

Écart de notation entre dette souveraine en monnaie nationale et en devises¹

Depuis une dizaine d'années, il est devenu habituel pour les agences de notation d'ajouter à la note attribuée à la dette en devises des emprunteurs souverains une autre pour celle en monnaie nationale. La seconde est souvent plus élevée, ces emprunteurs apparaissant plus capables et désireux d'assurer le service d'une dette libellée dans leur propre monnaie. Cependant, l'écart n'est ni systématique ni uniforme.

Ces différences sont sans doute appelées à avoir des implications de plus en plus importantes pour l'évolution des marchés financiers mondiaux. De nombreux gouvernements entendent, en effet, développer un marché obligataire dans leur propre monnaie et réduire ainsi la dépendance envers les entrées de capitaux étrangers². Les politiques de notation, qui dissocient dette en devises et en monnaie locale, vont sans doute les conforter dans cette intention, car elles influent sur l'opinion des investisseurs et sur la formation des prix du marché. Ces écarts peuvent également jouer un rôle dans une sphère réglementaire qui accorde une place croissante aux notations.

Cette étude commence par un historique de ces deux formes de notation. Celle qui concerne les obligations en monnaie locale est généralement plus récente, du fait de la relative jeunesse des marchés sur lesquels s'échangent ces titres. Sont examinées ensuite la fréquence et l'importance de cette majoration des notations en monnaie locale. L'analyse fait apparaître des différences, non seulement entre emprunteurs mais, ce qui est surprenant, entre les agences elles-mêmes ; il semble donc qu'elles soient davantage en désaccord sur l'évaluation du risque des obligations en monnaie nationale.

ESSOR DES NOTATIONS EN MONNAIE NATIONALE ET EN DEVISES

La notation de la dette souveraine est une activité en plein essor. En 1985, seuls 17 pays s'étaient vus décerner, par des agences spécialisées, une note

¹ Les points de vue exprimés dans cette étude sont ceux de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² Ainsi, bien que le nouveau Fonds d'obligations Asie se limite actuellement aux titres de dette en dollars, les banques centrales de l'Est asiatique comptent envisager l'extension de son mandat de placement aux obligations en monnaie locale. Voir EMEAP (2003).

pour leurs emprunts sur les marchés internationaux³. La plupart d'entre eux avaient reçu un triple A ; les émetteurs à l'assise financière moins solide préféraient alors se financer auprès des banques ou par placement privé (tableaux 1 et 2). Cependant, depuis quinze à vingt ans, les signatures de moindre qualité font de plus en plus appel aux marchés obligataires. La publication de nouvelles notations s'est ainsi particulièrement développée depuis dix ans.

Initialement, la plupart de ces notations s'appliquaient à la dette contractée en devises, les emprunteurs souverains ne semblant guère ressentir le besoin de faire évaluer les émissions dans leur propre monnaie. Aujourd'hui, le pourcentage des signatures également notées pour leur dette en monnaie nationale a cependant augmenté, ce qui tient probablement aux efforts accomplis pour favoriser l'investissement dans ce type d'emprunts⁴. Ces huit dernières années, 47 nouveaux emprunteurs souverains ont reçu une notation en devises (45 % du total de cette catégorie), contre 72 en monnaie nationale (plus des deux tiers de ceux qui font l'objet d'une notation). Du fait de l'essor rapide de ce second segment, les emprunteurs souverains sont maintenant pratiquement aussi nombreux à être notés sur leur dette en monnaie nationale qu'en devises.

L'augmentation de la demande de notations en monnaie nationale présente un parallélisme frappant avec l'évolution antérieure de celles sur la dette en devises : là aussi sont peu à peu apparues des signatures de moindre qualité. Si, dans un premier temps, cette demande provenait principalement d'emprunteurs classés triple A, on a observé ensuite une progression régulière des émetteurs de second rang. Depuis 2001, la note médiane est BB et se situe donc en deçà de la bonne qualité (tableau 2).

Notations de la dette souveraine en monnaie nationale et en devises		
	Nouvelles notations (devises)	Nouvelles notations (monnaie nationale)
	Nombre d'emprunteurs souverains	
Jusqu'à 1985	17	0
1986–90	22	3
1991–95	19	31
1996–2000	36	60
2001–03	11	12
Total	105	106

Un emprunteur souverain est considéré comme noté si l'une des trois principales agences lui a attribué une notation. Les États-Unis n'ont pas reçu de notation en devises avant 1992.

Sources : Fitch Investors Service ; Moody's Investors Service ; Standard & Poor's. Tableau 1

La demande de notation sur la dette souveraine s'accroît ...

... en particulier pour les titres en monnaie nationale ...

... avec l'apparition de signatures de moindre qualité

³ Ce segment avait déjà été dynamique au cours des années 20 : en 1929, Moody's avait noté une cinquantaine d'emprunteurs souverains. Cependant, les marchés obligataires internationaux ont perdu beaucoup de leur importance pendant la Grande dépression et ont pratiquement disparu après la Seconde Guerre mondiale.

⁴ Parmi les raisons de cette évolution figure le développement des opérations complexes, qui dissocient les composantes du risque spécifiques aux titres de dette en devises, telles que risque de convertibilité et de cession.

Qualité du crédit des emprunteurs souverains nouvellement notés		
	Nouvelles notations (devises)	Nouvelles notations (monnaie nationale)
	Note médiane	
Jusqu'à 1985	AAA	...
1986–90	A+	AAA
1991–95	BB+	AA-/A+
1996–2000	BB	BBB
2001–03	BBB	BB
Un emprunteur souverain est considéré comme noté si l'une des trois principales agences lui a attribué une notation.		
Sources : Fitch Investors Service ; Moody's Investors Service ; Standard & Poor's.		Tableau 2

Dans la plupart des cas, les principes réglementaires qui régissent les notations des agences ne font guère de distinction entre les créances en devises et en monnaie nationale. Les exceptions jouent en faveur des notations et/ou des créances liées à la monnaie de l'emprunteur. Ainsi, en application de l'approche standardisée du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres, pour les expositions en devises envers des banques multilatérales de développement dont les risques de convertibilité et de cession sont « considérés comme effectivement atténués par les autorités de contrôle nationales », il est possible de procéder à la pondération du risque à partir de la notation de la dette en monnaie nationale au lieu de celle sur les créances en devises⁵.

Écart de notation

Il existe un écart entre notations en devises et en monnaie nationale ...

... que les contraintes pesant sur la politique monétaire peuvent cependant atténuer

Les agences attribuent fréquemment une notation plus élevée aux obligations souveraines en monnaie nationale qu'à celles en devises. Cette différence se justifie habituellement par l'aptitude des États à taxer les avoirs en monnaie nationale et à décider de leur affectation, ce qui semble souvent moins le cas pour ceux en devises. En outre, alors que l'emprunteur souverain doit se procurer des devises pour rembourser les dettes ainsi contractées, il peut recourir à la création monétaire pour honorer les engagements dans sa propre monnaie (voir, par exemple, Fitch Investors Service, 2003).

Dans cette logique, si des contraintes limitent la capacité à battre monnaie, un écart de notation est moins justifié. Les États qui utilisent la monnaie d'un pays étranger, comme le Panama ou le Salvador, en sont la meilleure illustration. Les membres de la zone euro constituent un autre cas particulier : la délégation de la politique monétaire à la BCE a fortement érodé

⁵ Voir Comité de Bâle (2003). En outre, le Nouvel accord donne aux autorités nationales toute latitude pour appliquer des pondérations de risque encore plus faibles aux expositions des banques vis-à-vis des obligations émises en monnaie nationale par des emprunteurs souverains ou des banques centrales (sous réserve d'un financement en monnaie locale), ce qui n'est pas le cas pour les obligations en devises.

les distinctions entre dettes en monnaie locale et en devises⁶. Plus généralement, les coûts politiques significatifs qui accompagnent souvent une inflation élevée devraient jouer contre l'argument de la « planche à billets » pour l'attribution de fortes notations à la dette en monnaie nationale.

Une autre exception est plausible : lorsque les émissions en devises sont modestes par rapport à l'encours total d'une dette souveraine. D'ailleurs, l'un des principes sous-jacents de cette analyse veut que le risque souverain dépende toujours de deux facteurs : la volonté ainsi que la capacité de payer. S'il s'agit d'un montant relativement faible, on peut penser que l'émetteur consentira un effort supplémentaire pour éviter un défaut sur ses obligations en devises. En fait, c'est probablement parce que l'encours des émissions internationales des économies émergentes au début des années 80 n'était guère élevé que, malgré de nombreux programmes de restructuration de prêts bancaires, les défauts à cet égard ont été assez limités.

Écart par catégorie de notation

Un autre facteur, purement technique, influence l'amplitude de l'écart : dans la typologie des agences, il n'existe pas de note supérieure au triple A (AAA ou Aaa). Il est donc impossible de constater l'éventuelle amélioration dont pourrait bénéficier un crédit en devises déjà noté AAA s'il était libellé en monnaie nationale. De même, la marge de progression est seulement d'un cran pour les pays notés AA+, et ainsi de suite. L'écart devrait donc s'amplifier et être plus

Écart entre la dette souveraine en monnaie nationale et en devises, par notation (S&P)			
Notation (devises)	Aucune différence	Notation (monnaie nationale) d'un cran supérieure	Notation (monnaie nationale) supérieure de plus d'un cran
	Nombre d'emprunteurs souverains		
AAA	17	0	0
AA	8	2	0
A	4	5	8
BBB	0	3	9
BB	3	8	6
B	9	4	3

Chaque catégorie de lettres regroupe plusieurs notations ; ainsi, AA représente les crédits notés AA+, AA et AA-.

Source : Standard & Poor's. Tableau 3

⁶ Malgré leur différence d'approche sur la question de savoir s'il fallait majorer la notation des obligations en devises ou abaisser celle des titres en monnaie nationale, les principales agences de notation ont supprimé ou réduit les écarts existants pour les pays de la zone euro en prévision et lors du passage à la monnaie unique (pour plus de détails, voir McCauley et White, 1997).

C'est dans la catégorie BBB que l'écart tend à être le plus grand

fréquent à mesure que l'on descend dans la grille des notes, ce qui est d'ailleurs généralement le cas (tableau 3).

Par ailleurs, c'est dans la catégorie intermédiaire (BBB) que l'amplitude est maximale. Ainsi, selon Standard & Poor's, pour les trois quarts des emprunteurs souverains ainsi notés, les obligations en monnaie nationale s'inscrivent au moins deux crans plus haut que celles en devises. En revanche, l'avantage relatif des titres en monnaie nationale est nettement inférieur pour les pays situés en dessous du seuil délimitant la bonne qualité. Cette courbe en cloche se retrouve également dans la répartition des notations des autres agences.

La raison de ce phénomène n'apparaît pas d'emblée. Si les différences s'expliquaient d'une quelconque manière par la demande des émetteurs pour une notation de qualité pour leurs obligations nationales, on pourrait s'attendre à des écarts plus importants au niveau BB (devises), mais il n'en est rien. Pour sa part, Standard & Poor's pose comme principe que les pays moins bien notés encourrent des risques, tels que fortes tensions sociales et politiques, qui les empêcheraient de continuer à assurer le service de leur dette en monnaie nationale en cas de défaut sur celle en devises (Standard & Poor's, 2002).

Défauts sur la dette souveraine notée

Les cas de défauts sur la dette notée sont peu nombreux

Dans le meilleur des mondes, il serait possible de voir si les statistiques de défauts confirment la réputation de plus grande sûreté que l'on prête souvent à la dette en monnaie nationale notée. Cependant, les cas recensés sont peu nombreux et les notations d'emprunteurs souverains ne se sont généralisées qu'à la fin des années 80. Depuis 1985, Moody's Investors Service n'a relevé que neuf défauts sur obligations notées, tous survenus à partir de 1998 (tableau 4). Dans cinq d'entre eux seulement, une notation avait été attribuée à *la fois* à la dette en devises et à celle en monnaie nationale.

La dette en devises n'est pas toujours la première touchée

Cet échantillon restreint ne révèle pas de relation uniforme entre le libellé de la dette et la probabilité de défaut⁷. Dans un cas (Pérou), le défaut n'a porté que sur la dette en devises ; dans un autre (Équateur), elle a été la première touchée, avant celle en monnaie nationale. À l'inverse, pour le Venezuela, seule la dette en monnaie nationale a été concernée, tandis que la Russie a d'abord cessé de l'honorer avant celle en devises. Enfin, s'agissant du plus important défaut d'un emprunteur souverain à ce jour (Argentine), les deux manquements ont été simultanés.

⁷ L'échantillon a été constitué à partir de la définition du défaut et des notations de Moody's. Des divergences existent entre les principales agences sur les critères précis déterminant le défaut de l'État emprunteur et le nombre des notations attribuées, de sorte que l'échantillon et les commentaires correspondants peuvent varier.

Défauts sur émissions souveraines notées				
	Devises	Monnaie nationale	Montant total ¹	Remarque
	Année du défaut (notation antérieure)			
Argentine	2001 (Caa3)	2001 (Caa3)	\$82,3 milliards	Défaut simultané
Équateur	1999 (B3)	1999 (B3)	\$6,6 milliards	Défaut sur dette en devises un mois avant dette en monnaie nationale
Moldavie	2001 (B3) 2002 (Caa1)	.	\$145 millions	Notation uniquement sur dette en devises
Pakistan	1998 (Caa1)	.	\$750 millions	Notation uniquement sur dette en devises
Pérou	2000 (Ba3)	.	\$4,9 milliards	Défaut uniquement sur dette en devises
Russie	1998 (B1)	1998 (B2)	\$73,4 milliards	Défaut sur dette en monnaie nationale une semaine avant dette en devises
Ukraine	1998 (B3) 2000 (Caa1)	.	\$1,4 milliard \$1,1 milliard	Notation uniquement sur dette en devises
Uruguay	2003 (B3)	.		Notation uniquement sur dette en devises
Venezuela	.	1998 (B3)	\$270 millions	Défaut uniquement sur dette en monnaie nationale

¹ Total des montants en souffrance en monnaie nationale et en devises, au cours de change en vigueur à l'époque du défaut.

Source : Moody's Investors Service (2003a).

Tableau 4

Différences entre agences de notation

Il existe des divergences étonnamment marquées entre agences de notation au sujet de la fréquence et de l'amplitude des écarts en faveur des obligations en monnaie nationale. Moody's, en particulier, a beaucoup moins tendance à mieux les noter : 28 % des cas, contre bien plus de 50 % pour S&P ainsi que Fitch (tableau 5). Dans quatre cas, la relation est même inversée chez Moody's⁸. La raison invoquée est chaque fois identique : un encours de dette en devises relativement faible par rapport aux réserves de change (Moody's, 2003b,c).

Différences dans la fréquence et l'amplitude des écarts de notation

⁸ Ces pays sont l'Inde, le Liban (un cran), la Turquie (deux crans) et le Japon (quatre crans). En revanche, aucun emprunteur souverain ne reçoit de Standard & Poor's une note plus élevée sur sa dette en devises pour un seul (le Japon) chez Fitch.

Écart de notation entre dette en monnaie nationale et en devises				
Écart	Moody's	S&P	Fitch	
	Nombre d'emprunteurs souverains			
4 crans	–	2	–	
3 crans	7	11	3	
2 crans	8	14	20	
1 cran	11	22	20	
Aucune différence	61	43	29	
– 1 cran	2	–	1	
– 2 crans	1	–	–	
– 3 crans	0	–	–	
– 4 crans	1	–	–	
Total	91	92	73	

Sources : Fitch Investors Service ; Moody's Investors Service ; Standard & Poor's. Tableau 5

Compte tenu de ces divergences, les notations de S&P et Fitch sont finalement supérieures d'environ deux tiers de cran en moyenne à ce qu'elles seraient si l'écart entre dette en devises et en monnaie locale était identique à celui attribué par Moody's (tableau 6)⁹. Bien entendu, si la quinzaine de pays dont la dette en devises est notée triple A avaient été retirés de l'échantillon, la différence moyenne serait encore plus grande.

Le désaccord sur la notation de la dette en monnaie nationale peut valoir également pour la hiérarchisation des risques. Puisque les agences soutiennent que les notations devraient être interprétées comme des mesures du risque relatif de défaut, le coefficient de corrélation de rang permet sans doute de mieux déterminer leur degré de consensus. Or, le tableau 7 montre que ce coefficient est systématiquement inférieur pour la dette en monnaie locale. Même si la petite taille de l'échantillon limite la valeur de l'inférence statistique, les chiffres laissent à penser que les agences divergent plus souvent sur ce point¹⁰.

Différence moyenne des notations entre agences			
	Moody's/S&P	Moody's/Fitch	S&P/Fitch
Notation en devises (A)	0,34	0,31	-0,01
Notation en monnaie nationale (B)	-0,34	-0,33	0,04
(B) – (A)	-0,68	-0,64	0,05

Un nombre positif sur les deux premières lignes indique une notation plus élevée pour la première agence.

Sources : Fitch Investors Service ; Moody's Investors Service ; Standard & Poor's. Tableau 6

⁹ La table de conversion utilisée pour les tableaux 6 et 7 est la suivante : AAA (Aaa) = 1, AA+ (Aa1) = 2, B– (B3) = 16.

¹⁰ La valeur p de la statistique z destinée à tester l'hypothèse nulle posant l'absence de différence de corrélation de rang est inférieure à 0,01 pour S&P/Fitch, mais elle atteint 0,116 pour Moody's/S&P et 0,156 pour Moody's/Fitch.

Corrélations des notations entre agences		
	Devises	Monnaie nationale
Moody's/S&P	0,958	0,937
Moody's/Fitch	0,951	0,926
S&P/Fitch	0,986	0,937

Les corrélations de rang de Spearman n'ont été calculées que pour les emprunteurs souverains dont la notation en devises est inférieure à AAA (Aaa).

Sources : Fitch Investors Service ; Moody's Investors Service ; Standard & Poor's.

Tableau 7

Conclusion et implications

Encore relativement récentes, les notations en monnaie locale vont gagner en importance avec le développement des marchés obligataires nationaux. De fait, bien des décideurs estiment que ces marchés peuvent constituer une protection contre la volatilité des placements en devises et qu'il faut donc en favoriser l'expansion (BRI, 2001 ; FMI, 2003). Un certain nombre d'initiatives régionales entendent capitaliser sur ce consensus.

Sachant que les emprunteurs souverains peuvent généralement taxer leurs agents économiques afin d'honorer leurs obligations en monnaie nationale ou, plus fondamentalement encore, recourir à la création monétaire, les agences de notation sont souvent assez favorables aux titres en monnaie nationale. Cette préférence peut encourager le développement des marchés obligataires locaux, à la fois en incitant les intervenants à mieux accepter les emprunts en monnaie nationale et en abaissant les exigences de fonds propres réglementaires dans la mesure où elles sont conditionnées par la notation.

Cependant, comme le montre cette étude, les écarts entre notations en devises et en monnaie nationale sont loin d'être uniformes entre les principales agences, avec souvent des différences étonnantes : l'une d'elles confère généralement moins d'importance au libellé des émissions et attribue même parfois une note supérieure à celles en devises. Les chiffres laissent entrevoir, par ailleurs, des divergences entre les principales agences dans la hiérarchisation des risques liés à la dette en monnaie nationale.

Compte tenu de l'évolution des marchés mondiaux des capitaux et de la rareté relative des défauts d'emprunteurs souverains à ce jour, cette diversité est, dans une certaine mesure, naturelle et même bienvenue. Cependant, elle peut aussi traduire une incertitude accrue au sujet de la distinction à faire entre titres en monnaie locale et en devises. De plus amples recherches utilisant les données de marché pourraient permettre de mieux appréhender le prix que les investisseurs attribuent à cette incertitude en termes de taux d'intérêt.

Références

- Banque des Règlements Internationaux (2001) : « The development of bond markets in emerging economies », *BIS Papers*, n° 11, Bâle, juin.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2003) : *Document soumis à consultation : Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres*, Banque des Règlements Internationaux, Bâle, 29 avril.
- Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks and Monetary Authorities (2003) : « EMEAP central banks to launch central bank fund », *Press Release*, 2 juin.
- Fitch Investors Service (2003) : Présentation au Symposium de Daiwa Securities Japan, février.
- Fonds monétaire international (2003) : « Local securities and derivatives markets in emerging markets : selected policy issues », *IMF Financial Markets Quarterly*.
- McCauley, R. et W. White (1997) : « The euro and European financial markets », *BIS Working Papers*, n° 41, Bâle, mai ; également de P. Masson, T. H. Krueger et B. G. Turtelboom (éd.), *EMU and the international monetary system*, FMI, Washington, 1997, pp. 324-388.
- Moody's Investors Service (2003a) : *Sovereign bond defaults, rating transitions, and recoveries (1985-2002)*, février.
- Moody's Investors Service (2003b) : *India : analysis*, février.
- Moody's Investors Service (2003c) : « Japan : a rating agency perspective », *Special Comment*, février.
- Standard & Poor's (2002) : *Sovereign credit ratings : a primer*, avril.