



# Les limites de la notation souveraine

**12<sup>ème</sup> Journée d'études sur les faillites**

***Dettes souveraines, fragilité bancaire et risque systémique***

**EconomiX – 30 mai 2012**

**Norbert Gaillard, Ph.D.**

**Independent Consultant**

**[gaillard@alumni.princeton.edu](mailto:gaillard@alumni.princeton.edu)**

# Spécificités de la notation souveraine

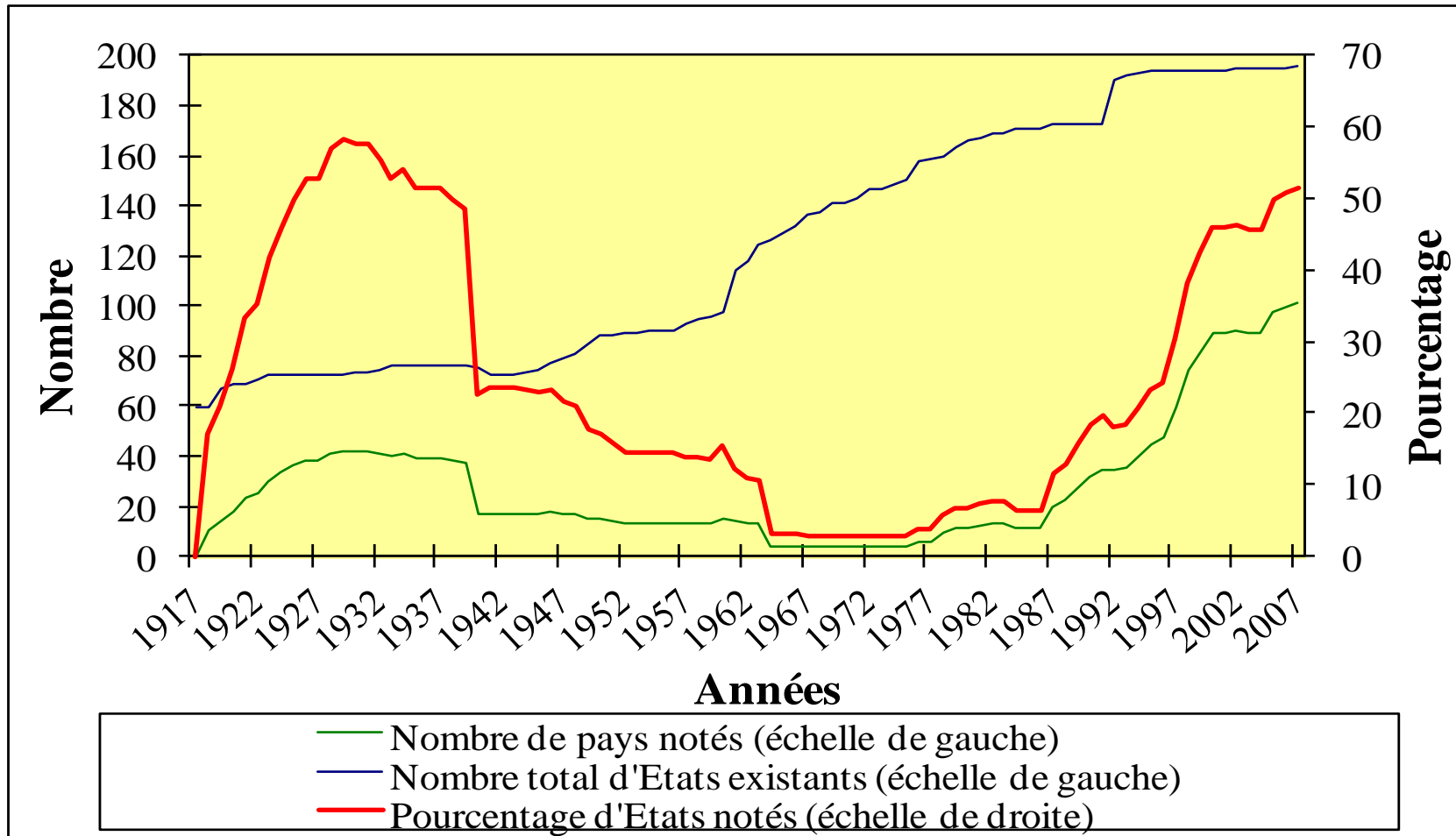
- **Risque pays et risque souverain**
- **Cerner le risque souverain:**
  - Capacité à rembourser sa dette +
  - Volonté de rembourser sa dette
- **Mesure subjective du risque de défaut de paiement:**
  - Absence de modélisation du risque
  - Rôle central des analystes
- **Importance de la notation souveraine:**
  - Très souvent il s'agit de la note plafond
  - Dépendance des émetteurs du secteur privé et des collectivités locales à l'égard de l'Etat

# Les limites de la notation souveraine

- **La mesure des performances**
- **La valeur prédictive des notations souveraines**
- **Les méthodologies de notation**

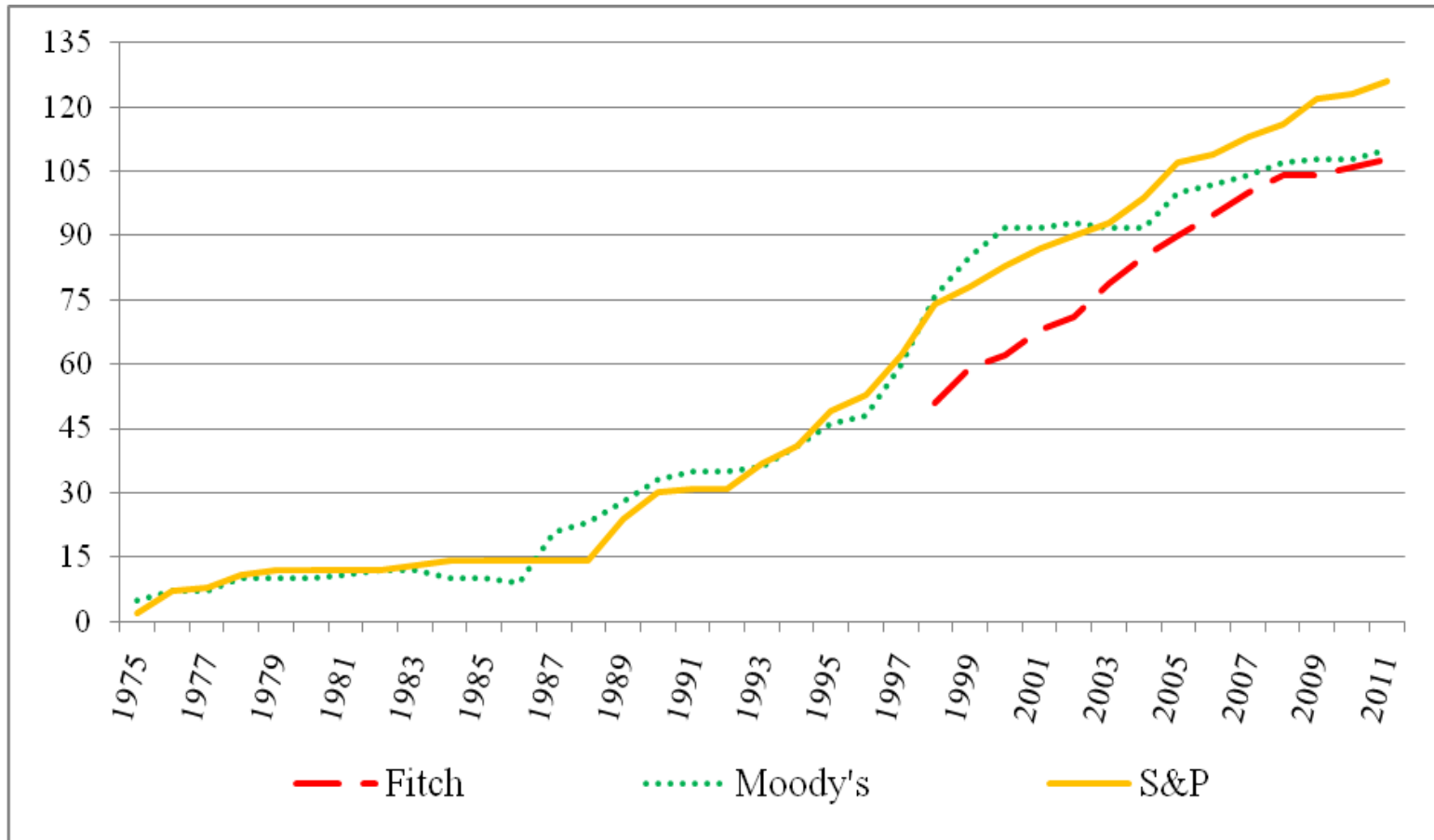
# Essor, déclin et renaissance de la notation souveraine

Evolution du nombre et du pourcentage de pays notés par Moody's



Source: Gaillard (2011), *A Century of Sovereign Ratings*, Springer.

# Evolution du nombre de pays notés par les trois grandes agences



Source: Gaillard (2011), *A Century of Sovereign Ratings*, Springer.

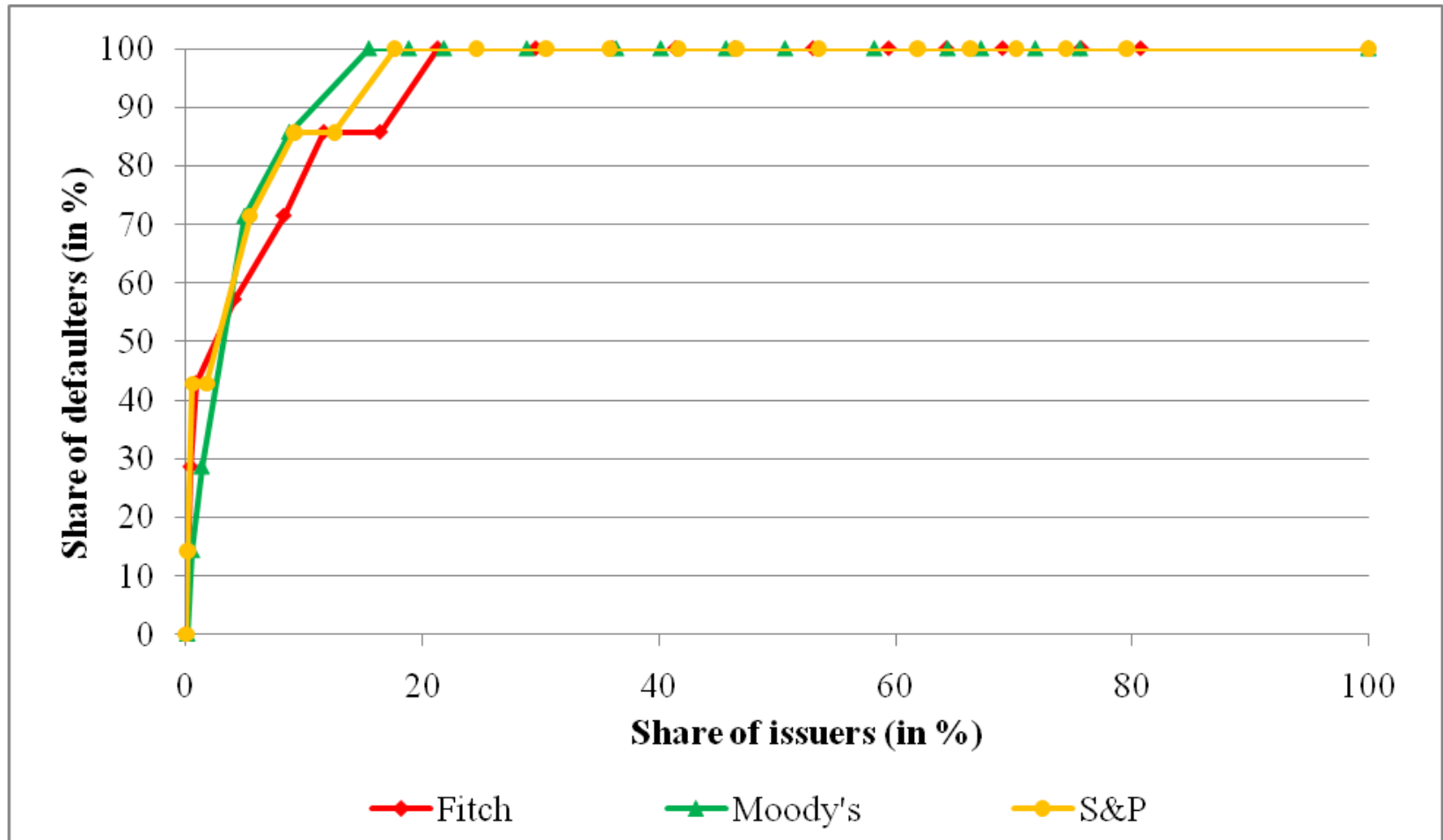
# Les performances des notes souveraines (1/6)

## Plusieurs mesures de la performance des agences:

- La note attribuée x mois/années avant le défaut
- Les taux de défaut
- Les ratios d'efficacité

# Les performances des notes souveraines (2/6)

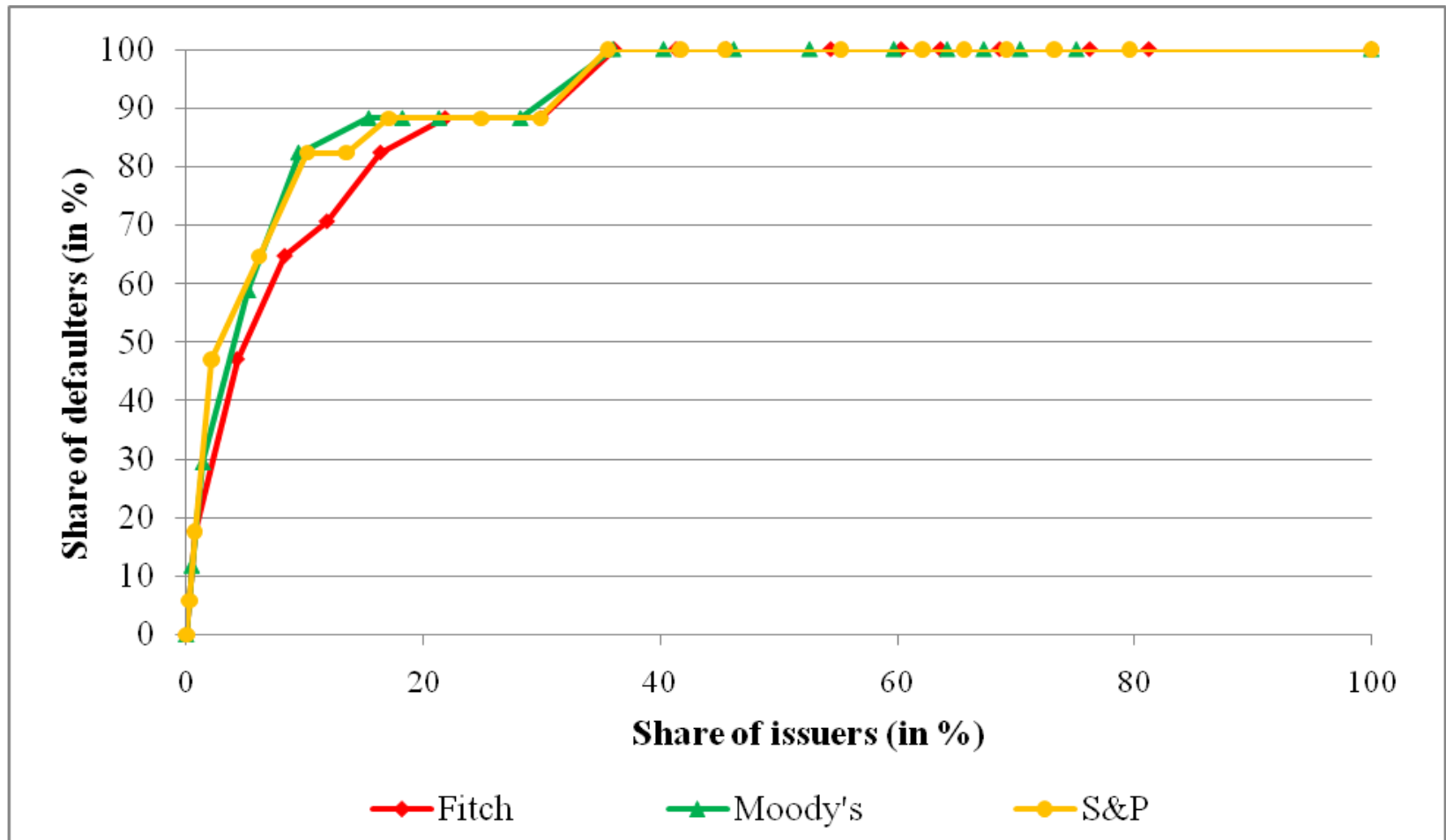
Profils d'efficacité cumulés à 1 an, janvier 2001-janvier 2011:



Source: Gaillard (2011), *A Century of Sovereign Ratings*, Springer.

# Les performances des notes souveraines (3/6)

Profils d'efficacité cumulés à 5 ans, janvier 2001-janvier 2011:



Source: Gaillard (2011), *A Century of Sovereign Ratings*, Springer.



# Les performances des notes souveraines (4/6)

Ratios d'efficacité, janvier 2001-janvier 2011:

	Ratio d'efficacité à 1 an	Ratio d'efficacité à 3 ans	Ratio d'efficacité à 5 ans
<b>Fitch</b>	<b>0,890</b>	<b>0,819</b>	<b>0,817</b>
<b>Moody's</b>	<b>0,915</b>	0,835	<b>0,852</b>
<b>S&amp;P</b>	0,914	<b>0,847</b>	<b>0,852</b>

# Les performances des notes souveraines (5/6)

Ratios d'efficacité, janvier 1987-janvier 2011:

	Ratio d'efficacité à 1 an	Ratio d'efficacité à 3 ans	Ratio d'efficacité à 5 ans
Moody's	0,935	0,840	0,787
S&P	0,950	0,823	0,761

# Les performances des notes souveraines (6/6)

## Les bonnes performances des agences sont à relativiser:

- Faible nombre de défauts souverains sur la dette obligataire depuis les années 1990
- Un défaut souverain est plus lent à se concrétiser qu'un défaut corporate

# Les limites de la notation souveraine à la lumière de la crise de la dette grecque (1/4)

Des augmentations de notes jusqu'en 2008:

	<b>Fitch UP</b>	<b>Moody's UP</b>	<b>S&amp;P UP</b>	<b>Fitch DN</b>	<b>Moody's DN</b>	<b>S&amp;P DN</b>	<b>Fitch Ratio UP/DN</b>	<b>Moody's Ratio UP/DN</b>	<b>S&amp;P Ratio UP/DN</b>
<b>2001</b>	12	9	17	17	7	18	0,71	1,29	0,94
<b>2002</b>	16	27	16	10	6	14	1,60	4,50	1,14
<b>2003</b>	23	19	21	9	8	12	2,56	2,38	1,75
<b>2004</b>	24	7	29	2	3	10	12,00	2,33	2,90
<b>2005</b>	19	12	24	8	4	7	2,38	3,00	3,43
<b>2006</b>	13	20	21	2	1	7	6,50	20,00	3,00
<b>2007</b>	12	17	25	3	1	5	4,00	17,00	5,00
<b>2008</b>	10	8	11	17	9	29	0,59	0,89	0,38
<b>2009</b>	3	11	3	18	17	25	0,17	0,65	0,12
<b>2010</b>	15	15	22	9	9	15	1,67	1,67	1,47

Source: Gaillard (2011), *A Century of Sovereign Ratings*, Springer.

# Les limites de la notation souveraine à la lumière de la crise de la dette grecque (2/4)

Dégradations de notes des pays de la zone euro, 15 juin 2008 – 9 mai 2010:

	<b>Fitch</b>	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>
<b>Grèce</b>	22 oct. 2009: A → A- 8 déc. 2009: A- → BBB+ 9 avril 2010: BBB+ → BBB-	22 déc. 2009: A1 → A2 22 avril 2010: A2 → A3	14 janvier 2009: A → A- 16 déc. 2009: A- → BBB+ 27 avril 2010: BBB+ → BB+
<b>Irlande</b>	9 mars 2009: AAA → AA+ 4 nov. 2009: AA → AA-	6 juillet 2009: Aaa → Aa1	30 mars 2009: AAA → AA+ 8 juin 2009: AA+ → AA
<b>Portugal</b>	24 mars 2010: AA → AA-	Pas de downgrade	21 janvier 2009: AA- → A+ 27 avril 2010: A+ → A-
<b>Espagne</b>	Pas de downgrade	Pas de downgrade	19 janvier 2009: AAA → AA+ 28 avril 2010: AA+ → AA

Source: Gaillard (2011), *A Century of Sovereign Ratings*, Springer.

# Les limites de la notation souveraine à la lumière de la crise de la dette grecque (3/4)

Dégringolade des notes depuis deux ans, 9 mai 2010 – 1<sup>er</sup> mai 2012:

	Notes au 9 mai 2010			Notes au 1 <sup>er</sup> mai 2012		
	Fitch	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P
Espagne	AAA	Aaa	AA	A	A3	BBB+
Grèce	BBB-	A3	BB+	B-	C	SD
Irlande	AA-	Aa1	AA	BBB+	Ba1	BBB+
Italie	AA-	Aa2	A+	A-	A3	BBB+
Portugal	AA-	Aa2	A-	BB+	Ba3	BB

# Les limites de la notation souveraine à la lumière de la crise de la dette grecque (4/4)

## Les raisons de la surnotation des années 2000

- Croyance que la simple appartenance à la zone euro réduisait substantiellement le risque de défaut
- Sous-estimation de la soutenabilité de la dette des pays industrialisés (Grèce)
- Prise en compte insuffisante de la compétitivité des pays (Grèce, Portugal)
- Surestimation de la qualité des systèmes fiscaux (Grèce)

## Vague de dégradations de notes souveraines depuis 2009

- Pro-cyclicité et dégradations en cascade
- Risque de prophéties auto-réalisatrices
- Le prochain défaut grec aboutira au pire échec des agences depuis le milieu des années 1980

# Les méthodologies de notation souveraine (1/2)

## **Cinq déterminants traditionnels (Cantor & Packer 1996):**

- PIB par habitant
- Inflation
- Dette publique en monnaie étrangère/recettes fiscales ou exports
- Indicateur de développement économique
- Historique des défauts

**Ces déterminants étaient les mêmes durant les années 1920 (Gaillard 2011)**

## **Deux déterminants supplémentaires pour noter les Etats émergents et en développement:**

- Réserves de change (Afonso, Gomes & Rother 2011)
- « Workers' remittances » (Avendaño, Gaillard & Nieto-Parra 2011)

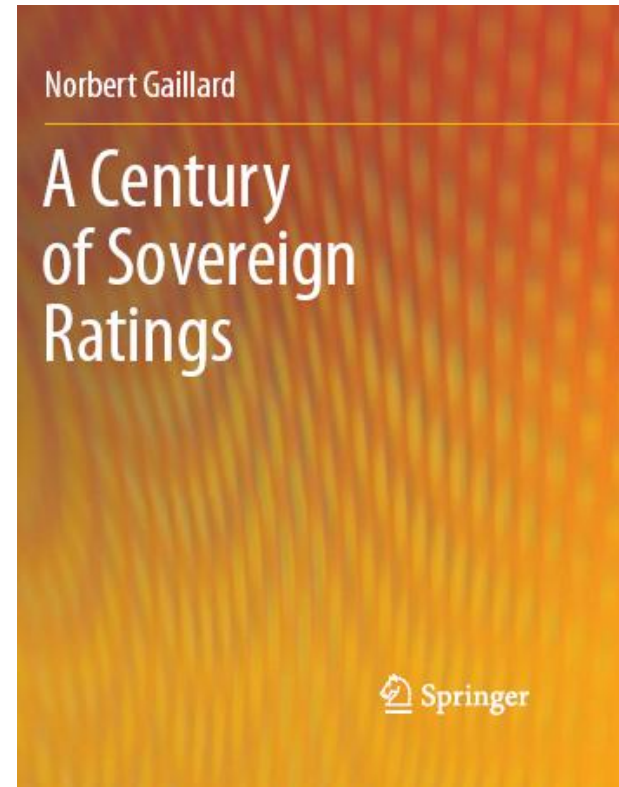
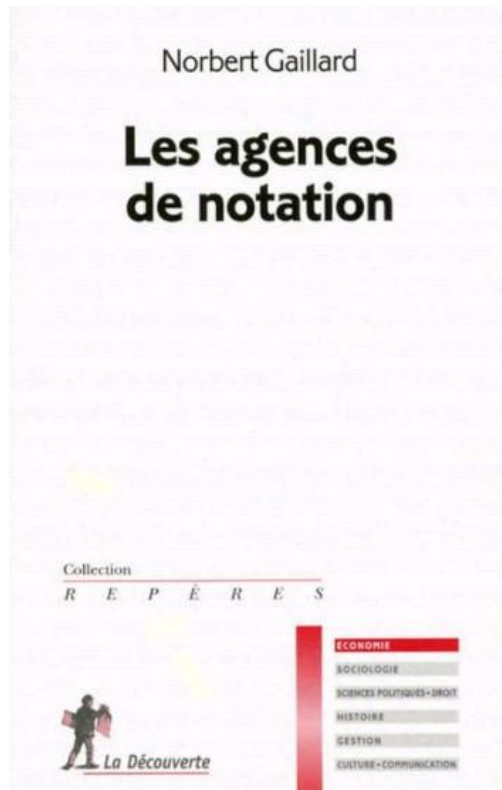


# Les méthodologies de notation souveraine (2/2)

## Le nécessaire aggiornamento des méthodologies:

- Sous-pondérer le PIB par habitant,
- Surpondérer la dette des agents privés,
- Mieux analyser la soutenabilité de la dette publique,
- Mieux analyser la soutenabilité du régime monétaire,
- Mesurer plus adéquatement la compétitivité du pays (spécialisation, coût du travail, rendement des investissements),
- Prendre en compte la qualité du système fiscal.

# Pour en savoir plus



- Norbert GAILLARD (2010), *Les agences de notation*, La Découverte, collection « Repères »
- Norbert GAILLARD (2011), *A Century of Sovereign Ratings*, Springer