

**COMPTE RENDU**  
**Réunion avec des agences de notation**  
**Fitch Ratings, Standard and Poor's et Moody's**

**Jeudi 29 mars 2012**

*Interventions de :*

- *M. Eric Paget-Blanc, Senior Director, Soveigns and Supranationals, Fitch Ratings*
- *M. Jean-Michel Six, Chief Economist Europe, Standard and Poor's*
- *M. Yves Lemay, Managing Director, Banking & Sovereign EMEA, Moody's Investors Service Limited; avec la présence de M. Eric de Bodard, Managing Director France, Corporate Finance, Moody's Investors Service Limited.*

La réunion s'est déroulée en deux temps. Dans une première partie, les trois intervenants ont présenté les grandes lignes méthodologiques de la notation souveraine adoptée par leur agence respective, ainsi que l'analyse qu'ils effectuent des développements de la crise des finances publiques européenne et de leur impact sur l'évolution de la notation. Dans la deuxième partie, une session de « questions-réponses » a eu lieu entre les intervenants et le public.

**Première partie : présentations**

**FITCH RATINGS**

Une note souveraine traduit la capacité et la volonté d'un Etat souverain d'assurer le service de sa dette. Tout retard ou échange de titres impliquant une modification des conditions initiales est considéré comme un défaut. Les notes concernent la dette due au secteur privé (en particulier les obligations) qui peut être rééchelonnée. La note la plus regardée par les marchés est celle attribuée à la dette libellée en devises étrangères, la dette en monnaie locale pouvant être monétisée.

Fitch distingue trois catégories dans l'échelle de notation :

- **Note d'investissement** : de BBB- à AAA
- **Note spéculative** : qui concerne les pays ayant des difficultés de remboursement de leur dette : de C à BB+
- **Note de défaut** : D et RD

Pour Fitch, la note est étroitement liée à la probabilité de défaut. La probabilité est nulle ou quasi-nulle à horizon 5 ans pour les notes allant de AAA à A, elle est de 10 % pour les notes allant de BBB à BB et de 35 % pour les risques de défaut allant de B à CCC.

Fitch prend également en compte d'autres concepts de notation souveraine, notamment la distinction entre la note d'émetteur (Issuer Default rating) de la note accordée aux émissions, les perspectives (évolution attendue sur un horizon de 24 mois), les mises sous surveillance (résolution attendue dans 90 jours) et le plafond souverain (qui traduit le risque de transfert de fonds et de convertibilité en devises).

La note globale attribuée par Fitch résulte de la synthèse des notes attribuées à différentes dimensions et affectées d'un poids spécifique, qui se décompose comme suit :

- les facteurs structurels (PIB/tête, diversification de l'économie, stabilité politique, gouvernance, système bancaire) sont pondérés à hauteur de 34 % de la note globale ;
- les facteurs relatifs aux finances publiques (endettement interne et externe, déficit public) entrent à hauteur de 24 % ;
- 20 % pour les facteurs de flexibilité financière (statut de monnaie de réserve, profondeur des marchés financiers) ;
- 11 % des facteurs macroéconomiques (inflation, croissance potentiel et observée) ;
- 11 % des facteurs extérieurs (dette externe, balance des paiements, avoirs en devises).

Pour Fitch, quatre critères sont en parfaite corrélation avec la note : inflation, revenu par tête, dette publique et volatilité des recettes publiques.

## STANDARD AND POOR'S

Il est « légitime » de noter un Etat. A partir du moment où un Etat décide de recourir à des émissions obligataires pour se financer, il entre en concurrence avec d'autres émetteurs domestiques ou étrangers, publics ou privés (banques, Etats, entreprises, collectivité locales). Il est donc logique que ces Etats soient soumis aux mêmes règles d'évaluation que les autres émetteurs.

La méthodologie de l'agence S&P est publique. Elle repose sur 5 scores :

- **Le score « économique »** : qui intègre la structure économique et les perspectives de croissance et de richesse (PIB, inflation).
- **Le score « extérieur »** : qui analyse la position nette d'investissement et la liquidité externe (balance des paiements).
- **Le score « fiscal »** : qui met en exergue la performance fiscale et sa flexibilité monétaire.
- **Le score « monétaire »** : qui examine le financement et la flexibilité monétaire.
- **Le score « politique et institutionnel »** : qui mesure l'efficacité institutionnelle et le risque politique. Ce score permet notamment de souligner les problèmes de gouvernance de la zone euro qui renforcent la vulnérabilité individuelle des pays.

Le problème de la zone euro renvoie au triangle d'incompatibilité de Mundell : chaque Etat est individuellement responsable de sa dette, chaque Etat est individuellement responsable de son système bancaire, or la dette publique ne peut pas être financée par le système monétaire de l'Union monétaire. Ce triangle d'incompatibilité reflète la non solidarité entre les Etats membres. A terme, l'un des trois piliers ne peut plus tenir. C'est en ce sens que la BCE a décidé de financer la dette par de l'émission monétaire, même si cela passe par des mécanismes différents des mécanismes traditionnels. Or ceci n'a des effets que sur le court terme. Sur le moyen-terme, des changements structurels sont nécessaires.

L'agence S&P reste inquiète quant à l'évolution économique de la zone euro. Les écarts de performance (centre vs. périphérie) perdurent. Ce qui renvoie au problème général de compétitivité et de la situation de la balance courante. La zone Euro est confrontée à un dilemme entre souverainetés nationales et fédéralisme. Des décisions restent à prendre pour améliorer le système de gouvernance européenne.

## MOODY'S

Pour établir la fourchette de sa notation d'un émetteur souverain, Moody's évalue :

- **La résilience économique** à partir du **facteur 1** (base macroéconomique, compétitivité) et du **facteur 2** (institutions ou capacité d'un Etat à gérer des défis).
- **La solidité financière** à partir du **facteur 3** qui illustre la solidité financière du gouvernement (bilan souverain, capacité d'équilibrer les comptes budgétaires, solidité des finances publiques) et le **facteur 4** qui illustre la vulnérabilité au risque événementiel (choc économique, politique et financier, risque de « sudden stop »). Ces deux facteurs expliquent la plupart du temps les changements de notations.

Beaucoup de changements de note et parfois de grande ampleur ont été effectués depuis 2008, notamment en Europe du Sud (30 changements).

Plusieurs causes de la crise de la dette souveraine en Europe peuvent être citées :

- **Des vulnérabilités ex-ante** : la perte de compétitivité a été un facteur important. La souplesse des conditions monétaires a favorisé les déséquilibres dans certains pays (déséquilibres externes notamment) et la formation de bulles (endettement massif, bulles financières et immobilières). La non-différenciation des risques de crédit de la part des marchés financiers et donc l'absence de disciplines de marché a favorisé ces déséquilibres. Enfin, les règles de Maastricht (disciplines budgétaires) n'ont été que très rarement respectées pendant la période antérieure à la crise.
- **La crise de 2007** : la crise financière de 2007 s'est traduite par une crise économique en 2008. Celle-ci a mis en évidence la fragilité et l'affaiblissement du bilan des gouvernements (coûts de capitalisation, pertes de recettes fiscales compte tenu d'une croissance faible, mise en place des plans de relance, déclenchement des stabilisateurs dans les programmes sociaux et d'aide économique). La crise économique, qui a duré 3 ans (entre 2008 et 2011), s'est transformée donc parallèlement en une crise de la dette publique. Moody's estime qu'il faudra entre 6 à 8 ans pour stabiliser la dette dans certains pays de la zone euro, et de 20 à 40 ans pour revenir aux objectifs fixés par Maastricht (la dette à 60 % du PIB).
- **Les contraintes à la gestion de crise** : l'agenda politique de chaque pays, les problèmes sociaux propres à chaque pays, les conditions de marché, des politiques de gestion de crise différentes, la fragilité du système bancaire et l'effet de contagion sont autant de facteurs qui compliquent la gestion de la crise. Les priorités nationales ne correspondent pas aux priorités européennes. Il y a bien une dichotomie entre les intérêts de la zone euro et les intérêts nationaux, surtout quand l'Union se trouve à 27, ça ajoute plus de lourdeur dans le processus décisionnaire au niveau européen.

Tout ceci a conduit à une réévaluation du risque souverain européen. Le niveau d'endettement public a beaucoup pesé sur le facteur 3 alors que les risques de « sudden stop » (risque de perte d'accès aux marchés ou augmentation du coût de financement) ont joué sur le facteur 4. A ceci s'ajoute un risque accru propre à l'Union monétaire : le risque de contagion.

## **Deuxième partie : session de questions-réponses**

**Certains proposent de créer une Agence de notation française publique, et donc souverain. Qu'en pensez-vous ?**

La création d'une agence de notation française publique, et donc souveraine, pourquoi pas ? Mais quelle serait sa crédibilité ?

**Quel est votre avis face aux critiques émises vis-à-vis de méthodologie par l'Agence de notation chinoise Dagong ?**

Le vrai enjeu des Agences de notation est la crédibilité.

**A partir de quel seuil critique vous décidez de changer (de dégrader) ou non une notation ?**

Il ne s'agit pas seulement de seuils critiques, bien que ceux-ci permettent de donner une image assez complète de l'environnement économique. D'autres critères entrent en jeu. Par exemple, il faut regarder quelle est la capacité de l'économie à s'ajuster, ou encore, quel est le niveau de départ de l'endettement.

**Les problèmes de gouvernance au sein de la zone monétaire étaient déjà présents avant la crise, pourquoi ne les mettez-vous en avant que maintenant ?**

Au moment de la crise de 2008 provoquée par l'effondrement de Lehman, la zone euro était dans une phase encore jeune. C'était la première fois que l'UEM était soumise à un choc, c'était sa première épreuve...qui a été certes d'une très grande sévérité. Les défauts structurels de l'UEM sont donc apparus brusquement.

Ce qui est le plus regrettable dans cette crise, c'est qu'en 2008-2009, ni le diagnostic, ni les réponses apportées par les chefs d'Etat européens n'ont été à la hauteur des enjeux ou des problèmes. Ceci a bien sûr été sanctionné par les marchés.

Par ailleurs, avant la crise, il y avait un optimisme généralisé de la part des investisseurs vis-à-vis de la zone euro. Cet élan de sympathie et de confiance vis-à-vis de l'Union monétaire a provoqué un manque de « discipline du marché », dans la mesure où ceux-ci n'appliquaient plus de différenciation du risque entre les différents Etats européens. Les marchés ont ainsi assumé que le niveau de risque était le même (ou très proche) dans tous les pays de l'UEM. Les taux grecs côtoyaient les taux français par exemple. Cet optimisme des marchés dans la zone euro était basé sur deux axiomes :

- Un pays de la zone euro ne fera jamais faillite (idée implicite de solidarité entre les Etats). Or, aujourd'hui c'est une réalité (défaut grec). Le doute des investisseurs est donc : à qui le suivant ?
- Une fois qu'un pays intègre l'Union Monétaire, il ne la quittera jamais. Si cet axiome tient encore, de plus en plus d'analyste se posent la question d'un éventuel éclatement de l'euro.

➔ La remise en question de ces axiomes provoque une soudaine méfiance des marchés qui matérialise le risque de « sudden- stop ». C'est notamment ce qui s'est passé avec l'Italie l'été dernier.

**Votre système de notation ne reflète pas l'éventuelle perte de valeur d'un titre liée à une inflation trop forte (valeur réelle).**

La note porte le risque de défaut sur la valeur nominale du titre, pas sur la valeur réelle. La notation reflète un risque (une probabilité) de défaut.

**Détails sur la méthodologie :**

- Les critères pour construire les notations sont des éléments relatifs. Les mêmes indicateurs sont comparés entre Etats, il y a un classement. La tendance, la dynamique de chacune des variables est bien sûr prise en compte, l'analyse des indicateurs ne se limite pas à leur niveau, mais étudie aussi leur tendance (passée et future).
- Les critères quantitatifs sont objectifs et chiffrés. La différence peut venir des critères qualitatifs (politiques, institutions, etc.).
- La méthodologie est publique, elle est quantitative et objective, mais il y a des critères qualitatifs qui ont besoin d'être appréciés (Ex : comportement historique de certaines variables, culture, politique, institutions, etc.). L'évaluation des données statistiques donne une fourchette de notation. Celle-ci est complétée par l'appréciation de critères qualitatifs, suivi d'une discussion entre spécialistes qui décident de la note à attribuer.

**Quelle différence entre AAA et AA ?**

La différence entre AAA et AA est en effet très peu perceptible à court terme (jusqu'à horizon 5 ans). Or, celle-ci commence à se matérialiser à plus long terme (10 ans).

**Quelle est l'influence des émetteurs (qui financent les Agences de notations) dans la notation qui leur est attribuée ?**

Les agences de notation entretiennent un dialogue direct et permanent avec les « émetteurs » (entreprises et Etats), pour pouvoir aller au-delà des informations publiques. Or, ils n'influencent aucunement les notations qui leur sont attribuées.

**Dans quelle mesure les notations prennent en compte les effets de marché ? Ca n'engendre pas un vrai problème de pro-cyclicité ? Dans ce sens, on ne peut pas affirmer que les notations interviennent de façon « ex-ante » ?**

Les notations prennent en effet en compte les effets de marché. Le sentiment du marché traduit le risque de « sudden stop ». Le problème de pro-cyclicité est réel, mais inévitable. Le sentiment du marché ne peut pas être exclu des notations, car il matérialise un risque réel et palpable de difficulté ou non d'accès aux financements. Afin d'éviter cette pro-cyclicité, la « perspective » (*outlook*) stable, positive ou négative a été introduite. Ainsi, si le changement de notation à proprement parler peut être accusé d'être « ex-post », le changement de perspective de la note est par définition « ex-ante ».

**La dette des pays de la zone euro est majoritairement libellée en euros, donc en monnaie nationale, or aucun pays n'est en mesure de monétiser sa dette. Comment est-ce que des pays de la zone euro peuvent être notés AAA ?**

La dette libellée en euros des pays de l'UEM est considérée comme une dette libellée en devises puisqu'aucun pays n'a d'emprise sur la BCE. Pourtant, récemment, la BCE a commencé à réagir comme les autres grandes Banques centrales et à monétiser, bien qu'indirectement et de façon beaucoup moins massive que ses paires, la dette souveraine des Etats.