

# Les mauvaises nouvelles circulent vite

Rabah Arezki, Bertrand Candelon et Amadou N.R. Sy

**Le déclassement de la dette publique peut se répercuter à travers les pays et marchés financiers**

LA RÉCENTE crise de la dette souveraine européenne s'est concentrée sur quelques pays mais elle a eu des conséquences sur les marchés financiers de toute la zone euro. Après l'abaissement de la note de pays tels que la Grèce, l'Irlande, le Portugal ou l'Espagne, les écarts de taux sur la dette souveraine se sont accentués, le coût de l'assurance de la dette souveraine (mesuré par les marges des contrats sur risque de défaut, les CDS) a augmenté et les marchés boursiers bien au delà des pays directement touchés ont été sous pression (voir graphique).

Un débat s'est ainsi engagé sur le rôle des agences de notation en temps de crise et sur l'interdépendance des marchés financiers. On s'est intéressé en particulier aux changements de la notation des dettes souveraines, laquelle est censée mesurer le degré de solvabilité d'un État, et aux effets de contagion que ces changements peuvent avoir sur les autres pays ou marchés dans un environnement très intégré tel que la zone euro, composée de seize économies européennes.

Le resserrement des liens financiers entre les économies européennes ces dix dernières années offre des conditions exceptionnelles pour analyser les effets sur les marchés financiers des annonces relatives à la notation, même si cette question ne concerne pas uniquement l'Europe. Le débat actuel sur les agences de notation rappelle celui qui eut lieu lors de la crise financière asiatique de 1997-98 pendant laquelle les problèmes de dette souveraine se transmettaient d'une économie à l'autre.

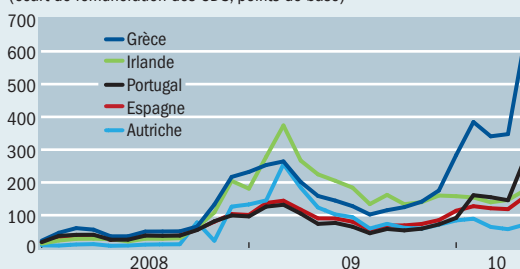
Il y a malheureusement très peu d'études sur la propagation des effets des annonces de notation. Gande et Parsley (2005) ont montré, à l'aide de données relatives aux écarts de rendement des obligations sur les marchés

émergents de 1991 à 2000, que la baisse de la note d'un pays a un impact négatif sensible sur les écarts de rendement des obligations souveraines d'autres pays. Sur les marchés financiers plus intégrés, la probabilité est grande que l'abaissement de la note des obligations d'un pays ait des effets au-delà des marchés obligataires. Des études récentes (par exemple Ehrmann, Fratzscher et Rigobon, 2010) sur la transmission des chocs d'un marché ou d'un pays à un autre mettent en évidence des effets de contagion internationale de grande ampleur tant à l'intérieur d'une même classe d'actifs que d'une classe à une autre, qui touchent par exemple les marchés monétaire, obligataire ou boursier et les taux de change.

Kaminsky et Schmukler (2002) avancent certains éléments montrant que les variations de la note et des perspectives d'endettement des États influent sur les marchés financiers des pays émergents. Ils constatent que la note attribuée aux États influence non seulement les instruments concernés, à savoir les obligations, mais aussi les actions.

## La peur se propage

Lorsque la note de la Grèce a été abaissée au début de l'année 2010, non seulement le coût de l'assurance de la dette grecque a augmenté, mais la dette de pays dont la note n'avait pas été abaissée a subi le même sort. (écart de rémunération des CDS, points de base)



Source : DataStream.

Note : Un contrat sur risque de défaut (credit default swap – CDS) est un contrat par lequel l'acheteur règle au vendeur l'équivalent d'une prime d'assurance, appelée marge, qui garantit le remboursement d'une dette donnée en cas de défaillance de l'emprunteur. Les CDS sont souvent achetés par les créanciers mais il n'est pas obligatoire que les parties au CDS soient impliquées dans la transaction sous-jacente. Un point de base est égal à 1/100<sup>e</sup> de point de pourcentage.

Nous analysons l'effet des annonces de notation sur le marché des CDS en examinant aussi systématiquement les risques de contagion sur d'autres marchés d'actifs (Arezki, Candelon, et Sy, 2010). Nous avons établi une base de données portant sur la période 2007–10 et comprenant les marges quotidiennes des CDS sur les dettes souveraines en Europe ainsi que les indices boursiers, avec des sous-indices pour les valeurs bancaires et d'assurance.

Nous cherchons ainsi à appréhender l'effet des annonces faites par les agences de notation tout en tenant compte de l'interdépendance structurelle des marchés financiers, ce qui nous permet d'identifier les marchés et pays touchés par l'annonce de l'abaissement d'une note souveraine. De plus, nous pouvons isoler la propagation de l'effet de ces annonces sur diverses classes d'actifs dans différents pays, en neutralisant la propension des fortes fluctuations à être suivies de fluctuations similaires.

Notre principale conclusion est que l'abaissement de la note d'un pays a des répercussions non seulement sur son propre marché financier mais aussi sur ceux d'autres pays de la zone euro. La direction et l'ampleur de cet effet dépend de l'origine de l'information. Ainsi, l'abaissement de la note de la Grèce a touché systématiquement tous les pays de la zone euro, fait monter le coût de l'assurance des dettes souveraines, tel qu'indiqué par les marges des CDS, et exercé une pression sur les marchés boursiers même lorsque les notes des autres pays restaient inchangées. En revanche, l'abaissement de la note des pays d'Europe orientale n'a de conséquences que sur les pays de la zone euro avec lesquels ils ont des liens financiers.

La nature de l'interdépendance entre les performances du marché boursier et le coût de l'assurance contre le défaut de paiement (marges des CDS) varie d'un pays à l'autre. Cela semble indiquer que les annonces de notation peuvent influencer les économies de différentes manières et que les points d'entrée peuvent différer d'un pays à l'autre. Ainsi, en Espagne, l'augmentation des marges des CDS sur la dette souveraine a provoqué une chute de l'indice boursier, y compris les sous-indices bancaires et d'assurance. Mais les variations de l'indice boursier n'y ont pas provoqué de modification importante des marges des CDS sur la dette souveraine. À l'inverse, aux Pays-Bas, l'amélioration du marché boursier a provoqué une réduction des marges des CDS. En Italie, le lien est bidirectionnel : l'amélioration du marché boursier a provoqué une diminution des marges des CDS et l'augmentation de ces marges a eu un effet négatif sur les actions. L'interdépendance entre les marchés d'un même pays n'est pas partout la même, ce qui peut s'expliquer par les différences structurelles entre pays, y compris le poids du secteur public.

Le type d'information a aussi son importance. En règle générale, les agences de notations annoncent à l'avance leur intention de réviser une note. Ainsi, les trois principales, à savoir Fitch, Moody's et Standard & Poor's (S&P) ont toutes recours à une notification de « perspectives négatives » pour signaler le risque de révision à la baisse dans les deux années à venir (un an pour les produits spéculatifs). En moyenne, l'effet d'une révision à la baisse sur les marges des CDS est plus prononcé que celui d'une révision des perspectives (qui ne modifie pas la note mais annonce une modification possible à l'avenir).

Les marchés financiers sont peut-être myopes dans la mesure où ils se concentrent exclusivement sur les révisions à la baisse.

La révision à la baisse de la note d'un pays peut donner des informations sur d'autres pays, par exemple sur les liens financiers. Elle peut aussi inciter les acteurs d'un marché à réévaluer les fondamentaux d'autres pays aux caractéristiques similaires, comme les déficits budgétaires ou le taux d'endettement, ou déclencher un comportement grégaire. Les réactions moins uniformes aux révisions de perspectives sont peut-être liées aux agences de notation elles-mêmes : soit le marché ne comprend pas le message de l'agence lorsqu'elle donne son avis sur l'avenir, soit il n'accorde pas de valeur à cet avis et ne réagit donc pas.

L'explication est peut-être plus simple encore. Dans un système où l'investissement obéit à des règles strictes, les investisseurs détenteurs de titres de dette souveraine peuvent être contraints de vendre en cas de révision à la baisse de la note mais pas en cas de révision des perspectives. De même, une réglementation fondée sur la notation limite la liberté d'action de la Banque centrale européenne : elle doit refuser tout titre de dette dont la note vient d'être abaissée comme garantie d'un prêt à un établissement financier, mais elle peut l'accepter si seules les perspectives ont été révisées.

De plus, l'agence faisant l'annonce est plus importante encore que l'annonce elle-même. L'effet d'une révision des perspectives par S&P a plus de chances de se propager au-delà des frontières du pays concerné que celle des deux autres grandes agences. En revanche, une révision à la baisse des notes de Moody's et Fitch a plus d'effets au-delà des frontières que celle de S&P. Les marchés financiers réagissent différemment selon l'origine des annonces, peut-être pour des raisons de crédibilité. Cela peut également s'expliquer par les différentes stratégies de communication des agences.

L'observation de ces effets de contagion montre bien que les mauvaises nouvelles circulent vite mais que les modalités de propagation sont complexes. Les nouvelles peuvent se propager rapidement d'un pays à un autre ou d'un marché à un autre, avec des effets divers. La complexité des modes de transmission rend encore plus délicates la réglementation et la surveillance. Il est donc essentiel que les autorités de réglementation comprennent comment les mauvaises nouvelles circulent et ce qui en résulte. ■

*Rabah Arezki et Amadou N.R. Sy sont respectivement économiste et chef de division adjoint à l'Institut du FMI. Bertrand Candelon est professeur d'économie monétaire internationale à l'université de Maastricht.*

---

#### Bibliographie :

Arezki, Rabah, Bertrand Candelon, and Amadou Sy, 2010, "Sovereign Ratings News and Financial Markets Spillover" (unpublished; Maastricht, Netherlands: Maastricht University) and forthcoming IMF Working Paper.

Ehrmann, Michael, Marcel Fratzscher, and Roberto Rigobon, 2010, "Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission," *Journal of Applied Econometrics*, doi: 10.1002/jae.1173.

Gande, Amar, and David Parsley, 2005, "News Spillovers in the Sovereign Debt Market," *Journal of Financial Economics*, Vol. 75, No. 3, p. 691–734.

Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler, 2002, "Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?" *World Bank Economic Review*, Vol. 16, No. 2, p. 171–95.