



La dette souveraine française et les agences de notation : la France en sursis ?

15 décembre 2009

En réaction au rapport Rocard-Juppé remis le 19 novembre au Président de la République, et à la proposition d'un grand emprunt de 35 milliards d'euros, Moody's, l'une des trois principales agences de notation, a estimé que [le projet affaiblissait la notation de la dette souveraine française](#) - qui jouit de la note « triple A » la plus élevée - sans pour autant la menacer. Cette déclaration fait suite à une série ininterrompue de dégradations des notations des dettes souveraines au sein de la zone euro, depuis janvier 2009, la dernière en date ayant touché [la Grèce](#).

Tableau : Dégradations ou perspectives négatives attribuées par l'agence *Standard and Poor's* et intervenues depuis janvier 2009

Pays	Dette publique brute en % du PIB				Date de déclassement ou de changement de perspective	Changement de notation ou de perspective	Taux d'intérêt des obligations d'Etat à 10 ans, taux des CDS
	2007	2008	2009 (prev)	2010 (prev)			
Espagne	36,2	39,5	51,2	60,9	19 jan. 2009	AAA->AA+	Graphique Espagne
Grèce	94,8	97,6	103,4	108,3	14 jan 2009	A->A-	Graphique Grèce
Irlande	24,9	43,2	60,0	75,9	30 mars 2009 8 juin 2009	AAA->AA+ AA+>AA	Graphique Irlande
Portugal	63,6	66,4	74,9	81,3	22 jan 2009	AA->A+	Graphique Portugal
Royaume-Uni	44,2	52,3	68,9	80,8	21 mai 2009	AAA ; Perspective stable -> négative	Graphique Royaume-Uni

Source des données : *Data Insight, OFCE, Standard and Poor's*

Note: Pour des raisons de lisibilité, les déclassements et changements de perspective sont ceux attribués par l'agence *Standard and Poor's*.

[Grille de notations à long terme](#): AAA =meilleure qualité possible ; AA +, AA, AA - =haute qualité ; A+, A, A - : Qualité moyenne supérieure, sensibilité à la dégradation de l'environnement.

Le déclassement d'un pays peut avoir des conséquences fâcheuses...

La première crainte concerne la hausse des taux d'intérêt et le risque d'éclatement de la zone euro. A l'exception de l'Irlande, pour laquelle les taux d'intérêt ont flambé avant l'annonce officielle de l'agence de notation, la dégradation de la note attribuée à une dette souveraine entraîne mécaniquement une augmentation des taux d'intérêt selon un raisonnement simple : pour compenser le risque de défaut, les créanciers exigent une prime de risque plus élevée, poussant les taux d'intérêt à la hausse. La charge de la dette s'accroît, ce qui fragilise encore plus les finances publiques et peut conduire à un cercle vicieux. Une situation de finances publiques dégradées fait craindre le schéma d'une zone euro à plusieurs vitesses, écartelée entre une Allemagne à taux faibles (3,33%^[1]), et des pays à taux élevés comme la Grèce

(4,81%) ou l'Espagne (3,94%). Jusqu'à présent, l'impact de ces changements sur les primes de risque du marché s'était estompé au bout de quelques jours. Mais la situation inédite de la Grèce fait craindre une persistance des taux d'intérêt élevés (ces derniers ont atteint 5,65%), donc un aggravement du différentiel entre pays, et fait peser une menace sur l'ensemble de la zone euro.

Une autre conséquence attendue est la fuite des investisseurs étatiques et institutionnels, suite à la dégradation d'une note souveraine. En effet, une partie des banques centrales et des fonds de pension dans le monde a l'obligation statutaire^[2] de placer leurs fonds dans les placements de type «triple A». Les agences contribuent donc à définir le coût des emprunts pour les acteurs économiques, et le financement de la dette souveraine est dépendante du «triple A ». La France ne fait pas exception : en juin 2009, 65,7%^[3] des titres de la dette négociable de l'Etat français étaient détenus par des non-résidents.

Enfin, la notation est une estimation prospective indiquant la probabilité de défaut d'un Etat sur sa dette souveraine : il s'agit de la probabilité de défaut de l'Etat, et non de l'ensemble des acteurs de l'économie. Pourtant, lorsque la note attribuée à la dette souveraine d'un Etat est dégradée, c'est l'ensemble de l'économie qui est fragilisé et fui par les investisseurs.

Tant que la dette est soutenable, pas d'inquiétude à avoir pour la France

L'augmentation quasi-continue du ratio d'endettement accroît le risque de voir apparaître une dynamique auto-entretenu de la dette. Pourtant, les pays qui ont vu la notation de leur dette souveraine dégradée ne sont pas ceux pour lesquels le ratio dette/PIB est le plus important, mais plutôt ceux dont la soutenabilité de la dette est mise en doute par les agences de notation (cf. tableau). Le problème, c'est que le seuil à partir duquel une dette est soutenable reste très difficile à évaluer, et que les méthodes d'évaluation des agences sont empreintes d'opacité. Tout au plus suppose-t-on qu'elles s'appuient sur un certain nombre d'indicateurs, dont la littérature économétrique donne un aperçu - revenu par tête, niveau d'inflation, croissance du PIB, degré de développement d'un pays, historique des défauts de paiements et endettement externe ([Cantor et Packer, 1996](#) ; [Afonso, 2003](#)) -, néanmoins il est difficile de connaître ces indicateurs avec certitude. En outre, la pondération affectée à ces indicateurs est inconnue et diffère d'une agence à l'autre ([Moon et Strotzky, 1993](#)). Le cas du Japon est emblématique : malgré un ratio dette publique/PIB qui s'est creusé de près de 30 points entre 2001 et 2008 (et un ratio de 191,7 % prévu pour 2009), le Japon conserve la notation « double A » (haute qualité) de sa dette souveraine. Dans le cas de la France, la dette souveraine s'est jusqu'à présent avérée tout à fait soutenable : malgré la montée en charge de la dette, les taux d'intérêt se sont maintenus à un niveau bas. Notons également que l'une des variables principales pour juger de la soutenabilité d'un pays est le taux d'épargne des ménages : or la France jouit d'un taux élevé (16,5%^[4] en 2009).

Ce débat rappelle le rôle contesté des agences de notation

Le rôle accordé à ces notations paraît disproportionné, eu égard aux critiques récurrentes dont les agences font l'objet. On leur reproche leur incapacité à anticiper les crises (crise asiatique de 1997-98, crise des « subprime »), et leur action procyclique, contribuant à pénaliser davantage les Etats fragilisés. On leur reproche également l'opacité de leur méthodologie. Mais la critique la plus grave tient sans doute aux conflits d'intérêts inhérents à leur mode de rémunération, les agences étant rémunérées par les émetteurs qu'elles notent. Enfin, leur position oligopolistique (les trois premières agences Standard & Poor's, Moody's et Fitch représentent 90% du chiffre d'affaires de la notation) risque de conduire à une convergence des notes.

Pour conclure, on peut s'interroger sur le supplément d'information qu'apportent les agences de notation par rapport au marché, lorsqu'une dégradation de note intervient. *A priori*, elles ne font que condenser l'information donnée par le marché, pour la rendre plus accessible au plus grand nombre. Leur action se révèle néanmoins, à court terme, procyclique, pousse à la hausse les taux d'intérêt obligataires et les taux des « *credit default swap* » (échange sur défaillance), et alimente les « esprits animaux » keynésiens. N'oublions pas toutefois que les

agences de notation ne fournissent qu'une analyse partielle de la situation économique d'un pays et qu'elles seraient bien présomptueuses de prétendre dicter la conduite des politiques macroéconomiques nationales.

^[1] Taux d'intérêt sur les obligations d'Etat à échéance de 10 ans, moyenne sur les six derniers mois

^[2] Une obligation qui date du 1er mars 2009 pour la Banque centrale européenne

^[3] Chiffre de l'Agence France Trésor

^[4] Prévision OFCE octobre 2009

Céline Antonin