

Agences de notation - dégradations : quel impact ? Retour sur la crise de la zone



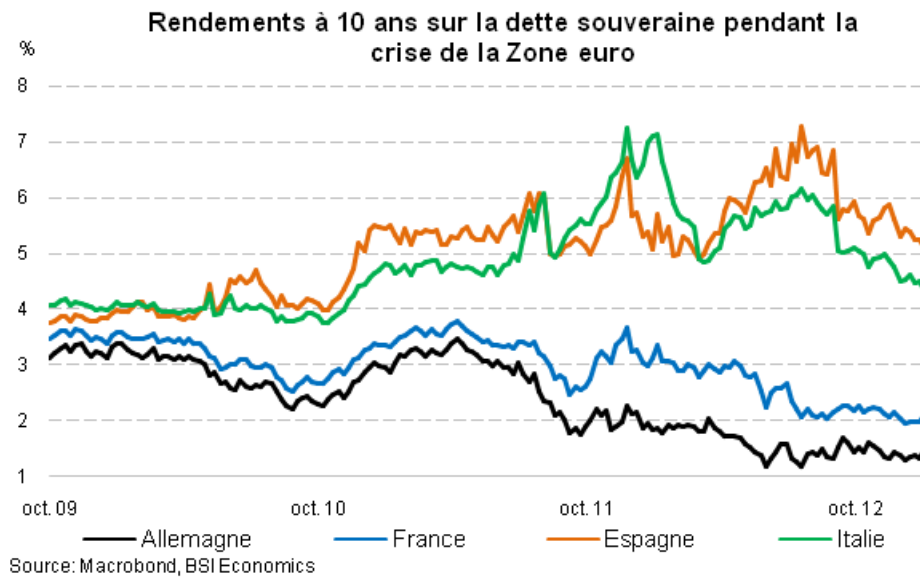
Résumé:

- Les annonces des agences de notation pendant la crise de la Zone euro (2009-2012) ont eu un impact significatif sur les primes de risque des dettes souveraines obligataires : +160 points de base (pb) pour l'Espagne, +110 pb pour l'Italie; +80 pb pour la France mais -70 pb pour l'Allemagne.
- A très court-terme, elles n'ont quasiment pas eu d'impact sur le niveau du taux de change de l'euro; en revanche, elles ont eu un impact plus significatif sur sa volatilité (+40%).
- Ces résultats suggèrent que les agences de notation auraient influencé de manière significative l'allocation des placements financiers pendant la crise des dettes souveraines.

Mots clés: rendement, taux de change, agences de notation, Zone euro, dette souveraine, crise.

"Il y a deux superpuissances dans le monde aujourd'hui : les Etats-Unis et Moody's. Les Etats-Unis peuvent vous détruire en vous envoyant des bombes. Moody's peut vous détruire en abaissant la note de vos obligations" écrivait Thomas Friedman, éditorialiste au New York Times. Mais concrètement, lorsqu'une agence de notation fait une annonce négative, quels sont les effets sur les rendements des obligations d'Etat? Que se passe-t-il avec le taux de change?

Retour sur la crise des dettes souveraines de la Zone euro (2009-2012).



La crise des dettes souveraines de la Zone euro ou 150 annonces d'agences de notation en trois ans...

Les agences de notation ont été particulièrement actives au cours de la crise des dettes souveraines de la Zone euro : 150 annonces (dégradations, mises sous surveillance, changements de perspective) sur la période, dont près d'une centaine de dégradations. Pour référence, lorsque la conjoncture est stable, la note d'un Etat est revue une fois par an.

La crise des dettes souveraines de la Zone euro s'est cristallisée au quatrième trimestre 2009 autour de la question des finances publiques de la Grèce. Peu après les élections d'octobre qui ont porté au pouvoir un nouveau gouvernement, le déficit public a brusquement été révisé à la hausse, suscitant des doutes sur la soutenabilité des finances publiques grecques. Le risque d'un défaut sur la dette souveraine obligataire grecque, ses effets sur le système bancaire et les finances publiques des autres Etats, ainsi que la question de la soutenabilité de la dette dans nombre d'autres pays de la Zone euro, ont fait entrer l'éclatement de la Zone euro dans l'univers des possibles.

Le pic de la crise a été atteint entre l'été 2011 et l'été 2012. Juillet 2011 voit la restructuration de la dette grecque, la plus importante restructuration de dette souveraine de l'histoire. En janvier 2012, S&P dégrade la note de neuf pays de la Zone euro, jugeant les mesures prises insuffisantes pour endiguer les risques de contagion et le risque systémique. La tension sur les marchés est telle que le 26 juillet 2012, Mario Draghi prend le fameux engagement de *"faire quoi qu'il en coûte pour sauver la Zone euro"*.

...qui ont entraîné une réallocation des flux de capitaux au sein de la Zone euro vers l'Allemagne...

Une étude publiée par la banque centrale de Pologne (2014) apporte un éclairage sur l'impact des décisions des agences sur les primes de risque¹ des dettes souveraines d'un certain nombre de pays de la Zone euro (Espagne, Italie, France, Allemagne) ainsi que sur le taux de change de l'euro vis-à-vis des principales devises.

Les annonces des agences de notation (S&P, Moody's, Fitch) ont eu un impact très significatif sur le niveau des primes de risque². En moyenne, l'annonce d'une agence (indépendamment du pays concerné par l'annonce) sur le rating d'un pays a entraîné, toutes choses égales par ailleurs, une hausse de la prime de risque de 1,6 point de pourcentage pour l'Espagne, 1,1 point pour l'Italie (rappelons que les rendements pour ces deux pays ont atteint les 7%), 0,8 point pour la France et.... - 0,7 point pour l'Allemagne.

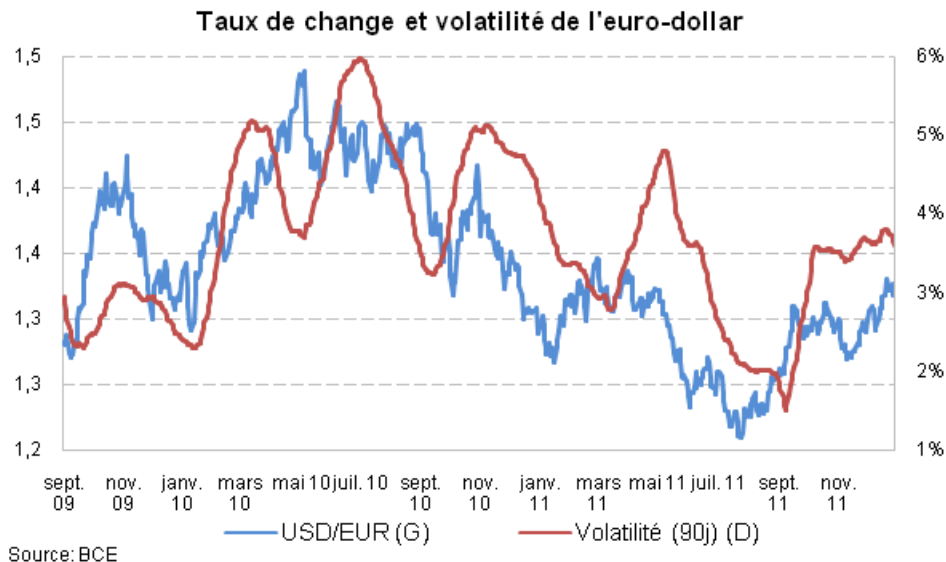
Ces chiffres peuvent sembler élevés. Il convient toutefois de souligner que l'effet mesuré est relatif au taux sur les obligations les plus sûres - comme celles de l'Allemagne (toujours notée "AAA") – dont les rendements ont baissé au cours de la crise du fait de leur "valeur refuge".

Pourquoi une annonce négative entraîne-t-elle théoriquement la hausse du rendement d'une obligation? Une annonce négative informe les investisseurs du risque accru de ne pas être remboursé sur une obligation. Pour ceux d'entre eux qui décident de se porter acquéreur de ladite obligation, ils revoient à la baisse le prix qu'ils sont prêt à payer, du coup le rendement de l'obligation sur le marché augmente afin de rémunérer le risque additionnel pris. Théoriquement, car toutes les annonces n'ont pas de valeur informationnelle nécessairement nouvelle (certaines peuvent être anticipées si bien que lorsqu'elles surviennent elles ne produisent que peu d'effet) et le risque peut être ignoré des investisseurs lorsque leur préoccupation principale devient le rendement (« chasse au rendement »).

1 La prime de risque d'une obligation correspond à l'écart entre son rendement et le taux sans risque. En pratique, le taux sans risque est souvent déterminé à partir du rendement des obligations notées « AAA ». La prime de risque évolue entre autre en fonction des fondamentaux économiques ou de la liquidité.

2 Sur une période de deux jours centrée autour de la date de l'annonce [j-1;j+1].

...et une hausse très significative de la volatilité de l'euro sans vraiment affecter son niveau moyen



Les annonces n'ont quasiment pas eu d'impacts sur le niveau du taux de change³, une différence majeure avec la crise asiatique (1997) qui s'est accompagnée de dépréciations de devises très fortes (de 40% à 70%), du fait de l'ampleur de la fuite des capitaux (conséquence du déséquilibre de la balance des paiements dans un contexte de crise financière dont les causes sont multiples).

La crise sur les dettes souveraines a entraîné une *réallocation* des capitaux entre les dettes souveraines *au sein* de la Zone euro, et non une *fuite* des capitaux de la dette souveraine des pays de la Zone euro. Ainsi, les achats nets annuels d'obligations de l'Etat allemand par des investisseurs étrangers ont été six fois plus importants sur la période 2009-2012 que sur la période 1999-2008. A titre d'exemple, la banque centrale de Suède a vendu sa dette souveraine espagnole et italienne pour la remplacer par de la dette souveraine allemande. Le fait qu'il n'y ait pas eu de fuites de capitaux touchant la dette souveraine de la Zone euro est illustré par la stabilité du niveau du taux de change de l'euro. Le fait qu'il y ait eu réallocation est illustré par les variations de primes de risque à la hausse dans certains pays (pays de la périphérie et certains pays "core") et à la baisse dans d'autres (Allemagne).

Les annonces les plus significatives ont en revanche eu un impact très fort sur la volatilité de l'euro, c'est-à-dire sur le risque de change, a priori défavorable au commerce avec l'extérieur de la Zone euro : 40% en moyenne et toutes choses égales par ailleurs. Pourquoi ? Selon la BCE, ce sont⁴ les déclarations des hommes politiques (de pays notés AAA !) et des agences de notation, aux côtés des actions menées par la BCE et l'UE, et non les fondamentaux macroéconomiques, qui ont influé sur la volatilité du taux de change de l'euro sur cette période.

³ Sur une période de quatre jours autour de la date de l'annonce [j-1;j+3].

⁴ *The Euro exchange rate during the European sovereign debt crisis – dancing to its own tune?*, BCE, avril 2013.

Conclusion

Compte tenu de la valeur informationnelle reconnue (dans la théorie économique) des annonces des agences de notation et de la forte aversion au risque qui prévaut en temps de crise, il n'est pas étonnant que celles-ci aient eu une influence significative sur l'allocation des placements financiers pendant la crise des dettes souveraines de la Zone euro.

Ces résultats sont révélateurs de certains coûts et bénéfices d'appartenance à la Zone euro. Contrairement à la crise asiatique, la crise des dettes souveraines de la Zone euro n'a pas été accompagnée d'un choc sur le taux de change: du fait de son hétérogénéité, le capital s'est réalloué en son sein au lieu de la quitter. Le prix à payer pour cette « assurance » contre le risque de change: un phénomène de contagion sur les taux de la dette souveraine...à l'exception allemande près.

Stanislas de BAZELAIRE

Sources :

- Foreign Affairs; Don't Mess with Moody's*, New York Times, Thomas Friedman, février 1995.
- The uses and abuses of sovereign credit ratings*, FMI, octobre 2010.
- Credit rating agency downgrades and the Eurozone sovereign debt crises*, National Bank of Poland Working Paper, 2014.
- The Euro exchange rate during the European sovereign debt crisis – dancing to its own tune?*, BCE, avril 2013.
- Measuring the Costs of Exchange Rate Volatility*, Federal Reserve Bank of San Fransisco Economic Letter, août 2004.
- Target Balances and the German Financial Account in Light of the European Balance-of-Payments Crisis*, Ifo Institute, décembre 2012.
- Standard and Poor's, Fitch Ratings, Financial Times.