. Mais ces aspects sont moins pertinents dans le cadre de cette discussion.

Dans les pays où le risque de transfert et de convertibilité est important, les agences de notation imposent un *plafond national* qui limite les notations. Ce plafond peut s'aligner sur la notation transfrontière souveraine ou la dépasser. Bien que les entités souveraines puissent accéder à des sources de capitaux nationaux dans toute la mesure de leur pouvoir, les grandes entreprises ou institutions financières menant d'importantes activités à l'international peuvent bénéficier de meilleurs profils de crédit et d'un accès amélioré aux devises mondiales par rapport à l'entité souveraine.

Cette dynamique introduit la possibilité d'une *expropriation des devises étrangères* d'entités privées par un État souverain afin d'honorer ses propres obligations en matière de dette. Si elle estime que de telles actions sont probables, une agence de notation peut établir le plafond d'un pays au niveau de notation transfrontière souveraine (un *plafond souverain*). À l'inverse, si des émetteurs ou leurs obligations satisfont aux critères qui minimisent le risque de transfert et de convertibilité ou le risque d'expropriation souveraine, leurs notations peuvent *dépasser le plafond souverain* et le plafond national.

Les plafonds de notation sont conçus pour protéger les créditeurs internationaux contre le risque de transfert et de convertibilité, mais ils limitent souvent la flexibilité des emprunteurs et perturbent les relations commerciales dans les pays concernés. Ces plafonds peuvent avoir un effet en cascade aux conséquences économiques étendues, comme cela a été observé lors de la crise financière mondiale de 2008.

3. Partenaires au développement : rôles actuels et potentiels

Les partenaires au développement ont joué un rôle majeur dans la promotion de la croissance des notations de crédit en Afrique. Il y a plus de 20 ans, ils considéraient les *lacunes d'informations* comme un obstacle important aux flux de capitaux privés. Il était présumé que ces lacunes limitaient de manière disproportionnée les opportunités d'investissement, même si le niveau de risque réel dans la région ne justifiait pas nécessairement une telle hésitation. Les partenaires au développement estimaient qu'entre autres éléments, les notations de crédit, par le biais de leur évaluation de la solvabilité et de leur contribution au chiffrage du risque, allaient attirer l'attention des investisseurs mondiaux sur l'Afrique.

En 2002, le Département d'État américain et le PNUD ont fourni des fonds en soutien aux toutes premières notations souveraines pour les pays d'Afrique. L'objectif était de montrer la valeur de ces notations et il était prévu qu'au fil du temps, les pays endosseraient indépendamment la responsabilité du financement du processus. À l'époque, seuls l'Afrique du Sud, le Botswana, l'Égypte, l'île Maurice et la Tunisie – tous des pays dans la catégorie investissement – avaient volontairement sollicité et obtenu des notations. L'hésitation généralisée parmi les autres gouvernements africains découlait principalement de préoccupations quant à la possibilité de recevoir des notations défavorables.

Pour répondre à ces préoccupations, les agences de notation et les partenaires au développement, dont le PNUD et le Département d'État américain, ont fait valoir les avantages d'une transparence accrue, d'asymétries d'informations réduites et de flux de capitaux supérieurs. Ces bénéfices ont été présentés sous forme d'étapes destinées à placer les pays africains sur la carte des investisseurs. Initialement, il était considéré peu probable que les pays d'Afrique accèdent au marché des euro-obligations de sitôt.

4. Organisations régionales

Un grand nombre d'organisations de la région Afrique ont obtenu des notations internationales, y compris la Banque africaine de développement (notée AAA par Fitch), la Banque de commerce et de développement de l'Afrique de l'Est et de l'Afrique australe (notée BB- par Fitch), l'Afrexim bank (notée BBB par Fitch), le Fonds africain de garantie (noté AA- par Fitch), et l'Africa Finance Corporation (notée A3 par Moody's). Ces notations sont considérablement plus élevées que celles de la plupart des pays d'Afrique, ce qui reflète à la fois un soutien robuste de la part de leurs parties prenantes, notamment des nations africaines et des pays donateurs, ainsi que la solidité de leurs niveaux de capitaux et de liquidités.

Les organisations multilatérales jouent un rôle crucial dans trois domaines clés. Premièrement, leurs notations élevées leur permettent d'emprunter à des coûts largement inférieurs, la Banque africaine de développement étant le prêteur le plus rentable. En effet, les capitaux fournis par les États africains membres à ces banques multilatérales de développement africaines peuvent générer des investissements dans les États membres, à des montants supérieurs aux capitaux contribués et à des coûts qui peuvent être inférieurs à ceux portant sur les euro-obligations émises par l'État membre.

Deuxièmement, les fonds mobilisés sont affectés à des projets de développement et d'infrastructures, souvent en collaboration avec des contributions du secteur privé à des taux en vigueur sur le marché. En alliant des fonds multilatéraux et privés, ces initiatives contribuent à réduire les coûts de financement globaux dans l'ensemble de la région. Par ailleurs, la Banque africaine de développement fournit des financements à des conditions préférentielles aux pays à faible revenu, en soutien à un éventail d'initiatives de développement social.

Troisièmement, le Fonds africain de garantie joue un rôle essentiel dans l'amélioration de l'accès aux financements pour les petites et moyennes entreprises en offrant des garanties aux banques, ce qui encourage et promeut la croissance économique.

Un domaine d'expansion potentiel est la mobilisation de fonds multilatéraux sur les marchés des capitaux locaux avec des devises locales. Cette stratégie

soutient le développement de marchés des capitaux nationaux tout en offrant aux gouvernements des financements à des coûts inférieurs dans leurs propres devises. Des efforts ciblés dans les secteurs clés, comme les petites et moyennes entreprises, pourraient générer un impact plus important – particulièrement pour les banques régionales comme la Banque de développement de l'Afrique de l'Ouest (notée BBB par Fitch et Baa1 par Moody's).

Conclusion

Les agences de notation internationales et celles basées en Afrique assument un rôle majeur dans le façonnement du paysage financier en Afrique. En fournissant des évaluations transparentes et standardisées sur la solvabilité, elles comblent le fossé entre les marchés des capitaux mondiaux et les économies régionales, promouvant des flux d'investissement qui stimulent le développement. Grâce à leurs notations, ces agences améliorent la discipline budgétaire et l'accès aux financements, et font ressortir des opportunités d'investissement sur le continent. Avec l'appui des partenaires au développement et des initiatives régionales, l'écosystème des notations de crédit en Afrique poursuit son évolution, soulignant son potentiel en matière d'accélération de la croissance économique et de renforcement des marchés des capitaux nationaux.

05



L'approche de l'Afrique du Sud relativement aux notations de crédit : étude qualitative sur les meilleures pratiques

Chapitre 5

Avec son économie diversifiée, ses marchés financiers avancés et sa grande influence régionale, l'Afrique du Sud a tissé une relation complexe avec les agences de notation.

Bien qu'il convienne de saluer les périodes de stabilité et de croissance économiques que le pays a connues, il a également été confronté à des périodes d'incertitude politique, de stagnation économique et de troubles sociaux. Au cours des six dernières années, des révisions à la baisse successives de ses notations – en raison de l'instabilité politique, de la mauvaise gestion économique et de la hausse de la dette – ont fait perdre à l'Afrique du Sud son statut de pays de la catégorie investissement, ce qui compromet sérieusement ses perspectives économiques.

La dette publique de l'Afrique du Sud a régulièrement augmenté, représentant désormais près de 80 % du PIB – largement au-dessus de la moyenne de 43,7 % en Afrique subsaharienne – et la croissance économique a été lente, seulement 1 % par an en moyenne, même avant le démarrage de la pandémie de COVID-19. Les questions telles qu'une fourniture d'énergie fiable, les taux de chômage de plus de 30 %, et l'incertitude politique continue ont exacerbé les difficultés économiques du pays, décourageant les investissements et compromettant les perspectives de croissance. Malgré ces défis, l'expérience de l'Afrique du Sud offre des enseignements et des meilleures pratiques utiles pour gérer efficacement les relations avec les agences de notation.

En assurant des communications proactives, la transparence de ses cadres politiques et des réformes ciblées, l'Afrique du Sud a adopté des stratégies qui permettent d'atténuer le risque de révisions à la baisse et d'obtenir des notations plus favorables. Le Trésor public a joué un rôle central dans la promotion de ces interactions, ce qui souligne l'importance d'établir une crédibilité auprès des agences de notation et de collaborer avec ces dernières. La compréhension de cette dynamique offre une feuille de route permettant d'améliorer la notation de crédit, de renforcer la confiance des investisseurs et de promouvoir un développement économique durable.

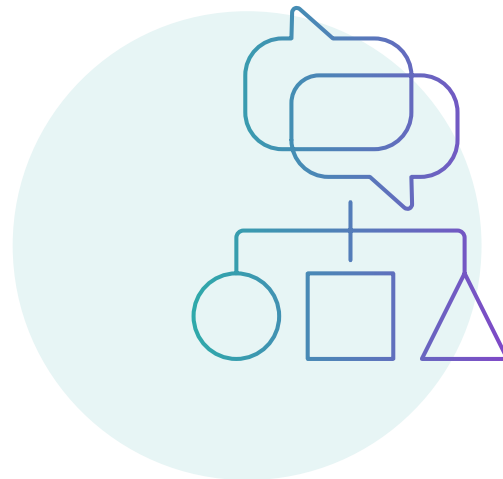
1. Comprendre les critères et les attentes des agences de notation

L'Afrique du Sud a entrepris diverses réformes en vue de relever ses défis économiques, en privilégiant la stimulation de la croissance et la stabilisation de l'inflation. Parmi les mesures clés figure l'amélioration de la discipline budgétaire, comme une réduction du déficit budgétaire et un renforcement de la gestion de la dette publique. Le Trésor public a privilégié la stabilisation de la dette publique et la promotion de la consolidation budgétaire. Des réformes structurelles ont également été introduites par le biais d'initiatives telles qu'Operation Vulindlela, qui vise à accélérer les réformes pour stimuler la croissance économique en modernisant et en transformant les industries de réseau, notamment l'électricité, l'eau, les transports et les communications numériques. Malgré ces efforts, il demeure difficile de parvenir à une croissance durable du PIB et de minimiser le niveau d'inflation.

Pour gérer la hausse de sa dette, le gouvernement a mis en œuvre des mesures de consolidation budgétaire conçues pour réduire le ratio dette/PIB et améliorer la perception des recettes. En outre, il a pris des mesures pour renforcer la gestion des dépenses et obtenir un meilleur accès aux liquidités nationales et internationales. Toutefois, le maintien de la dette à un niveau viable et la garantie de liquidités suffisantes continuent de poser des difficultés, ce qui reflète l'ensemble des pressions économiques qui pèsent sur l'Afrique du Sud.

Une gouvernance solide grâce à la transparence institutionnelle, au respect de l'État de droit et à une réduction de la corruption est essentielle pour obtenir une notation de crédit favorable. L'Afrique du Sud a déployé d'importants efforts, par exemple en établissant le Conseil consultatif national de la lutte contre la corruption en août 2022, qui travaille aux côtés d'agences telles que l'Équipe spéciale de lutte contre la corruption et le Centre Fusions. Ces organes s'inscrivent dans le cadre d'un appel général en faveur de réformes de la gouvernance. Cependant, la persistance des défis politiques et le risque de troubles sociaux continuent de compromettre la stabilité, ce qui pose des risques potentiels pour la notation de crédit du pays.

De plus, certains facteurs externes pèsent lourdement dans le processus de notation. Les notations s'appuient sur le solde du compte courant, qui reflète la capacité d'un pays à gérer des échanges commerciaux internationaux et des flux d'investissements. L'Afrique du Sud a maintenu son solde de compte courant grâce à des mesures qui encouragent les exportations et gèrent les importations. Elle a également renfloué ses réserves de change, désormais estimées à environ 46,2 milliards de dollars, en vue de compenser les chocs économiques externes. Néanmoins, les fluctuations des prix mondiaux des produits de base – particulièrement pour les exportations clés telles que les minéraux – demeurent une source de volatilité économique, compromettant les perspectives en matière de croissance et de stabilité.



2. Engagement efficace auprès des agences de notation

Un engagement efficace auprès des agences de notation et des investisseurs est essentiel pour maintenir et améliorer la notation de crédit d'un pays. L'un des aspects clés implique des communications régulières et une transparence, en veillant à ce que les agences de notation reçoivent des données économiques exactes et récentes. Cela facilite alors des évaluations éclairées de la solvabilité du pays. Le Trésor public joue un rôle central dans la coordination de la diffusion des informations économiques et dans la garantie de communications claires concernant tout changement politique.

Le Trésor public adopte une stratégie de communication claire pour renforcer la confiance dans le cadre de ses engagements auprès des agences de notation. L'Afrique du Sud bénéficie d'un cadre solide d'institutions indépendantes qui promeut la cohérence et la redevabilité politiques. Ces institutions – y compris le pouvoir judiciaire, la Banque de réserve de l'Afrique du Sud, le Bureau du protecteur du citoyen et le Vérificateur général – assument des fonctions essentielles en matière de respect de l'État de droit, de garantie de la transparence et de protection de la stabilité financière. Leur indépendance renforce la cohérence politique en fournissant des pouvoirs et des contre-pouvoirs au sein du gouvernement et en modérant l'influence politique.



Exemples de contributions institutionnelles :

- le pouvoir judiciaire en Afrique du Sud a défendu à maintes reprises la Constitution, veillant à ce que les actions du gouvernement respectent les normes juridiques et éthiques;
- la Banque de réserve de l'Afrique du Sud a maintenu son indépendance et s'est systématiquement focalisée sur son mandat consistant à cibler l'inflation et à assurer une stabilité monétaire, grâce à des cadres de politique économique fiables et stables;
- le Bureau du protecteur du citoyen enquête sur les cas de mauvaise conduite dans la fonction publique, promouvant ainsi la redevabilité et la transparence; et

- le bureau du Vérificateur général contrôle les dépenses du gouvernement, en vue de prévenir la corruption et la mauvaise gestion en matière de finances publiques.

Ces institutions renforcent la confiance dans la gouvernance de l'Afrique du Sud et celle des parties prenantes locales et internationales.

Un autre élément important est le rôle de l'Autorité de contrôle du secteur financier dans la supervision des agences de notation dans le pays. Cette Autorité fait appliquer un cadre réglementaire strict pour garantir l'équité et la transparence des évaluations, préservant ainsi l'intégrité du processus de notation tout en protégeant les intérêts du pays et ceux de ses investisseurs.

ENCADRÉ 5.

Une équipe de liaison avec les agences de notation au sein du Trésor public de l'Afrique du Sud

Le Trésor public dispose d'une équipe dédiée de liaison avec les agences de notation, comprenant trois à cinq experts qui gèrent les relations du pays avec les agences de notation. L'équipe est chargée de présenter des données financières et économiques exactes et détaillées, des réformes politiques et des projections à ces agences pour les aider à évaluer la stabilité économique de l'Afrique du Sud et sa capacité à rembourser sa dette.

Exemples de responsabilités clés :

Engagement auprès des agences de notation : communiquer avec les agences de notation pour clarifier les politiques budgétaires, les réformes économiques et les stratégies de croissance à long terme. Cela permet d'assurer que les agences ont des informations transparentes à jour sur le statut économique et les mesures politiques de l'Afrique du Sud.

Compilation des données et établissement

de rapports : préparer des rapports sur la performance budgétaire, les niveaux de la dette, les indicateurs macroéconomiques et les projections pour dresser un tableau plus clair de la position financière de l'Afrique du Sud et de sa gestion des risques économiques.

Mise à jour de la politique et communications

stratégiques : soumettre des mises à jour régulières sur les réformes gouvernementales, les changements politiques et les initiatives qui affectent la stabilité économique. Ces mises à jour peuvent inclure des mesures visant à stabiliser la dette publique, à stimuler la croissance ou à relever les défis tels que le chômage et les pénuries d'énergie.

Suivi des retours des agences : assurer un suivi des retours des agences de notation pour identifier les préoccupations et orienter les ajustements politiques futurs visant à améliorer la solvabilité.

Collaboration entre départements

gouvernementaux : assurer une coordination avec les autres entités gouvernementales en vue d'un alignement sur les objectifs économiques et de la garantie de messages et de données cohérents et unifiés.

Pour s'assurer que les agences de notation ont une vue complète et exacte du paysage économique de l'Afrique du Sud, le Trésor public et ses entités affiliées privilégient des communications cohérentes et transparentes. Cette approche permet de mettre en avant les réformes en cours, les plans de développement et les efforts ciblés en vue de résoudre les problèmes structurels tels que le chômage et les inégalités.

Exemples de pratiques spécifiques :

a. Mises à jour économiques régulières et

transparentes : Les fonctionnaires sud-africains fournissent régulièrement aux agences de notation des données détaillées sur la croissance trimestrielle du PIB, l'inflation, les déficits budgétaires et les niveaux de la dette publique. En proposant des statistiques à jour et un accès direct aux mesures de performance économique, les fonctionnaires s'assurent que les évaluations reposent sur des informations exactes et actuelles. Cette transparence permet de réduire le risque que des projections spéculatives influencent les décisions.

b. Communication claire des objectifs politiques :

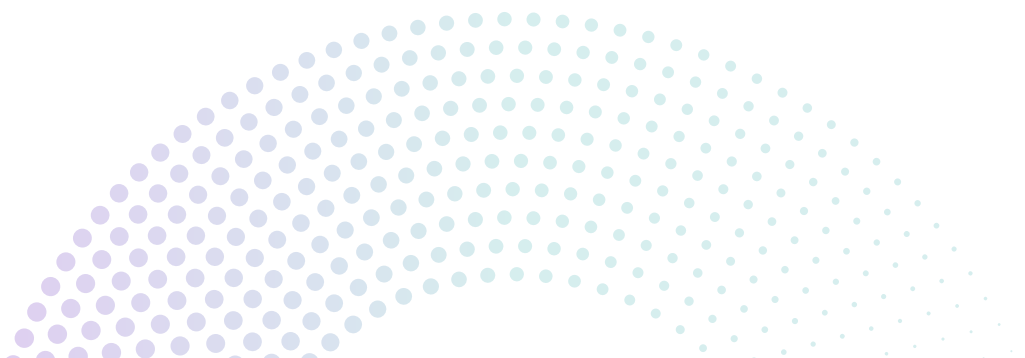
En Afrique du Sud, l'équipe de liaison avec les agences de notation s'engage activement auprès de ces dernières pour leur présenter les objectifs des politiques budgétaires et économiques du pays, en fournissant des explications détaillées sur la manière dont ces stratégies s'attaquent à la fois aux défis immédiats et aux problèmes structurels à long terme. Cela inclut la présentation de plans complets sur les réformes économiques, les priorités en matière de dépenses et les mesures des revenus visant à stabiliser les finances publiques. En maintenant ce dialogue ouvert, non seulement le Trésor public et les départements affiliés font preuve de leur engagement en faveur d'une croissance durable et d'une prudence budgétaire, mais ils créent également des opportunités en matière de réponses proactives à apporter aux préoccupations soulevées par les agences de notation, promouvant une confiance accrue dans la trajectoire économique du pays.

c. Rapports d'avancement sur les réformes

structurelles : outre l'articulation de ses intentions, l'Afrique du Sud soumet des mises à jour régulières sur la mise en œuvre de réformes clés. Par exemple, des mises à jour sur les améliorations de la gouvernance, les initiatives de lutte contre la corruption et les négociations salariales dans le secteur public sont partagées avec les agences de notation. Lorsque le gouvernement s'est engagé à réformer les entreprises publiques, il a commencé à soumettre des rapports d'avancement détaillés, présentant notamment les jalons qui ont été franchis et les défis rencontrés. Ces mises à jour améliorent la crédibilité des efforts de réforme et renforcent la confiance dans leur exécution en présentant des progrès tangibles.

d. Engagement direct et consultations : les hauts fonctionnaires, notamment le ministre des Finances, se réunissent régulièrement avec des représentants d'agences de notation lors d'événements majeurs tels que le discours annuel de Déclaration sur la politique budgétaire, ou en réponse à des chocs économiques. Ces réunions permettent aux fonctionnaires d'expliquer les écarts éventuels par rapport aux cibles budgétaires, de contextualiser les défis économiques et de répondre aux préoccupations spécifiques des agences. Un dialogue ouvert contribue à clarifier et à justifier les changements politiques, réduisant ainsi les risques de révisions à la baisse découlant de malentendus ou de spéculations.

e. Respect des normes mondiales et des meilleures pratiques : les interactions de l'Afrique du Sud correspondent aux meilleures pratiques internationales, comme le respect de la Norme spéciale de diffusion des données du FMI. Cela permet de veiller à ce que les données économiques soient référencées de manière cohérente avec d'autres marchés émergents. Des normes élevées en matière de rapports de données renforcent la crédibilité des engagements de l'Afrique du Sud auprès des agences de notation et minimisent le risque de surprises dans les décisions liées aux notations.



Le Trésor public diffuse systématiquement des communications officielles en réponse à toutes les actions de notation – qu'il s'agisse de révisions à la hausse ou à la baisse ou de changements dans les perspectives – des trois principales agences de notation internationales. Ces annonces permettent de définir les ajustements et les mesures de la politique budgétaire qui sont mis en œuvre pour répondre aux inquiétudes des agences, en clarifiant la compréhension des parties prenantes publiques et internationales relativement au contexte global et à

la réponse du gouvernement. Pour les investisseurs, ces déclarations reflètent une redevabilité et une responsabilité budgétaire, en montrant que le gouvernement a connaissance de sa position financière et qu'il est engagé en faveur d'une gestion économique solide, même dans les cas de notations défavorables. En façonnant de manière proactive le discours sur les implications de ces notations, le Trésor public renforce la stabilité et la confiance parmi les principales parties prenantes.

Conclusion

L'expérience de l'Afrique du Sud relativement aux agences de notation souligne le rôle vital de communications, d'une transparence et d'une collaboration cohérentes dans la gestion de la solvabilité d'un pays. En favorisant un dialogue ouvert avec les agences de notation, en garantissant la soumission en temps utile de données économiques précises et en apportant une réponse proactive aux préoccupations des agences, le gouvernement s'est efforcé d'améliorer la confiance et sa crédibilité. L'importance d'une supervision réglementaire, comme le montre le rôle de l'Autorité de contrôle du secteur financier, renforce davantage la nécessité d'un processus de notation équitable et transparent. Malgré la persistance de défis tels que le chômage, la corruption et l'instabilité économique, l'approche de l'Afrique du Sud offre des informations utiles sur la manière dont le maintien de relations étroites avec les agences de notation et la promotion d'un environnement collaboratif peuvent contribuer à stabiliser les fondements économiques et à attirer des investissements durables.

06



Le parcours de la République démocratique du Congo vers une amélioration de sa notation de crédit : étude de cas technique

Chapitre 6

À l'instar de nombreuses nations africaines notées par des agences de notation internationales, la République démocratique du Congo est classée comme une destination d'investissement à haut risque – principalement en raison du conflit en cours – et figure généralement dans la catégorie spéculative ou inférieure.

Pourtant, ses vastes richesses naturelles, notamment la deuxième plus vaste couverture forestière au monde et des réserves de minéraux étendues, la positionnent comme un chef de file mondial dans l'action climatique. Ce statut unique lui a valu le surnom de « pays solution » dans le cadre de la lutte contre le changement climatique¹².

Une étude récente présente la part exceptionnelle des réserves mondiales de la République démocratique du Congo en minéraux critiques essentiels à la transition énergétique – particulièrement du cobalt et du lithium

de haute qualité. Comme le montre le tableau 2, le pays domine les réserves de cobalt mondiales et joue un rôle majeur dans la production de lithium et de terres rares. Ces ressources, évaluées à plusieurs dizaines de milliers de milliards de dollars, offrent des opportunités commerciales majeures. Toutefois, des défis persistants – notamment le conflit en cours dans l'est du Congo, l'instabilité politique et des problèmes de gouvernance – ont entraîné des révisions à la baisse du crédit souverain, ce qui a érodé la confiance des investisseurs.

Tableau 3. Dotations de la République démocratique du Congo en minéraux stratégiques spécifiques

Minéraux stratégiques	Part des réserves mondiales	Plus gros producteurs en Afrique
Cuivre	3%	Zambie
Lithium	30%	République démocratique du Congo, Zimbabwe
Terres rares	15%	République démocratique du Congo

Source: adapté d'Ouedraogo et Kilolo (2024).



Pour se positionner en tant que nation dans la catégorie investissement et attirer des investissements durables, la République démocratique du Congo doit améliorer sa notation de crédit souveraine. Ce chapitre se penche sur les facteurs qui influencent l'évolution de la notation de crédit souveraine du pays, en analysant les causes des révisions à la baisse et des améliorations récentes. Dans le cadre d'analyses graphiques et économétriques, ce chapitre examine l'ensemble des éléments qui influencent les notations de crédit souveraines en Afrique, en se focalisant sur la gouvernance, les principes macroéconomiques fondamentaux et les facteurs externes.

En utilisant des modèles ordonnés logit et probit, l'étude examine les notations de crédit souveraines de 53 nations africaines entre 2002 et 2021, en s'appuyant sur les données de Fitch, Moody's et S&P, les Indicateurs de gouvernance dans le monde et les statistiques financières internationales du FMI. Les conclusions soulignent le rôle essentiel de la gouvernance – particulièrement l'efficacité et la qualité des réglementations des gouvernements – dans l'amélioration des notations de crédit souveraines parallèlement aux indicateurs macroéconomiques tels que le PIB par habitant et la croissance économique. Cette étude représente une contribution importante pour la littérature, en offrant la première analyse économétrique complète sur les notations de crédit souveraines en Afrique¹³.

1. Évolution de la notation de crédit en République démocratique du Congo

La République démocratique du Congo a reçu sa première notation de crédit souveraine en décembre 2013, où S&P lui a attribué la notation B-, avec des perspectives stables (voir le tableau 3). Cette note reflétait la vulnérabilité du pays et des caractéristiques spéculatives, qui indiquent des risques substantiels pour les investisseurs potentiels. Toutefois, les défis croissants ont entraîné une révision à la baisse au bout de quelques années.

Moody's a commencé à noter le pays en 2016, lui attribuant la note B3 – équivalente à B- chez S&P's selon les tableaux de correspondance figurant au tableau A.1 en annexe. Même si les perceptions du risque par les deux agences étaient initialement similaires, leurs perspectives différaient : Moody's a maintenu une opinion stable, tandis que S&P' a adopté une position plus négative. En 2019, Moody's a réduit la notation du pays à Caa, correspondant à la note CCC+ chez S&P's. En 2022, les deux agences ont augmenté leurs notations d'un niveau, à savoir B3 (Moody's) et B- (S&P).

Malgré des différences méthodologiques, ces agences s'appuient sur des facteurs centraux similaires pour établir leurs notations, y compris :

- **les perspectives macroéconomiques** : des indicateurs tels la croissance du PIB réel, la volatilité du PIB, le PIB par habitant, l'inflation et le solde extérieur;
- **la viabilité de la dette publique** : des mesures telles que celles portant sur les déficits budgétaires, les niveaux de la dette et le remboursement de la dette;
- **la qualité de la gouvernance** : solidité institutionnelle, cohérence politique et cadres réglementaires; et
- **les facteurs de risque** : risques politiques, économiques et externes, notamment l'environnement des affaires.

Tableau 4. Notation de crédit de la République démocratique du Congo depuis 2016

Moody's			S&P		
Date	Notation	Perspectives	Date	Notation	Perspectives
			Juil. 2024	B-	stable
Nov. 2022	B3	stable	Janv. 2022	B-	stable
Oct. 2021	Caa 1	positif			
			Juil. 2020	CCC+	stable
Juin 2019	Caa 1	négatif	Août 2019	CCC+	positif
Déc. 2017	B3	négatif	Août 2017	CCC+	stable
Juin 2016	B3	stable	Févr. 2016	B-	négatif
			Déc. 2013	B-	stable

Sources: Moody's, S&P, Schwidrowski et Ordu (2023).

a. Facteurs des changements de notation

La révision à la baisse de S&P's en 2017 était principalement attribuée à la déficience d'installations minières clés, soulignant la dépendance excessive du pays à l'égard de son secteur extractif pour ses recettes publiques et ses exportations. Une chute brutale de la production de minéraux a réduit les exportations, généré des déséquilibres externes et entraîné une baisse des réserves étrangères à des niveaux à peine suffisants pour couvrir un mois d'importations. En conséquence, le PIB réel par habitant est passé de 3,35 % en 2015 à -1,09 % en 2016.

L'évaluation souligne également la concentration économique dans le cuivre et le cobalt, qui représentaient 74,6 % du total des exportations en 2016, parallèlement à une dépendance considérable à l'égard de la Chine en tant que partenaire commercial, avec 31 % des exportations destinées au marché chinois. En outre, la faiblesse de la gouvernance, l'incertitude politique et des défis externes, dont l'épidémie d'Ebola et le conflit en cours dans l'est du Congo, n'ont fait que renforcer la perception d'une solvabilité limitée.

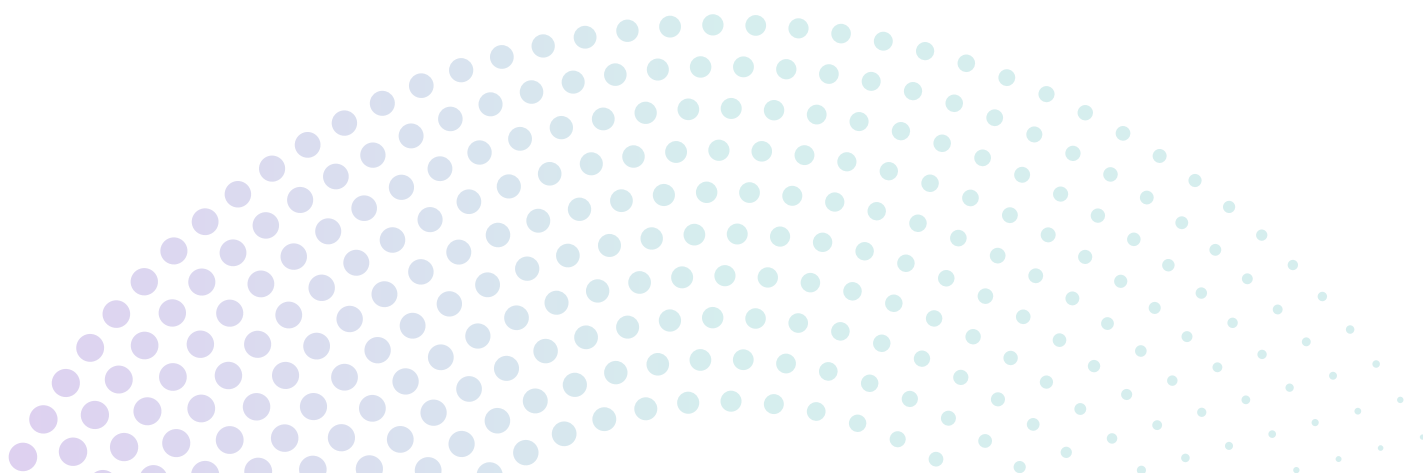


Tableau 5. Aperçu des facteurs ayant influencé les notations de crédit souveraines de la République démocratique du Congo au cours des dernières années

	2016	2022	2023
Perspectives macroéconomiques			
Croissance du PIB par habitant	-1,09	5,50	5,11
PIB réel par habitant	456,03	664,59	649,14
Réserves étrangères/dette extérieure	12,44	37,74	—
Dette et finances publiques			
Gestion de la dette*	3,5	4	4
Gouvernance et institutions			
Stabilité politique	Élection d'un nouveau président	Continuité Politique	Continuité Politique
Gouvernance**	2	2	2
Autres facteurs de risque			
Concentration économique cuivre et cobalt/exportations part de la Chine dans les exportations	74.6% 31%		
Risque sanitaire	Épidémie d'Ebola		
Sources: S&P, Indicateur sur le développement dans le monde, Observatoire de la complexité économique. N.B. * Notation des droits fonciers et de la gouvernance basée sur les règles dans le cadre de l'évaluation politique et institutionnelle des pays (CPIA) de la Banque mondiale (de 1=faible à 6=élevée) / ** Notation de la politique liée à la dette dans le cadre de la CPIA (de 1=faible à 6=élevée).			

b. Révisions à la hausse découlant d'améliorations macroéconomiques et de la gouvernance

En 2022, une série de développements positifs ont entraîné une révision à la hausse de la notation de crédit souveraine de la République démocratique du Congo, qui s'est répétée en 2024. Le pays a connu un rebond économique solide, avec une croissance du PIB, qui est passé de -1,49 % en 2020 à 2,83 % en 2021, puis à 5,50 % en 2022. La conclusion probante de l'accord de Facilité de crédit élargie avec le Fonds monétaire international¹⁴ a permis l'accès à des financements concessionnels et a renforcé la stabilité macroéconomique et la gestion de la dette.

Les agences de notation ont également reconnu la stabilité politique dans le pays suite à la transition pacifique du pouvoir entre le président Kabila et le président Tshisekedi en 2019, ainsi que dans le cadre de la réélection de ce dernier en 2023, ce qui a encore réduit l'incertitude politique. De plus, les efforts du pays visant à diversifier sa base de minéraux en incluant le lithium et le pétrole brut, axés sur la demande croissante de batteries lithium-ion et de technologies d'énergie renouvelable, ont été considérés comme positifs.

La focalisation stratégique du pays sur la « diplomatie des matières premières » a contribué à un changement dans son discours international. Le soutien de la part d'institutions multilatérales africaines, telles que [la Banque africaine de développement](#), [Afreximbank](#) et [la BADEA](#), a encore amélioré les perceptions relatives à l'engagement du pays en faveur d'une industrialisation durable. Ces développements ont promu une plus grande confiance chez les investisseurs et les agences de notation, ce qui explique les révisions à la hausse récentes dont le pays a bénéficié.

2. La voie vers l'inclusion dans la catégorie investissement : une approche quantitative

Le Botswana et L'île Maurice figurent parmi les seuls pays africains à avoir obtenu un maintien quasi constant de leurs notations de crédit souveraines dans la catégorie investissement de la part d'au moins une grande agence de notation internationale depuis le début des années 2000. Les autres pays du continent, dont la République démocratique du Congo, sont confrontés à d'importants risques et sont dans la catégorie spéculative. La compréhension de la manière dont ces deux pays sont parvenus à se démarquer offre de précieuses informations sur les principaux facteurs des notations de crédit souveraines.

Facteurs des notations de crédit souveraines : analyse graphique

La section A de la figure 7 illustre une relation positive entre les notations de crédit souveraines et le PIB par habitant. Trois pays – le Botswana (BWA), l'île Maurice (MUS) et l'Afrique du Sud (ZAF) – se distinguent en ayant à la fois le plus haut PIB par habitant et la notation de crédit souveraine la plus élevée. À l'inverse, la République démocratique du Congo (COD) et le Niger (NER) font partie des pays présentant les plus faibles valeurs dans les deux mesures.

Cette réalité souligne un défi fondamental : la plupart des pays africains sont classés dans la catégorie spéculative, principalement en raison de la pauvreté généralisée et de faibles niveaux de richesse. Comme l'Afrique comporte deux tiers des pays les moins avancés au monde, la diversification économique est essentielle pour briser le cycle de la pauvreté.

Les sections B et C de la figure 7 décrivent la relation entre les notations de crédit souveraines et l'efficacité du gouvernement, ainsi qu'entre les notations de crédit souveraines et la qualité des réglementations. Comme précédemment, l'Afrique du Sud, le Botswana et L'île Maurice affichent les plus hautes performances, et la République démocratique du Congo est plus proche du bas de l'échelle. En conséquence, il s'avère que la bonne gouvernance contribue largement à des notations de crédit supérieures, et des capacités de gouvernance limitées dans des pays comme la République démocratique du Congo ont des répercussions négatives sur leurs notations.

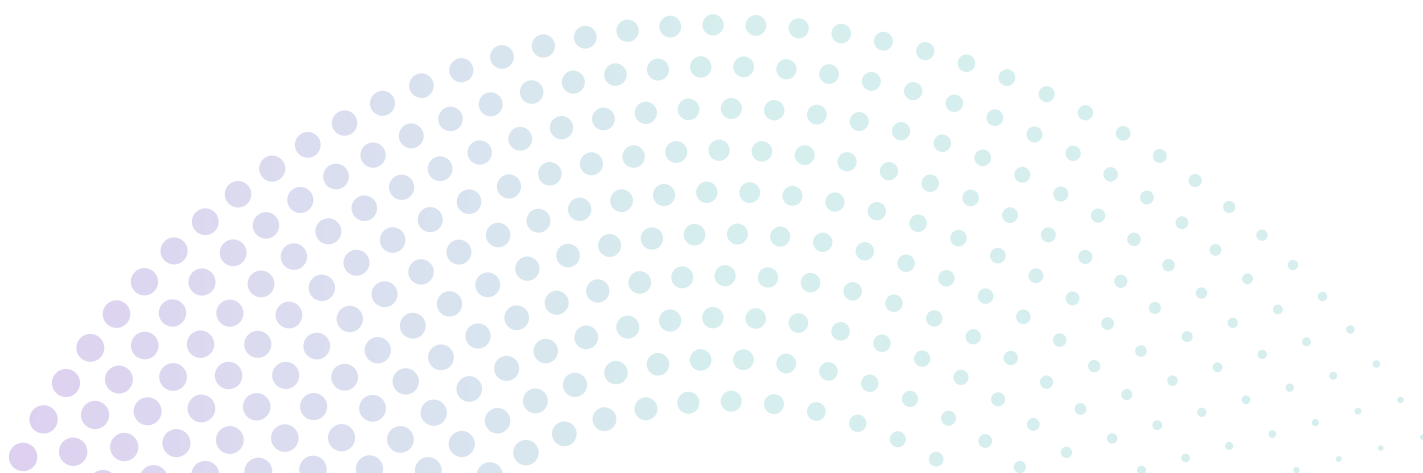
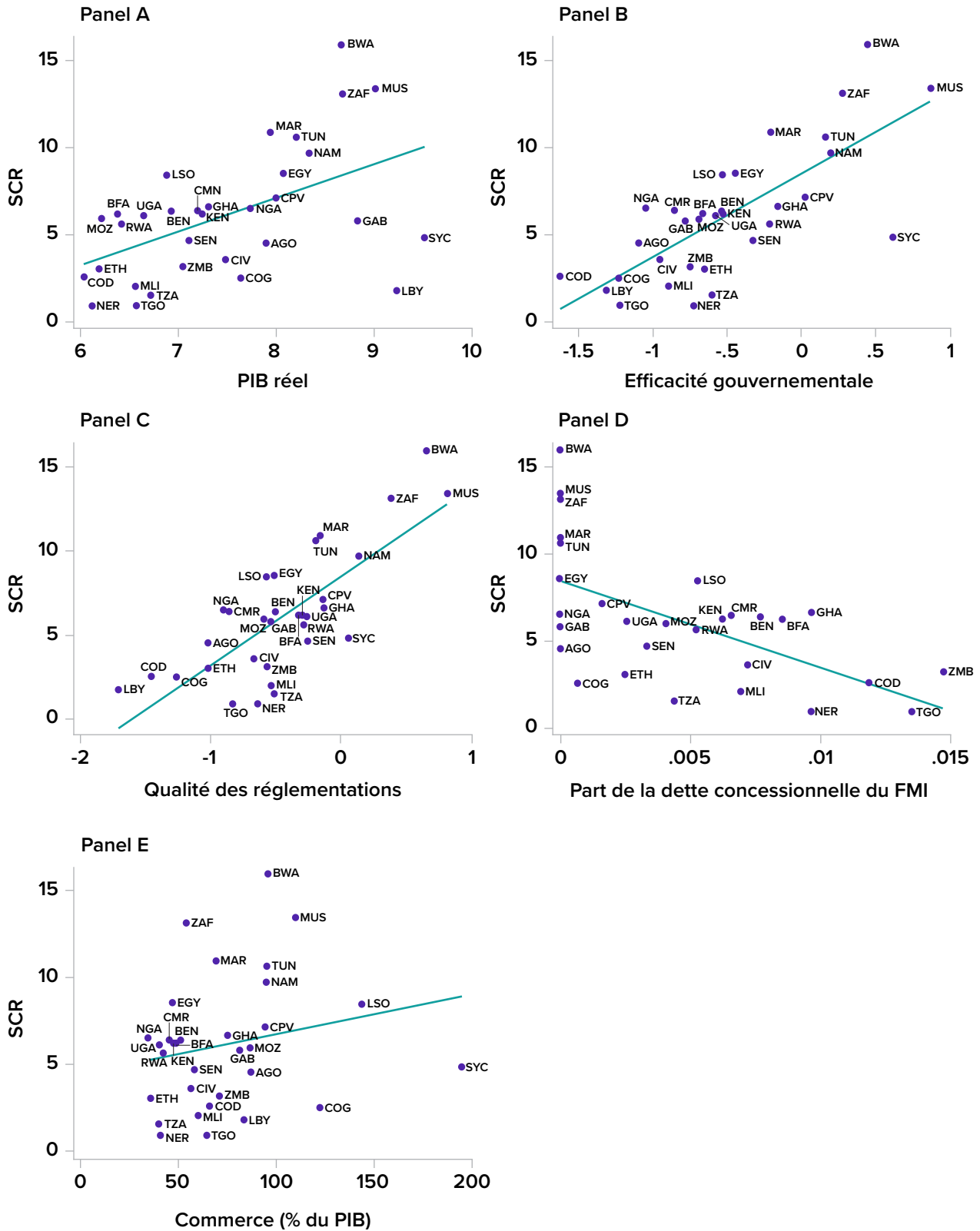


Figure 5. Corrélation entre les notations de crédit souveraines en Afrique et leurs principaux facteurs



Source: auteurs utilisant Stata 14.0.

La section D illustre une relation négative entre la notation de crédit souveraine et la part de l'emprunt à des conditions de faveur du FMI par rapport à la dette totale. En Afrique du Sud, au Botswana et sur l'île Maurice, qui affichent la plus haute notation de crédit souveraine, la part de l'emprunt à des conditions de faveur du FMI par rapport à la totalité de la dette est la plus faible. Comme le montre l'expérience de la République démocratique du Congo, les agences de notation ont généralement une perception favorable de l'accès à des fonds concessionnels, car il renforce la capacité d'un émetteur souverain à rembourser sa dette à un coût inférieur.

Enfin, la section E présente une relation positive entre la notation de crédit souveraine et le rapport échanges commerciaux/PIB. Cette relation est intuitive, car des ratios échanges commerciaux/PIB supérieurs impliquent souvent un meilleur accès aux réserves

internationales, ce qui soutient la capacité d'un pays à s'acquitter de ses obligations en matière de remboursement de la dette.

Cette analyse graphique souligne l'influence considérable de la richesse, de la gouvernance et du commerce international dans l'établissement des notations de crédit souveraines. Toutefois, il ne faut pas confondre ces relations linéaires avec des liens de causalité, car des biais de variables omises pourraient affecter de simples corrélations si d'autres facteurs ne sont pas pris en compte. Cette limitation souligne l'importance d'une analyse multivariable de la régression en vue d'une évaluation plus complète et plus précise. L'Annexe B propose une analyse économétrique de l'effet marginal de différents facteurs, en tenant compte d'autres éléments déterminants.

Conclusion

Les notations de crédit ne se réduisent pas à de simples évaluations financières : elles représentent aussi des leviers politiques, des signaux pour les investisseurs et des outils de mesure du développement. En Afrique, où l'accès à des capitaux abordables et disponibles est crucial pour réaliser les priorités de développement fixées tant au niveau national que continental, l'influence des agences de notation revêt une ampleur considérable. Comme l'a souligné ce rapport, les méthodologies, les hypothèses et la position dominante des trois principales agences de notation – Moody's, S&P et Fitch – ont un impact plus marqué sur l'espace budgétaire et l'environnement d'investissement des pays africains que n'importe quelle réforme ou mesure politique prise isolément. Le continent doit donc adopter une démarche plus stratégique et coordonnée dans ses relations avec l'écosystème des agences de notation. En définitive, les notations de crédit ne devraient pas constituer des obstacles au développement de l'Afrique, mais devenir des vecteurs permettant d'aligner les efforts nationaux de développement sur les flux de capitaux mondiaux. Avec des stratégies appropriées, une agence régionale renforcée et une coopération internationale accrue, l'Afrique pourra transformer le récit autour de son risque souverain et mobiliser les ressources nécessaires à une croissance inclusive et durable.

07



Recommendations

Chapitre 7

Sur la base de l'analyse présentée dans ce rapport, les recommandations suivantes sont proposées aux gouvernements africains, aux institutions régionales et aux partenaires de financement du développement :

1. Renforcer la transparence et le dialogue avec les agences de notation

Les gouvernements africains gagneraient à adopter une approche proactive dans leurs relations avec les agences de notation, en veillant à communiquer clairement leurs orientations stratégiques, les trajectoires de réforme envisagées et les réalités macroéconomiques propres à leurs pays. Un renforcement des capacités institutionnelles dédiées au dialogue avec les agences – qu'il s'agisse de la création de cellules spécifiques ou du renforcement des ministères des Finances – pourrait considérablement améliorer la qualité des échanges et limiter les risques de malentendus ou de retards dans la transmission des informations. L'exemple de l'Afrique du Sud illustre à ce titre que la mise en place d'une communication transparente et crédible avec les agences de notation peut générer des résultats positifs, même en contexte économique difficile.

2. Investir dans des systèmes de données et l'infrastructure de reporting budgétaire

La disponibilité de données fiables, actualisées et détaillées est indispensable à toute évaluation de la qualité du crédit. Les pays africains doivent poursuivre le renforcement de leurs systèmes statistiques nationaux, accroître la transparence des finances publiques et veiller à une publication régulière des données économiques et budgétaires. Le perfectionnement des rapports concernant les engagements hors bilan, les risques liés au climat et les partenariats public-privé contribuera également à réduire les asymétries d'information et à améliorer la perception du risque.

3. Soutenir et faire progresser les agences de notation régionales

Les agences régionales, telles que Global Credit Ratings, Augusto & Co. ou Bloomfield Investment Corporation, offrent une expertise contextuelle précieuse souvent absente des grandes agences de notation internationales. Il est essentiel que les gouvernements et les organisations régionales – comme l'Union africaine, la Banque africaine de développement ou les communautés économiques régionales – appuient le développement, la crédibilité et la reconnaissance internationale de ces agences. La promotion de la double notation – combinant l'avis d'une agence mondiale et celui d'une agence régionale – permettrait d'obtenir des évaluations plus équilibrées et de stimuler une concurrence saine sur le marché de la notation.

4. Appeler à une réforme méthodologique et à une plus grande redevabilité des agences de notation

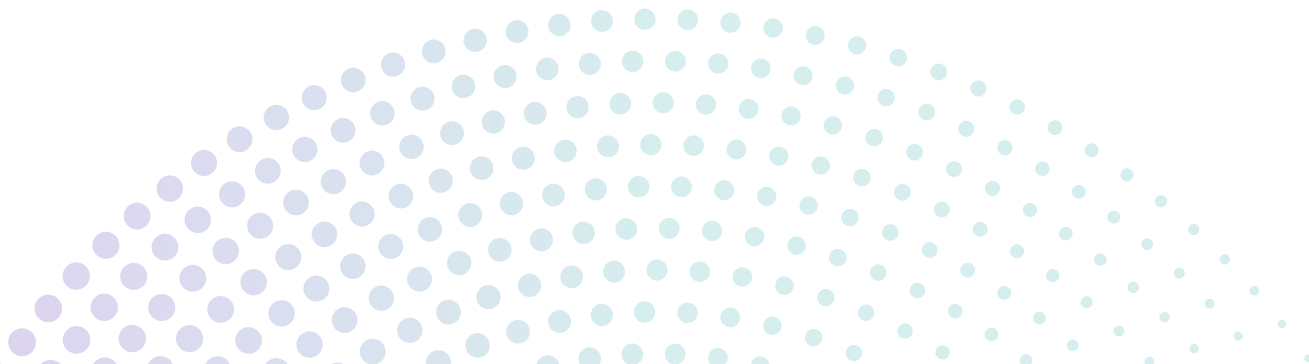
À travers des instances multilatérales et des prises de position africaines coordonnées, les gouvernements devraient plaider en faveur d'une transparence renforcée et d'une redevabilité accrue des méthodologies utilisées par les agences de notation. Ils devraient également continuer à encourager la publication des modèles et hypothèses de notation, tout en veillant à la mise en place de mécanismes efficaces de contestation ou d'appel des décisions. Il s'agit aussi d'affiner tant les méthodologies que les données mobilisées lors des évaluations de crédit, afin de limiter les risques liés à la subjectivité. Les institutions de financement du développement et les partenaires multilatéraux peuvent jouer un rôle clé en facilitant des dialogues techniques entre agences de notation, acteurs africains et régulateurs internationaux.

5. Tirer parti du financement du développement pour réduire le risque souverain

Le recours au financement mixte, aux garanties et à des instruments innovants – tels que les accords de conversion de dette contre le climat – constitue autant de leviers pour atténuer les risques perçus et renforcer durablement les notations souveraines. Les institutions de financement du développement et les partenaires internationaux devraient collaborer étroitement avec les gouvernements afin de concevoir et de déployer ce type de solutions, en particulier au profit des pays les plus vulnérables aux chocs climatiques ou aux variations des prix des produits de base. Les initiatives récentes prises par la République démocratique du Congo pour valoriser ses actifs climatiques et ses ressources naturelles illustrent d'ailleurs tout le potentiel de ces approches novatrices. Enfin, l'instauration d'un dialogue direct avec les investisseurs permettrait d'améliorer la perception du risque des pays africains au-delà de ce que reflètent actuellement les notations de crédit.

6. Mettre en place une plateforme ou un observatoire de notation de crédit en Afrique

Afin de renforcer la transparence et l'indépendance analytique, l'Afrique gagnerait à envisager la création d'un observatoire continental ou d'une plateforme de recherche spécialisée dans la notation du crédit, hébergé par l'Union africaine, la Banque africaine de développement ou un consortium universitaire. Un tel dispositif permettrait de suivre en continu les actions de notation, d'analyser les tendances, de réaliser des évaluations par les pairs et de diffuser des informations indépendantes sur les facteurs de risque souverain.



Bibliographie

ACET. (2024). Economic growth is not enough – we need transformations, says Tito Mboweni at the launch of the African Transformation Index (ATI) (La croissance économique ne suffit pas – nous avons besoin de transformations, déclare Tito Mboweni lors du lancement de l'Indice africain de transformation). <https://acetforafrica.org/news-and-media/press-releases/news-release-economic-growth-is-not-enough-we-need-transformations-says-tito-mboweni-at-the-launch-of-the-african-transformation-index-ati>

Afonso, A., Pedro Gomes et Philipp Rother. Short-and long-run determinants of sovereign debt credit ratings. *International Journal of Finance & Economics* 16.1 (2011) : p. 1-15.

Andreasen, E. et Valenzuela, P. (2016). Financial openness, domestic financial development and credit ratings. *Finance Research Letters*, 16, 11-18.

Autorité européenne des marchés financiers
Information on supervision and convergence.

Autorité bancaire européenne. Organismes externes d'évaluation du crédit (ECAI).

Cantor R. et Packer F. (1996). Determinants and impact of sovereign credit ratings. *Economic Policy Review* 2 : 37–53.

Cash, D. et Khan, M. (2024). Rating the globe: reforming credit rating agencies for an equitable financial architecture, UNU-CPR, p. 34 (New York, Université des Nations Unies, 2024).

Chamon, M., Klok, E., Thakoor, V. et Zettelmeyer, J. (2022). Debt-for-Climate Swaps: Analysis, Design, and Implementation (Les conversions de créances en programmes de développement : analyse, conception et mise en œuvre). Fonds monétaire international.

Chen, Z., Matousek, R., Stewart, C. et Webb, R. (2019). Do rating agencies exhibit herding behaviour? Evidence from sovereign ratings. *International Review of Financial Analysis*, 64, 57-70.

Deskeco <https://deskeco.com/2024/10/05/rdc-le-gouvernement-recourt-aux-agences-de-notation-pour-vanter-limage-du-pays-et-attirer-les>

Erdem, O. et Varli, Y. (2014). Understanding the sovereign credit ratings of emerging markets. *Emerging Markets Review*, 20, 42-57.

Fonds monétaire international. La Facilité élargie de crédit (FEC).FMI (2024). La République démocratique du Congo (RDC) et le FMI parviennent à un accord au niveau des services sur une Facilité élargie de crédit et une Facilité pour la résilience et la durabilité. <https://www.imf.org/fr/News/Articles/2024/11/13/pr-24416-drc-imf-reaches-agreement-on-ecf-and-rsf>. Novembre 2024.

Harold, Gilbert, Bond Ratings as an Investment Guide: An Appraisal of Their Effectiveness, New York : The Ronald Press Company, p. 82.

Ligeti, I. et Szórfi, Z. (2016). Methodological issues of credit rating—Are sovereign credit rating actions reconstructible?. *Financial and Economic Review*, 15(1), 7-32.

Kinch, D. et Dart, J. (2020). Chinese dominance of DRC mining sector increases economic dependence: Mines Chamber | S&P Global Commodity Insights, consulté le 11 novembre 2024.

Michaelowa, A., Shishlov, I. et & Darouich, L. (2023). Debt-for-Climate Swaps: Opportunities and Challenges for Developing Nations. *Perspectives Climate Research*.

Moody's (2024). Credit Implications of Debt Swaps for Sovereign Borrowers. Moody's Investor Service.

Ouedraogo, N. S. et Kilolo, J. M. M. (2024). Africa's critical minerals can power the global low-carbon transition. *Progress in Energy*, 6(3), 033004.

- Picolotti, R., Zaelke, D., Silverman-Roati, K. et Ferris, R. T. (2020). Debt-for-Climate Swaps: A Framework for Implementation. Institut pour la gouvernance et le développement durable.
- Pretorius, M. et Botha, I. (2021). Leads and lags in African sovereign credit ratings. *Journal of African Business*, 22(2), 235-253.
- Reusens, P. et Croux, C. (2017). Sovereign credit rating determinants: A comparison before and after the European debt crisis. *Journal of Banking & Finance*, 77, 108-121.
- Rusike, T. G. et Alagidede, I. P. (2021). The impact of sovereign credit ratings on Eurobond yields: evidence from Africa. *Research in International Business and Finance*, 58, 101475.
- Schwidrowski, Z. B. et Ordu, A. U. (2023). Upgrade of DRCs sovereign credit rating - One step forward, after one step back. Brookings Institution. États-Unis d'Amérique. Récupéré depuis le site <https://coilink.org/20.500.12592/tkftx9> on 11 Nov 2024. COI : 20.500.12592/tkftx9.
- Singhal, H., Verma, A. et Chakraborty, M. (2024). The quality of credit ratings amid geopolitical risk. *Economics Letters*, 234, 111439.
- CNUCED (2023). Rapport sur l'investissement dans le monde 2023 : investir dans l'énergie durable pour tous. Genève : Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement.
- CNUCED (2025). Credit rating agencies, developing countries and bias: Policy review (Les agences de notation, les pays en développement et les biais : examen politique). chrome-extension://efaidnbnmnibpcjpcglclefindmkaj/https://unctad.org/system/files/official-document/gds2024d3_en.pdf
- PNUD (2023). Réduire le coût des emprunts en Afrique : le rôle des notations souveraines. <https://www.undp.org/fr/africa/publications/reduire-le-cout-des-emprunts-en-afrique-le-role-des-notations-souveraines>
- Administration américaine du commerce international (2024). Democratic Republic of the Congo - Mining and Minerals. <https://www.trade.gov/country-commercial-guides/democratic-republic-congo-mining-and-minerals>, consulté le 11 novembre 2024.
- Weber, L., Darouich, L., Shishlov, I. et Michaelowa, A. (2024). Debt-for-Climate Swaps: A Controversial Tool for Mitigation and Adaptation. *Perspectives Climate Research*.
- Chaucer. (2024). Africa sees wave of credit downgrades last year – bucking global trend of net upgrades (L'Afrique enregistre une vague de dégradations de notes de crédit l'an dernier – à contre-courant de la tendance mondiale d'amélioration nette).
- PNUD. (2023). Soldiers and Citizens: Military Coups and the Need for Democratic Renewal in Africa (Soldats et citoyens : les coups d'État militaires et la nécessité d'un renouveau démocratique en Afrique). Programme des Nations Unies pour le développement. <https://www.undp.org/sites/g/files/zskgke326/files/2023-07/undp-africa-soldiers-citizens-2023-en.pdf>
- Traduction du texte de la loi japonaise. Loi sur les instruments financiers et les échanges (N° 25 de 1948).
- Voir également Brookings : « Upgrade of the Democratic Republic of the Congo's sovereign credit rating – One step forward, after one step back ». 11 mai 2023.
- Article en ligne de Chaucer. « [Africa sees wave of credit downgrades last year – bucking global trend of net upgrades](#) ». 1er juillet 2024

Annexes

Annexe A. Estimation économique des facteurs ayant influencé les notations de crédit souveraines de la République démocratique du Congo

Cette annexe présente un modèle simplifié en vue d'examiner les facteurs déterminants des notations de crédit souveraines en Afrique :

où la cote de crédit du pays i au cours de l'année t , et est une matrice des variables explicatives nationales retardées, relativement à :

- **Des indicateurs macroéconomiques** : logarithme du PIB réel par habitant, croissance du PIB par habitant et IDE/PIB ;
- **Des mesures de la gouvernance** : valeurs retardées de deux indicateurs clés – efficacité de la gouvernance et qualité des réglementations ;
- **Des facteurs influençant les finances publiques** : la part du prêt à des conditions de faveur du FMI dans la totalité de la dette ; et
- **Des indicateurs externes** : échanges commerciaux/ PIB.

Le terme « erreur » désigne les facteurs de variations inexplicables.

Les données sur les notations de crédit souveraines proviennent de Fitch, Moody's et S&P. Ces classements qualitatifs sont convertis dans une échelle ordinale de 21 à -1, où « non noté » attribue une valeur nulle (voir le tableau B.1 à l'Annexe B). Si une notation reste inchangée, elle est reportée sur les années suivantes. Dans les cas où plusieurs agences attribuent des notations au cours d'une même année, une moyenne annuelle est calculée. Par ailleurs, un pays qui n'honore pas sa dette au cours d'une année donnée peut encore obtenir un score supérieur à 0 si sa notation s'améliore après la reprise du remboursement de sa dette.

Le tableau B.2 présente les sources de données pour toutes les variables. Le tableau B.3 présente des statistiques résumées des données. L'Annexe B dresse une liste de tous les pays d'Afrique couverts dans l'étude.

Le modèle recourt aux techniques d'estimation ordonnée logit et probit qui sont souvent employées dans la littérature, et le résultat est présenté au tableau A.1. Sur l'ensemble des six spécifications :

- Le **PIB** réel par habitant montre un signe positif (+), comme prévu, et est important au niveau de 1 % dans quatre régressions.
- Bien qu'elle soit positive, la **croissance du PIB par habitant** n'est significative dans aucune spécification. Cela correspond à l'observation empirique selon laquelle, bien que les économies de nombreux pays africains soient parmi celles qui connaissent la croissance la plus rapide au monde, la plupart de ces pays demeurent dans la catégorie spéculative ou inférieure, en raison de la pauvreté persistante.
- Les **indicateurs de gouvernance** – l'efficacité du gouvernement et la qualité des réglementations (colonnes (1) à (6)) – ont un coefficient positif, comme prévu, et sont statistiquement importantes à 1 %. Après avoir contrôlé les autres variables, ils présentent les plus hauts coefficients en valeur absolue parmi toutes les variables explicatives.
- Le ratio **dette à des conditions de faveur du FMI/dette** est négatif dans les colonnes (1) à (6), mais il n'est important qu'au niveau de 5 % dans les deux cas. Cela indique qu'en général, les pays qui s'appuient sur le soutien du FMI se trouvent souvent dans une détresse financière et soumis à des programmes de gestion macroéconomique, ce qui exacerbe leur exposition à des risques de défaut à court terme relativement à leurs obligations financières.

- Le ratio **échanges commerciaux/PIB** démarre avec un coefficient négatif (-), ce qui reflète très probablement la faible ouverture commerciale des pays d'Afrique et leur base limitée de revenus diversifiés en soutien à leurs obligations en matière de remboursement de la dette.
- Le ratio **IDE/IPG** démarre dans les régressions avec un coefficient positif, comme prévu, mais il manque

d'importance statistique. Cette constatation souligne le défi en cours que rencontre l'Afrique pour attirer des IDE substantiels. En 2022, l'Afrique représentait 3,5 % des IDE mondiaux, avec une baisse des flux d'IDE vers l'Afrique, passant d'un niveau record de 80 milliards de dollars en 2021 à 45 milliards de dollars (CNUCED, 2023);

Tableau A.1. Résultats des estimations pour les facteurs déterminants des notations de crédit souveraines en Afrique (NCS € [-1, 21])

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	oLogit			oProbit		
Logarithme PIB réel par habitant	0.885*** (0.123)	0.125 (1.233)	2.139*** (0.515)	0.501*** (0.068)	0.251 (0.650)	1.417*** (0.282)
Croissance du PIB par habitant (%)	0.006 (0.023)	0.000 (0.032)	0.011 (0.025)	0.005 (0.013)	0.000 (0.018)	0.005 (0.014)
Efficacité du gouvernement	1.343*** (0.319)	4.656*** (0.718)	3.608*** (0.634)	0.920*** (0.179)	2.416*** (0.388)	1.864*** (0.344)
Qualité des réglementations	2.234*** (0.332)	3.098*** (0.704)	3.175*** (0.614)	1.147*** (0.181)	1.437*** (0.377)	1.484*** (0.325)
Dette à des conditions de faveur du FMI/dette	-23.560** (9.214)	-8.255 (9.645)	-6.684 (8.683)	-12.132** (4.953)	-4.397 (5.825)	-3.624 (5.272)
Échanges commerciaux/PIB (%)	-0.005** (0.002)	-0.012 (0.009)	-0.007 (0.007)	-0.003* (0.001)	-0.008* (0.005)	-0.006 (0.004)
IDE/PIB (%)	0.013 (0.015)	0.019 (0.020)	0.024 (0.020)	0.008 (0.008)	0.013 (0.011)	0.017 (0.011)
Effets fixes sur l'année	Oui	Oui	No	Oui	Oui	No
Effets fixes sur les pays	Non	Oui	Non	Non	Oui	Non
Effets régionaux	Non	Non	Oui	Non	Non	Oui
Nombre d'observations	858	858	858	858	858	858
Critère d'information Akaike	2489.41	1801.50	1954.23	2473.86	1829.3	1959.60

Tableau A.2. Résultats des estimations pour les facteurs déterminants des notations de crédit souveraines en Afrique (NCS € [-1, 7])

	(1)	(2)	(3)	(4)
	oLogit		oProbit	
Logarithme PIB réel par habitant	0.725*** (0.126)	2.697*** (0.553)	0.402*** (0.070)	1.510*** (0.307)
Croissance du PIB par habitant (%)	0.023 (0.024)	0.032 (0.028)	0.013 (0.013)	0.021 (0.016)
Efficacité du gouvernement	1.567*** (0.328)	3.605*** (0.670)	0.948*** (0.184)	1.761*** (0.358)
Qualité des réglementations	1.815*** (0.333)	1.584** (0.640)	0.916*** (0.184)	0.592* (0.338)
Dette à des conditions de faveur du FMI/dette	-18.388** (9.041)	-5.725 (9.282)	-9.504* (4.865)	-3.146 (5.566)
Échanges commerciaux/PIB (%)	-0.004 (0.003)	-0.016** (0.008)	-0.002 (0.001)	-0.010** (0.004)
IDE/PIB (%)	0.001 (0.016)	0.013 (0.022)	0.002 (0.009)	0.011 (0.011)
Effets fixes sur l'année	Oui	Non	Oui	Non
Effets fixes sur les pays	Non	Non	Non	Non
Effets régionaux	Non	Oui	Non	Oui
N	858	858	858	858
AIC	1539.16	1113.54	1537.98	1158.18

Pour vérifier la solidité des résultats, le tableau A.2 présente la même analyse en modifiant l'échelle de mesure de la variable dépendante définie au tableau B.1 en annexe, où les notations de crédit souveraines varient dans la plage [-1,7]. Les résultats sont très similaires à ceux du tableau A.1.

Annexe B. Sources de données, échelle de notation et informations supplémentaires

Tableau B.1. Échelle de notation de Moody's, S&P et Fitch et conversion en classement ordinal

Moody's	S&P	Fitch	Notation1	Description	Notation2
Aaa	AAA	AAA	21	Excellente	7
Aa1	AA+	AA+	20	Qualité élevée	6
Aa2	AA	AA	19		
Aa3	AA-	AA-	18		
A1	A+	A+	17	Qualité moyenne supérieure	5
A2	A	A	16		
A3	A-	A-	15		
Baa1	BBB+	BBB+	14	Qualité moyenne inférieure	4
Baa2	BBB	BBB	13		
Baa3	BBB-	BBB-	12		
Ba1	BB+	BB+	11	Mauvaise qualité - spéculatif	3
Ba2	BB	BB	10		
Ba3	BB-	BB-	9		
B1	B+	B+	8	Hautement spéculatif	2
B2	B	B	7		
B3	B-	B-	6		
Caa1	CCC+	CCC	5	Risques substantiels	1
Caa2	CCC	CCC	4		
Caa3	CCC-	CCC (low)	3		
Ca	CC	CC	2		
C	C	C	1	En défaut	-1
D	/	DDD			
DD	D		-1		
D					
Non noté			0		0

Source: Bloomberg, Moody's, Fitch, S&P, PNUD (2023).

Tableau B.2. Sources de données

Variables	Sources
Notations	Moody's ; Fitch ; S&P
Efficacité des pouvoirs publics	Indicateurs sur la gouvernance dans le monde
Qualité des réglementations	Indicateurs sur la gouvernance dans le monde
Prêt à des conditions de faveur (logarithme) du FMI	Données financières du FMI
Prêt aux conditions du marché (logarithme) du FMI	Données financières du FMI
PIB réel par habitant (\$)	Indicateurs sur le développement dans le monde
Croissance du PIB par habitant (%)	Indicateurs sur le développement dans le monde
Échanges commerciaux/PIB (%)	Indicateurs sur le développement dans le monde
IDE/PIB (%)	Indicateurs sur le développement dans le monde

Tableau B.3. Résumé des statistiques

Variable	Obs	Médiane	Écart type	Mini.	Maxi.
Notations	1060	3.683	4.703	0	16
Logarithme PIB réel par habitant	1018	7.263	.988	5.542	9.726
Croissance du PIB par habitant (%)	1026	1.568	6.09	-47.9	96.956
Efficacité des pouvoirs publics	1060	-.758	.624	-2.445	1.161
Qualité des réglementations	1060	-.715	.631	-2.548	1.197
Dette à des conditions de faveur du FMI/dette	980	.007	.017	0	.248
Échanges commerciaux/PIB (%)	945	71.537	39.185	4.128	347.997
IDE/PIB (%)	1038	4.398	7.808	-18.918	103.337

Tableau B.4. Matrice des corrélations

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1) Notations	1.000							
(2) Logarithme du PIB réel par habitant	0.552	1.000						
(3) Croissance du PIB par habitant (%)	0.077	-0.008	1.000					
(4) Efficacité du gouvernement	0.714	0.576	0.124	1.000				
(5) Qualité des réglementations	0.684	0.476	0.118	0.890	1.000			
Dettes à des conditions de faveur du FMI/dette	-0.209	-0.329	-0.071	-0.236	-0.165	1.000		
(7) Échanges commerciaux/PIB (%)	0.121	0.326	0.078	0.167	0.148	-0.114	1.000	
(8) IDE/PIB (%)	-0.035	-0.086	0.090	-0.016	-0.015	-0.003	0.267	1.000

Annexe C. Liste des pays

Afrique du Sud, Algérie, Angola, Bénin, Botswana, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Cameroun, République centrafricaine, Comores, Côte d'Ivoire, République démocratique du Congo, Djibouti, Égypte, Guinée équatoriale, Érythrée, Eswatini, Éthiopie, Gabon, Gambie, Ghana, Guinée, Guinée-Bissau, Kenya, Lesotho, Liberia, Libye, Madagascar, Malawi, Mali, Mauritanie, île Maurice, Maroc, Mozambique, Namibie, Niger, Nigeria, Ouganda, République du Congo, Rwanda, Sao Tomé-et-Principe, Sénégal, Seychelles, Sierra Leone, Somalie, Tchad, Soudan, Togo, Tunisie, République-Unie de Tanzanie, Zambie, Zimbabwe.

Notes de fin de document

1. Le terme « souverain » ou « souverains » dans ce contexte désigne des gouvernements nationaux qui émettent des titres de créance, tels que des obligations, en vue de financer leurs dépenses publiques
2. États-Unis, Code des règlements fédéraux, Titre 17, Chapitre II, Partie 240, Réglementation générale, Loi Securities and Exchange Act de 1934, et Partie 249b, Formulaire complémentaire, Loi Securities and Exchange Act de 1934.
3. La base de données EDGAR est un système tenu par la Securities and Exchange Commission qui permet au public d'accéder à des millions de documents déposés par des sociétés cotées en bourse, y compris des rapports financiers et des déclarations d'enregistrement.
4. Ordonnance n° 5 [2019] Mesures provisoires pour l'administration du secteur de la notation de crédit.
5. Le terme « souverain » ou « souverains » dans ce contexte désigne des gouvernements nationaux qui émettent des titres de créance, tels que des obligations, en vue de financer leurs dépenses publiques.
6. États-Unis, Code des règlements fédéraux, Titre 17, Chapitre II, Partie 240, Réglementation générale, Loi Securities and Exchange Act de 1934, et Partie 249 b, Formulaire complémentaire, Loi Securities and Exchange Act de 1934.
7. La base de données EDGAR est un système tenu par la Securities and Exchange Commission qui permet au public d'accéder à des millions de documents déposés par des sociétés cotées en bourse, y compris des rapports financiers et des déclarations d'enregistrement.
8. Ordonnance n° 5 [2019] Mesures provisoires pour l'administration du secteur de la notation de crédit.
- 9.
- 10.
- 11.
- 12.
- 13.
- 14.





**Programme des Nations Unies pour
le Développement**

DC-1 24th Floor,
One United Nations Plaza
New York, NY, 10017

www.undp.org/africa

© UNDP 2025