

# FLASH ÉCONOMIE

## RECHERCHE ÉCONOMIQUE

28 juillet 2011 – N° 586

### Quelle est la part quantitative de la notation souveraine de S&P ?

*Nous avons essayé de répliquer la nouvelle méthodologie de S&P en prenant en compte seulement les éléments quantitatifs de leurs critères d'évaluation des notations souveraines. Cet exercice révèle sur un échantillon de plus d'une trentaine de pays émergents et développés que la part quantitative donc « mesurable » des ratings explique 87% de leur notation souveraine. Au-delà des ajustements qualitatifs au sein de chaque score, la note finale peut aussi être modifiée en fonction de plusieurs cas de figure : liquidité externe très faible, situation fiscale trop fragile, position nette extérieure du secteur public largement excédentaire, fort risque politique et poids de la dette élevé, risque de rééchelonnement de la dette...*

*Pourtant, parmi les pays étudiés plusieurs enseignements peuvent être tirés :*

- *La partie quantitative est en moyenne à l'origine de 90% de la notation des marchés émergents. La plupart de ces pays pâtissent toutefois d'un ajustement qualitatif défavorable en raison de leurs incidents de paiements passés. Le seul pays a priori « surnoté » est la Chine. La prise en compte de l'importante capacité de financement du gouvernement chinois justifie néanmoins leur vue sur ce souverain.*
- *La partie quantitative explique en moyenne 82% de la notation des marchés développés. Si l'on regarde seulement cet aspect les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la France perdraient leur AAA. L'Italie, le Portugal et l'Espagne seraient aussi dégradés. En revanche, la plus mauvaise note dans le cas de l'Irlande et la Grèce est en lien avec leurs passifs contingents auquel pourrait s'ajouter le risque de rééchelonnement de la dette pour cette dernière.*

RECHERCHE ECONOMIQUE

Rédacteur :

Juan Carlos RODADO

### Les agences de notation sont sous surveillance...

Les agences de notation demeurent au cœur du système financier malgré la pluie de critiques qu'elles subissent : pro-cyclicité des notations, manque de réactivité et de transparence, conflits d'intérêts...

Les fameuses notes « censées » refléter la capacité de paiement des économies jouent en effet un rôle prépondérant :

- Sur le plan réglementaire : l'exigence des fonds propres des banques est liée à la qualité des actifs qu'elles détiennent ou financent.
- Sur le plan normatif : la détention de certains actifs dépend de leur rating dans le cas de nombreux fonds, notamment souverains ou fonds de pension.
- Sur le plan décisionnel : les investisseurs intègrent les ratings dans leurs modèles de *pricing* pour déterminer la performance de leurs actifs.

Alors que les agences sont sous surveillance des instances internationales, des marchés et des médias et que la piste d'une agence de notation européenne voire multilatérale est explorée, nous essayons de répliquer la nouvelle méthodologie de S&P<sup>1</sup> afin d'identifier quelle est la part quantitative, donc mesurable de leurs ratings souverains (**tableau 1**).

Nous classons plus d'une trentaine de pays (émergents et développés) selon leur grille de lecture des risques dans une tentative de rendre transparente leur méthodologie.

Tableau 1. Echelle S&P : définitions des notes		
Catégorie Investissement	<b>AAA</b>	La plus haute note attribuée par Standard & Poor's. L'aptitude à payer les intérêts et à rembourser le capital est extrêmement forte.
	<b>AA</b>	L'aptitude à faire face au paiement des intérêts et du capital reste très forte et ne diffère que dans une faible mesure de celle de la catégorie AAA.
	<b>A</b>	Forte capacité au paiement des intérêts et du capital, mais une certaine sensibilité aux effets défavorables des changements de circonstances ou de conditions économiques.
	<b>BBB</b>	Capacité encore suffisante au paiement des intérêts et du capital, mais des conditions économiques défavorables ou une modification des circonstances sont davantage susceptibles d'affecter l'aptitude au service normal de la dette.
Catégorie spéculative	<b>BB</b>	Le paiement à l'échéance présente une incertitude du fait de la vulnérabilité de l'émetteur à des conditions défavorables sur les plans économique et financier.
	<b>B</b>	La vulnérabilité de l'émetteur à des conditions défavorables sur les plans économique et financier est plus importante que pour la catégorie BB; l'émetteur peut néanmoins toujours faire face à ses engagements.
	<b>CCC</b>	Le paiement à l'échéance est douteux et dépend de conditions favorables sur les plans économique et financier.
	<b>CC/C</b>	Le paiement à l'échéance est extrêmement douteux et très dépendant de conditions économiques et financières favorables.
	<b>D/SD</b>	Déjà en défaut de paiement des intérêts ou du principal, sauf si, un délai de grâce étant prévu, le règlement avant expiration de ce délai est probable. L'attribution d'un "D" indique que le défaut sera général ou du moins substantiel. L'attribution d'un "SD" indique que le défaut constaté ne remet pas en cause le service normal d'autres engagements.
	<b>+ ou -</b>	Les notes de "AA" à "CCC" incluses peuvent être modifiées par l'adjonction du signe "+" ou "-" afin de préciser leur position relative dans l'échelle de notes.
	<b>Perspective</b>	Les notes à long terme sont assorties, selon les cas, d'une perspective "stable", "positive" ou "négative". La perspective a pour but d'indiquer l'évolution potentielle des notes dans les deux ou trois ans à venir, sans présenter toutefois un caractère certain.

Source : S&P, NATIXIS

<sup>1</sup> Voir à ce propos le document du 30 juin 2011 « Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions ».

### ...ce qui nous amène à décortiquer la méthodologie de S&P

Le système de notation développé par S&P depuis 1975<sup>2</sup> mesure le risque de crédit à partir d'une panoplie de critères quantitatifs et qualitatifs. La notation souveraine des 126 pays sous revue découle d'un système de scoring qui repose sur cinq facteurs clés :

- **score politique** : mesure l'efficacité institutionnelle et le risque politique ;
- **score économique** : intègre la structure économique et les perspectives de croissance ;
- **score extérieur** : analyse la position nette d'investissement et la liquidité externe ;
- **score fiscal** : met en exergue la performance fiscale et sa flexibilité ainsi que le poids de la dette ;
- **score monétaire** : examine le financement et la flexibilité monétaire

Ces éléments sont regroupés en deux critères majeurs : le profil politico-économique ainsi que la performance et la flexibilité des économies. Les deux critères sont associés à des notes allant de 1 pour la meilleure performance et 6 pour la plus risquée. Le **tableau 2** montre les différentes configurations possibles. Dans ces conditions, nous procédons donc à un examen détaillé de la méthodologie de S&P.

		Profil politico-économique											
		Supérieur	Extrêmement fort	Très fort	Fort	Modérément fort	Intermédiaire	Modérément faible	Faible	Très faible	Extrêmement faible	Risqué	
		Score	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
Flexibilité et performance	Extrêmement forte	1,0-1,7	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	A+	A	A-	BBB+		
	Très forte	1,8-2,2	AAA	AAA	AA	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-
	Forte	2,3-2,7	AAA	AA+	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	B+
	Modérément forte	2,8-3,2	AA+	AA	AA-	A+	A-	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+
	Intermédiaire	3,3-3,7	AA	AA-	A+	A	BBB+	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B
	Modérément faible	3,8-4,2	AA-	A+	A	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B
	Faible	4,3-4,7	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	B-
	Très faible	4,8-5,2		BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-
	Extrêmement faible	5,3-6,0		BB+	BB	BB-	B+	B	B	B-	B-	CCC/CC	CCC/CC

Sources : S&P, NATIXIS

### 1/ Score politique

Le score politique résume l'efficacité des institutions face à des chocs politiques ou économiques. L'appréciation de ce critère purement qualitatif dépend d'abord de l'efficacité et de la prédictibilité des politiques, puis dans un deuxième temps de l'indépendance, de la transparence et de la responsabilité des institutions (**tableau 3**).

Les notes sont ensuite ajustées qualitativement en cas d'incidents de paiement sur la dette ou de persistance des risques en matière de sécurité. Les analystes de S&P s'appuient par ailleurs sur de nombreuses bases de données afin d'évaluer le score politique (Transparency International, World Bank, EIU...). Afin de rendre quantifiable ce score, nous faisons la moyenne du classement de six indicateurs composites de gouvernance de la Banque Mondiale<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> Au départ l'agence notait seulement les États-Unis et le Canada. Le nombre de pays notés est passé de 35 en 1990 à 83 en 2000..A l'heure actuelle, près de 126 pays sont notés.

<sup>3</sup> 1/ La stabilité de politique et l'absence de violence 2/ La qualité réglementaire 3/ L'efficacité du gouvernement 4/ Le respect de l'État de droit 5/ Le contrôle de la corruption 6/ La voix et la responsabilisation.

Tableau 3 : Evaluation du score politique (1 = plus fort, 6=plus faible)

Score	Facteur primaire: efficacité et prévisibilité de l'action publique et des institutions politiques	Facteur secondaire: transparence et imputabilité des institutions, des données, et des processus
1	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Elaboration proactive des politiques assurant les conditions à la croissance économique, ainsi que l'expérience solide dans la gestion des crises financières et économiques.</li> <li>• Capacité et volonté à mettre en œuvre des réformes dans le but d'assurer la soutenabilité des finances publiques sur le long terme.</li> <li>• Forte probabilité que les institutions et les politiques publiques restent stables sur le long terme assurant la prévisibilité des réponses aux futures crises.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Procédures de contrôles et de contreponds entre les institutions.</li> <li>• Application impartiale des contrats et respect de la règle de droit.</li> <li>• Libres flux d'informations dans la société et débat ouvert sur les décisions politiques.</li> <li>• Données sur les finances publiques et informations statistiques fiables et opportunes.</li> </ul>
2	<p>Par rapport au score 1, l'un des facteurs suivants s'applique:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• En général, historique solide mais plus court des politiques publiques assurant la soutenabilité des finances publiques et la croissance économique équilibrée.</li> <li>• Plus faible capacité de la mise en œuvre des réformes à cause du processus décisionnel lent ou complexe.</li> <li>• Changements dans l'environnement politique ou dans le cadre institutionnel qui remettent en question la capacité de soutenir les finances publiques sur le long terme.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• En général, procédures de contrôles et de contreponds entre les institutions</li> <li>• Application impartiale des contrats et respect de la règle de droit.</li> <li>• Libres flux d'informations dans la société mais certaines décisions politiques étant exclues du débat ouvert.</li> <li>• En général, données sur les finances publiques et informations statistiques fiables et opportunes.</li> </ul>
3	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Processus d'élaboration des politiques généralement efficace au cours des dernières années, promouvant la soutenabilité des finances publiques et la croissance économique équilibrée. Les changements politiques sont néanmoins possibles à cause des changements d'administration.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Développement des procédures de contrôles et de contreponds entre les institutions.</li> <li>• En général, l'application impartiale des contrats et respect de la règle de droit.</li> <li>• Informations statistiques potentiellement moins opportunes que dans les catégories précédentes ou soumise aux révisions matérielles.</li> <li>• Flux d'informations dans la société et débat ouvert sur les décisions politiques potentiellement limitées.</li> </ul>
4	<p>Soit:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Choix politiques qui peuvent affaiblir le maintien de la soutenabilité des finances publiques et de la croissance économique équilibrée.</li> <li>• Prévisibilité limitée des futures politiques publiques à cause des changements institutionnels récents, l'environnement politique très polarisé, le haut degré de centralisation du processus décisionnel ou le processus de succession douteux.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Procédures de contrôles et de contreponds entre les institutions, application des contrats et respect de la règle de droit plus douteux que dans les catégories précédentes.</li> <li>• Transparence relativement faible à cause des interventions des institutions politiques dans la diffusion de l'information.</li> </ul>
5	<p>Soit:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Choix politiques qui vont affaiblir la capacité et la volonté à assurer la soutenabilité des finances publiques et le service de la dette.</li> <li>• Risque élevé de défis pour les institutions politiques, potentiellement impliquant le conflit domestique résultant des demandes de plus haut degré de participation économique ou politique de la part de la population, ou des défis considérables de nature ethnique ou religieuse pour la légitimité des institutions politiques.</li> <li>• Prévisibilité limitée des futures politiques publiques à cause l'environnement politique très polarisé, le haut degré de centralisation du processus décisionnel ou le processus de succession douteux.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Application des contrats et respect de la règle de droit non assurés.</li> <li>• Transparence déficiente, à cause d'au moins un des facteurs suivants: la perception modérée/ forte de la corruption, manque de données, ou interventions des institutions politiques dans la diffusion de l'information.</li> </ul>
6	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Institutions politiques faibles résultant en environnement politique incertain dans des périodes de tensions, y compris la capacité et la volonté du service de la dette réduites.</li> <li>• Risque considérable de crise des institutions politiques, y compris un conflit domestique considérable.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Application des contrats et respect de la règle de droit non assurés.</li> <li>• Transparence déficiente, à cause d'au moins un des facteurs suivants: fréquentes révisions matérielles des données, forte perception de la corruption, manque de données, ou flux d'information opprimés.</li> </ul>

Source : S&amp;P, NATIXIS

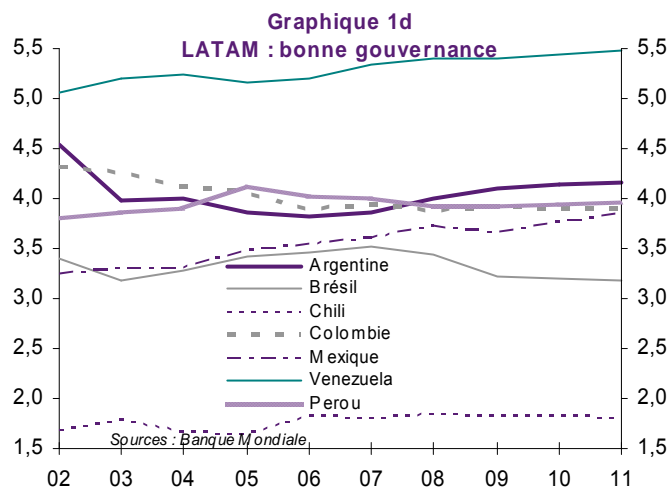
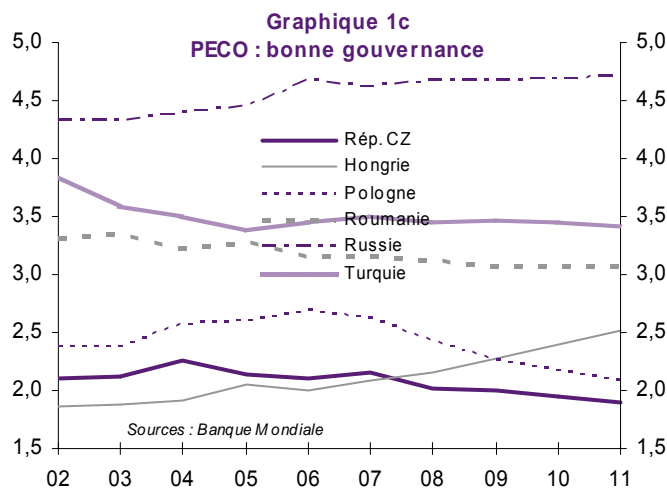
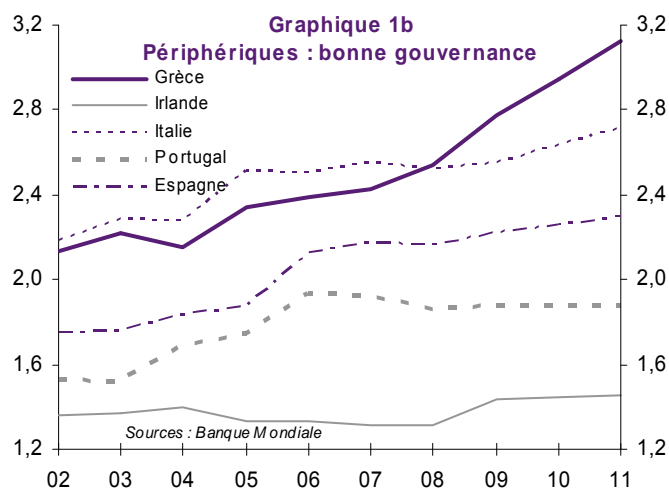
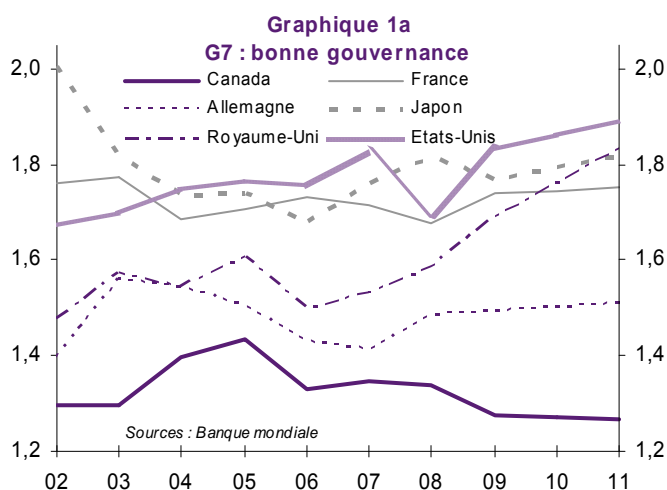
Nous translatons ensuite ces classements en notes allant de 1 à 6 pour la plus mauvaise gouvernance. Même si cet indicateur s'arrête en 2009, il a le mérite d'englober un concept plus large et riche comme l'est la gouvernance, de permettre de comparaisons parmi 213 pays et d'être facilement accessible<sup>4</sup>.

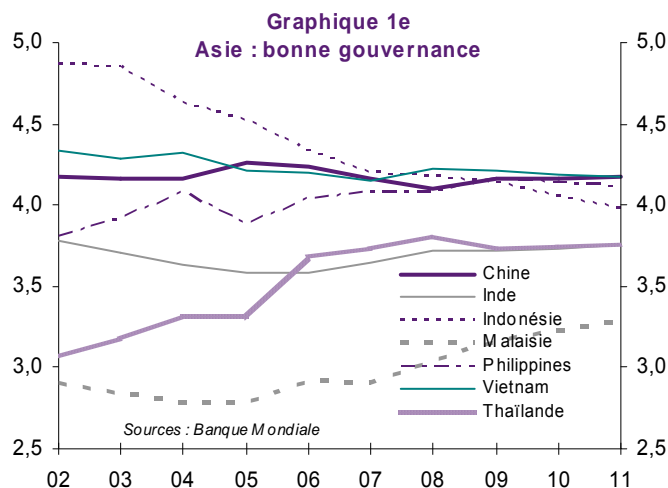
<sup>4</sup> <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>

Etant donné que notre objectif est de reconstituer la méthodologie, nous avons appliqué le taux de croissance de la gouvernance sur la période 2004-2009 aux années 2010 et 2011. Nous sommes bien évidemment conscients de la limite de cette approche qui extrapole le passé en particulier lorsque des changements de majorité ont eu lieu.

Les **graphiques 1a-1e** montrent l'évolution et les différents niveaux de gouvernance :

- Comme attendu la gouvernance des pays développés G7 et périphériques est globalement meilleure que celles des marchés émergents. Cependant, les disparités au sein de zone et les évolutions sont particulièrement contrastées.
- Le Canada, l'Allemagne et l'Irlande enregistrent les meilleures performances parmi les marchés développés. La Grèce affiche quant à elle une nette dégradation de sa gouvernance depuis 2002 et se situe désormais sur des niveaux plus proches des marchés émergents que des marchés développés.
- Les marchés émergents enregistrent aussi des fortes disparités. La maturité institutionnelle du Chili, de la Rép. CZ ou de la Pologne contraste nettement avec celle du Venezuela ou la Russie.





## 2/ Score économique

Le point de départ de S&P afin d'établir le score économique est une grille qui associe PIB par tête et des éléments susceptibles d'influencer positivement ou négativement le score économique. En effet, plus un pays est riche, moins sa probabilité implicite de défaut est élevée si ses perspectives de croissance sont bonnes et son profil de croissance équilibré. Les notes comme dans le cas de la gouvernance oscillent entre 1 et 6 pour le plus faible PIB par tête (**tableau 4a**).

Tableau 4a. Evaluation du score économique						
PIB par tête (USD)	Plus de 35000	25000-35000	15000-25000	5000-15000	1000-5000	Moins de 1000
Score initial	1	2	3	4	5	6
<b>Facteurs d'ajustement positif</b>			<b>Facteurs d'ajustement négatif</b>			
<p>Les facteurs suivants augmentent le score initial d'une catégorie:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Une monnaie sous-évaluée suggère que la catégorie PIB par tête sous-estime la prospérité. Ce serait le cas si, par exemple, un pays avec un taux de change non déterminé par le marché enregistre un surplus du compte courant soutenu et un niveau des réserves utilisables important (plus de 12 mois de paiements du compte courant).</li> <li>• Une croissance économique supérieure à la moyenne de ses pairs, mesurée par une croissance réelle tendancielle systématiquement au dessus de la médiane de celle des pays de la même catégorie de PIB par tête (typiquement en dessus de 1,5% pour le score initial de '2', 4% pour le score initial de '3' et '4', et 6% pour le score initial de '5' et '6').</li> </ul>			<p>Les facteurs suivants dégradent le score initial d'une catégorie:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Une monnaie sur-évaluée suggère que la catégorie PIB par tête sur-estime la prospérité. Ce serait le cas si, par exemple, un pays avec un taux de change non déterminé par le marché enregistre un déficit du compte courant soutenu.</li> <li>• Une croissance économique inférieure à la moyenne de ses pairs, mesurée par une croissance réelle tendancielle systématiquement en dessous de la médiane de celle des pays de la même catégorie de PIB par tête (typiquement en dessous de 0,5% pour le score initial de '1' et '2', 1% pour le score initial de '3' et '4', et 1,5% pour le score initial de '5').</li> <li>• Une croissance économique basée surtout sur la croissance rapide du crédit domestique au secteur privé et des prix des actifs ajustés de l'inflation, ce qui suggère une bulle alimentée par le crédit.</li> <li>• Economie très concentrée ou volatile, ce qui résulte, par exemple, de la dépendance du pays à une industrie cyclique (représentant plus de 20% du PIB). Cet ajustement n'est pas appliqué si le score initial est '5' ou '6', ou pour le souverain qui dispose des actifs liquides assez larges pour absorber les chocs (position nette des actifs de l'administration publique dépasse 50% du PIB).</li> </ul>			
Le score économique égale le score initial ajusté de maximum deux catégories au dessus ou en dessous, selon les critères décrits ci dessus.						

Sources : S&P, NATIXIS \*(1=plus fort, 6=plus faible)

Le score initial va ensuite être ajusté d'une catégorie en fonction des perspectives de croissance des pays par rapport à la médiane de ceux qui appartiennent au même groupe de PIB par tête. Les perspectives de croissance découlent d'une analyse sur 10 ans du PIB par tête réel reparti en 6 années d'historique, la prévision de l'année en cours et sur les trois prochaines années. Pour calculer cet indicateur nous avons privilégié les données WEO du FMI tout comme leurs prévisions sur 183 pays.

Cette analyse est complétée par une évaluation de la sur/sous-évaluation de la richesse d'une économie. Les pays exerçant des contrôles de capitaux et affichant des déficits courants soutenus sont dégradés. Ce critère s'applique au Vietnam parmi notre échantillon (**tableau 4b**). A l'inverse, la note des pays enregistrant d'importants excédents courants et réserves de change dans le cadre d'un régime de change non-déterminé par le marché, est relevée à l'image de la Chine (sous évaluation du change).

**Tableau 4b. Score économique**

	PIB par tête (USD)	Score	PIB réel sur 10 ans (GA, %)	Mediane du groupe (GA, %)	Impact sur le score	Score final
Pologne	13079	4	7,15	4,01		4
Hongrie	13370	4	0,44	4,01	-	5
Rép. CZ	20738	3	7,62	4,01		3
Roumanie	8157	4	7,64	4,01		4
Turquie	11054	4	1,92	4,01	-	5
Russie	13543	4	8,65	4,01	+	3
Argentine	11169	4	4,42	4,01		4
Brésil	12423	4	10,36	4,01	+	3
Chili	13294	4	6,20	4,01		4
Colombie	6685	4	6,83	4,01		4
Mexique	10638	4	1,57	4,01	-	5
Perou	5593	4	7,46	4,01		4
Venezuela	9886	4	-15,58	4,01	-	5
Chine	4833	5	13,45	2,60	+	3*
Inde	1382	4	4,06	2,60		4
Indonésie	3465	5	7,21	2,60		5
Malaisie	8624	4	5,73	4,01		4
Philippines	2117	5	4,22	2,60		5
Thaïlande	5174	4	6,73	4,01		4
Vietnam	1327	5	2,66	2,60		6**
Etats-Unis	48666	1	0,72	2,26	-	2
Canada	50265	1	4,00	2,26	+	1
Royaume-Uni	39459	1	-0,12	2,26	-	2
Japon	45659	1	3,14	2,26		1
Allemagne	43205	1	1,83	2,26		1
France	43491	1	1,69	2,26	-	2
Italie	35985	1	0,68	2,26	-	2
Grèce	27716	2	1,20	2,26	-	3
Espagne	32176	2	1,36	2,26	-	3
Portugal	22157	3	1,09	4,01	-	4
Irlande	47751	1	0,39	2,26	-	2

So urces : S&P, WEO, NA TIXIS \*Score augmenté en raison d'une devise sous-évalué \*\*Score réduit en raison d'une devise sur-évalué

D'autre part, l'existence de bulles sur les prix des actifs est également considérée. Mais comme il s'agit d'un élément d'ordre qualitatif dans les analyses de S&P et dont les niveaux ne sont pas communiqués, nous les excluons de notre analyse.

A cela s'ajoute, le fait que la note peut aussi évoluer d'un cran selon le degré de diversification des économies ou de leur volatilité par rapport aux autres pays. L'important matelas de sécurité que s'est constitué la Russie (plus de 528,5 Mds USD en réserves de change) abrite ce pays d'une dégradation de son score en raison de ce critère.

### 3/ Score extérieur

Le score extérieur reflète la capacité d'une économie à générer des revenus pour honorer ses engagements extérieurs. S&P propose une grille pour les pays ayant une monnaie de réserve<sup>5</sup> (Etats-Unis, Royaume-Uni, Japon, France et Allemagne) ou une devise liquide sur le marché des changes<sup>6</sup> (Australie, Suisse, Canada, Hong Kong, Suède, Nouvelle Zélande, Corée du Sud, Norvège et Mexique, pays appartenant à la Zone Euro) et une autre grille pour les pays qui ne remplissent pas ces conditions (**tableau 5a**).

Tableau 5a. Evaluation du score extérieur (1=plus fort, 6=plus faible)							
		Souverain avec une monnaie de réserve	Souverain avec une monnaie négociée activement	Autres souverains: mesure de liquidité extérieure du pays			
				Besoin de financement sur recettes du compte courant + réserves mobilisables			
				Moins de 50%	50-100%	100-150%	plus de 150%
Mesure de l'endettement extérieur du pays : dette externe nette sur recettes du compte courant (%)	Moins de (50)%	1	1	1	1	1	2
	0-(50)%	1	1	1	1	2	3
	0-50%	1	2	1	2	3	4
	50-100%	2	2	2	3	4	5
	100-150%	2	3	3	4	5	5
	150-200%	3	4	4	5	5	6
	Plus de 200%	3	4	5	6	6	6
Facteurs d'ajustement positif				Facteurs d'ajustement négatif			
<p>Les facteurs suivants augmentent le score initial d'une catégorie :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Souverains présentant une position extérieure nette significativement plus forte. L'ajustement est appliqué quand la position nette des investissements internationaux est systématiquement supérieure à la dette externe nette de 100% des recettes du compte courant grâce aux importants actifs liquides du secteur privé non-financier.</li> <li>• Souverains avec une monnaie négociée activement qui enregistrent systématiquement un surplus du compte courant.</li> </ul>				<p>Les facteurs suivants dégradent le score initial d'une catégorie :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Pays exposés au risque de détérioration importante du financement externe résultant de: (i) réduction soudaine de la disponibilité du financement officiel, (ii) réduction soudaine des lignes interbancaires transfrontalières, (iii) perte soudaine des dépôts des non-résidents, (iv) changement soudain des IDE ou des investissements de portefeuille.</li> <li>• Pays exposés à une volatilité importante des termes de l'échange, mesurée par l'écart type du changement des termes de l'échange qui dépasse systématiquement 10% (à moins que le pays n'affiche pas la position extérieure nette des actifs de plus de 50% des recettes du compte courant pour compenser cette volatilité).</li> <li>• Pays où le faible niveau de la dette externe reflète des contraintes d'endettement.</li> <li>• Pays avec des données incohérentes.</li> <li>• Souverains avec une monnaie négociée activement qui enregistrent un déficit du compte courant élevé (systématiquement en dessus de 10% des recettes du compte courant) ou avec une dette externe à court terme importante (qui dépasse 100% des recettes du compte courant).</li> </ul> <p>Le facteur suivant dégrade le score initial de deux catégories :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Souverains avec une monnaie négociée activement qui enregistrent un déficit du compte courant très élevé (systématiquement au dessus de 20% des recettes du compte courant) .</li> </ul>			
Le score extérieur égale le score initial ajusté de maximum 2 catégories, selon les critères décrits ci-dessus.							

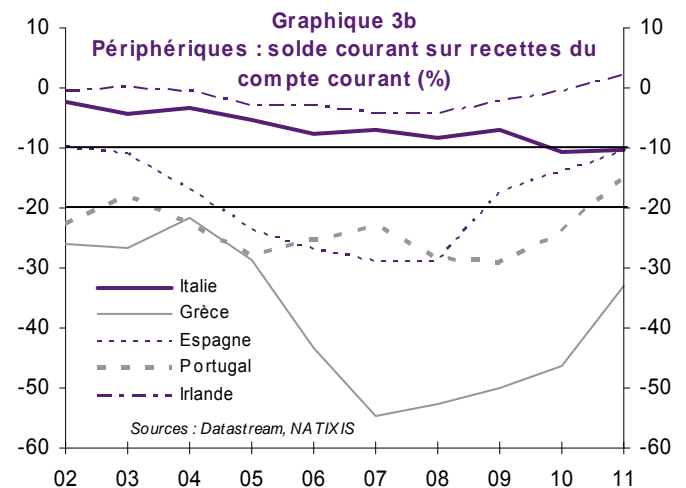
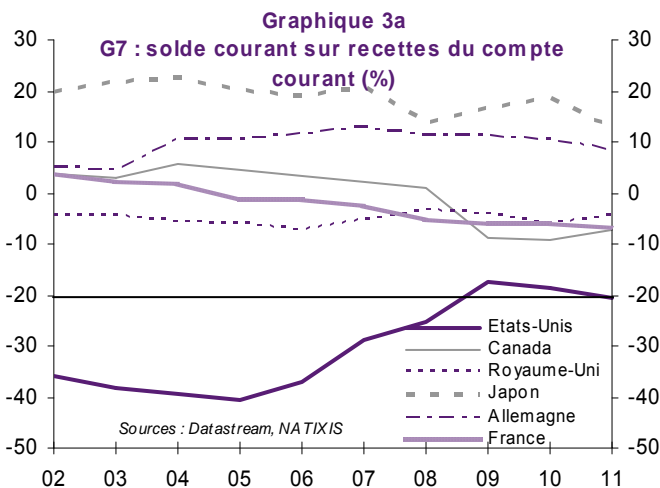
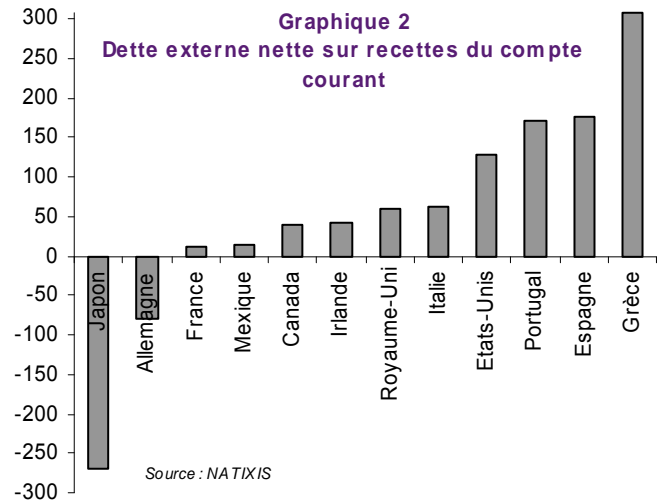
Sources : S&P, NATIXIS

<sup>5</sup> Plus de 3% des réserves mondiales allouées dans le rapport « Currency composition of official foreign exchange reserves » du FMI.

<sup>6</sup> La devise totalise plus de 1% du turnover sur le marché des changes selon le « Triennial central bank survey » de la BRI.



Le score extérieur du premier et deuxième groupe des pays est déduit du ratio dette externe nette sur recettes du compte courant<sup>7</sup> (**graphique 2**). Le score de ces pays peut être ensuite relevé ou baissé par rapport aux pays appartenant à leur même groupe en fonction de leur position nette extérieure ou balance courante (**graphiques 3a-3b**).

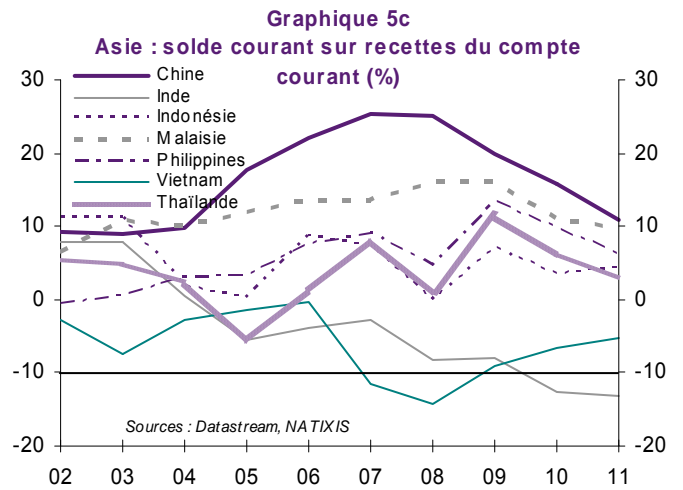
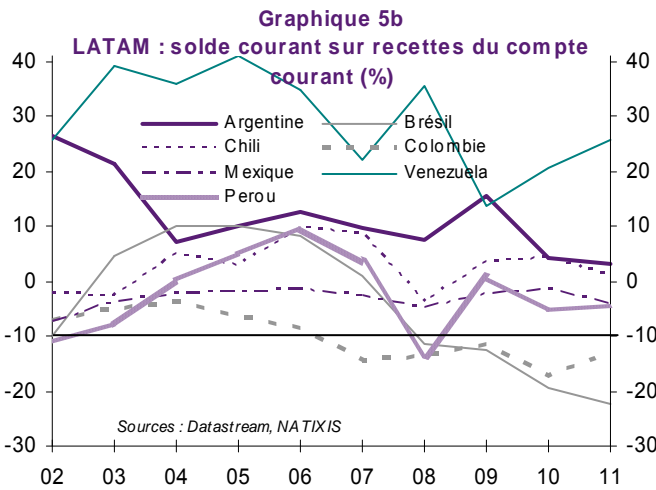
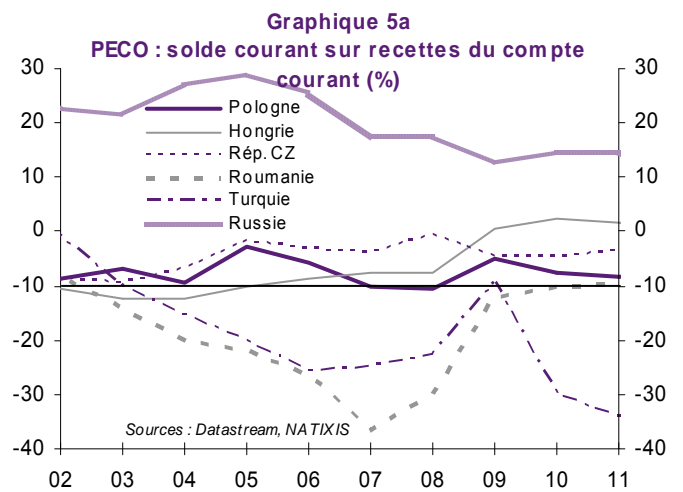
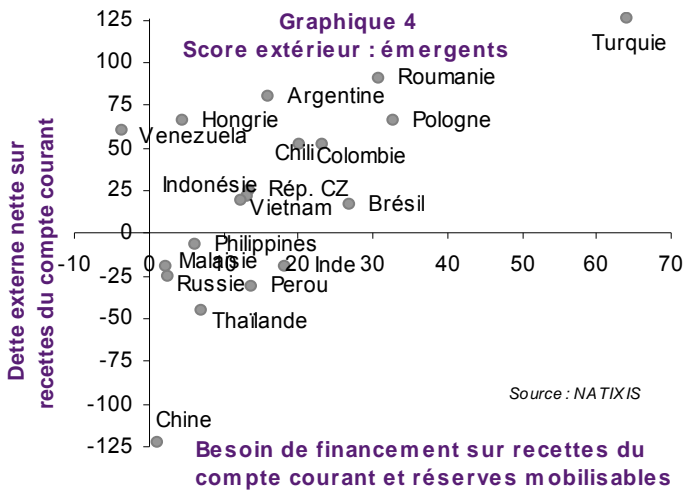


La note est aussi réduite lorsque les analystes anticipent une dégradation des conditions de financement pour diverses raisons, la fiabilité des données n'est pas bonne ou la volatilité des termes de l'échange est forte. Nous omettons ce critère puisqu'ils relèvent tous d'une logique qualitative à l'exception de la volatilité des termes de l'échange, plus facilement mesurable.

Le score pour les pays du troisième groupe, généralement des marchés émergents, combine le ratio dette externe nette sur recettes du compte courant comme dans le cas précédent avec le ratio besoin de financement sur recettes du compte courant plus réserves de change.

Par rapport aux deux premiers groupes ce ratio est plus large car le besoin de refinancement englobe non seulement le solde courant mais aussi la dette à court terme, les dépôts des non-résidents et l'amortissement de la dette externe à long terme. Nous calculons le besoin de refinancement en excluant les dépôts des non-résidents faute des données (**graphique 4**). La note est ajustée comme dans le cas précédent en fonction de la position extérieure et la balance courante des pays de notre échantillon (**graphiques 5a-5c**).

<sup>7</sup> Il s'agit des recettes provenant des exportations des biens et services, des revenus et des transferts courants.



Le **tableau 5b** résume les ajustements possibles. Parmi les économies émergentes les recettes du solde courant par rapport à l'ampleur du solde courant sont très faibles en Turquie et faibles au Brésil, Colombie et Inde. Nous diminuons d'une catégorie la note de ces pays.

Nous faisons de même pour l'Italie, le Portugal et l'Espagne et les Etats-Unis. La note de la Grèce est quant à elle réduite de deux catégories car le solde courant grec dépasse largement de 20% leurs recettes.

Tableau 5b. Score extérieur

	Score initial	Impact solde courant	Score final
Pologne	2		2
Hongrie	2		2
Rép. CZ	1		1
Roumanie	2		3
Turquie	4	-	5
Russie	1		1
Argentine	2		2
Brésil	1	-	2
Chili	2		2
Colombie	2	-	3
Mexique	1		1
Perou	1		1
Venezuela	2		2
Chine	1		1
Inde	1	-	2
Indonésie	1		1
Malaisie	1		1
Philippines	1		1
Thaïlande	1		1
Vietnam	1		1
Etats-Unis	2	-	4
Canada	2		2
Royaume-Uni	2		2
Japon	1	+	1
Allemagne	1	+	1
France	1		1
Italie	2	-	3
Grèce	4	--	6
Espagne	4	-	5
Portugal	4	-	5
Irlande	2		2

Sources : NATIXIS

**4/ Score fiscal**

Le score fiscal de S&P est fondé sur leur vue sur la soutenabilité des finances publiques (déficit et dette) couplée à la flexibilité fiscale des États (critère purement qualitatif), le risque de refinancement et les risques potentiels liés aux passifs contingents.

Le point de départ du score fiscal découle d'une matrice combinant la variation de la dette publique en % du PIB et l'appréciation qualitative de l'agence de notation sur la flexibilité fiscale du gouvernement (**tableaux 6a**). Cette dernière est fonction de plusieurs critères : étendue de la base fiscale, niveau de pression fiscale, capacité à mener des politiques contra cycliques, besoins en infrastructures...

Tableau 6a. Evaluation de la performance fiscale et du score fiscal*						
Variation de la dette publique en pourcentage du PIB	<0%	0%-3%	2%-4%	3%-5%	4%-7%	>6%
Score initial	1	2	3	4	5	6
Facteurs d'ajustement positif			Facteurs d'ajustement négatif			
<p>Les facteurs suivants augmentent le score initial d'une catégorie:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Gouvernements disposant d'actifs liquides importants, représentant plus de 25% du PIB.</li> <li>• Capacité des gouvernements à augmenter les recettes fiscales et/ ou à réduire les dépenses publiques à court terme, typiquement de plus de 3% du PIB. Ce facteur repose sur l'évaluation qualitative de la politique du gouvernement et de ses résultats; il prend en compte des barrières de nature constitutionnelle, politique ou administrative, ainsi que les conséquences économiques et sociales de telles mesures.</li> </ul>			<p>Les facteurs suivants dégradent le score initial d'une catégorie:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Assiette fiscale non-soutenable ou volatile qui peut stimuler la performance fiscale en dessus de la moyenne, mesurée par une part importante des recettes fiscales (plus de 25%) liée au secteur potentiellement volatile, tel que l'immobilier ou les matières premières.</li> <li>• Capacité limitée à augmenter les recettes publiques à court terme à cause des problèmes dans la collecte d'impôts, résultant de l'économie informelle ou d'une application de la loi limitée.</li> <li>• Insuffisances dans les services de base et les infrastructures (éducation, santé, standard de vie) créant des pressions temporaires sur les dépenses, ce qui peut être reflété par Human Development Index du PNUD 'moyen' ou 'bas' ainsi que les pressions sur les dépenses liées au vieillissement non résolues.</li> </ul>			
<p><b>Le score de la performance et de la flexibilité fiscale égale le score initial ajusté de maximum deux catégories en dessus ou en dessous, selon les critères décrits ci-dessus.</b></p>						

Sources : S&P, NATIXIS \*(1=plus fort, 6=plus faible)

S&P regarde la variation de la dette publique de l'année en cours et établit des prévisions sur trois ans. De notre côté, nous utiliserons les prévisions de dette publique du World Economic Outlook du FMI et essayons de placer les pays selon les critères qualitatifs de S&P.

Pour ce faire nous rendons quantifiables ces derniers en prenant des estimations (économie informelle, pression fiscale...) ou regardant des proxies comme les dépenses au titre de retraites pour la pression budgétaire liée au vieillissement de la population.

Bien qu'il s'agisse d'une analyse statique, le **tableau 6b** donne un bref aperçu de certains facteurs susceptibles d'influencer la note telle qu'elle est examinée par S&P. Globalement, les marchés émergents ont des systèmes fiscaux moins sophistiqués ce qui se traduit concrètement par un poids plus important de l'économie informelle (à l'exception notoire de l'Italie et la Grèce), une assiette fiscale relativement réduite et peu diversifiée, une dépense publique parfois contrainte par la corruption ou les pressions politiques et souvent d'importants besoins en infrastructure.

Tableau 6b. Evaluation flexibilité fiscale

	Variation dette publique (% du PIB)	Score initial (1-6)	Economie informelle (% du PIB)	Pression fiscale (% du PIB)	Perception de la corruption (classement 2010)	HDI Indice 2010	Dépenses au titre des retraites (% du PIB)	Score final (1-6)
Pologne	0,6	2,0	<b>26,0</b>	40,2	41	0,79	10,6	3,0
Hongrie	-1,8	1,0	23,7	<b>51,1</b>	50	0,80	9,1	2,0
Rép. CZ	1,7	2,0	17,0	41,0	53	0,84	7,7	2,0
Roumanie	1,1	2,0	<b>30,2</b>	33,3	69	0,77	ND	3,0
Turquie	-1,8	1,0	<b>29,1</b>	32,9	56	0,68	6,1	2,0
Russie	-0,2	1,0	<b>40,6</b>	37,2	<b>154</b>	0,72	ND	2,0
Argentine	-4,5	1,0	23,0	38,7	<b>105</b>	0,78	ND	2,0
Brésil	-0,8	1,0	<b>36,6</b>	36,3	69	0,70	ND	2,0
Chili	0,7	2,0	18,5	24,4	21	0,78	6,3	2,0
Colombie	-0,7	1,0	<b>33,5</b>	25,1	78	0,69	ND	2,0
Mexique	-0,3	1,0	<b>28,8</b>	23,0	<b>98</b>	0,75	1,4	2,0
Perou	-1,7	1,0	<b>53,7</b>	20,6	78	0,72	ND	2,0
Venezuela	1,6	2,0	<b>30,9</b>	34,9	<b>164</b>	0,70	ND	3,0
Chine	-0,9	1,0	11,9	20,9	78	<b>0,66</b>	ND	2,0
Inde	-1,3	1,0	20,7	<b>17,9</b>	87	<b>0,52</b>	ND	2,0
Indonésie	-1,4	1,0	17,9	<b>17,3</b>	<b>110</b>	<b>0,60</b>	ND	3,0
Malaisie	0,7	2,0	<b>29,6</b>	25,9	56	0,74	ND	3,0
Philippines	-0,9	1,0	<b>38,3</b>	<b>14,6</b>	<b>134</b>	<b>0,64</b>	ND	3,0
Thaïlande	-0,2	1,0	<b>48,2</b>	21,0	78	<b>0,65</b>	ND	3,0
Vietnam	-1,1	1,0	14,4	25,7	<b>116</b>	<b>0,57</b>	ND	3,0
Etats-Unis	5,3	5,0	8,4	30,5	22	0,90	10,3	5,0
Canada	-0,9	1,0	15,3	37,4	6	0,89	8,2	1,0
Royaume-Uni	3,5	4,0	12,2	37,3	20	0,85	9,9	4,0
Japon	6,6	6,0	10,3	31,7	17	0,88	11,7	6,0
Allemagne	-0,7	1,0	15,3	43,4	15	0,88	11,5	1,0
France	2,0	3,0	14,7	49,8	25	0,87	12,8	3,0
Italie	0,5	2,0	<b>26,8</b>	45,5	67	0,85	<b>15,5</b>	4,0
Grèce	5,2	5,0	<b>26,5</b>	42,6	78	0,85	12,3	6,0
Espagne	3,3	3,0	22,2	36,5	30	0,86	8,0	3,0
Portugal	5,3	5,0	23,0	40,9	32	0,79	11,3	5,0
Irlande	10,8	6,0	15,4	36,1	14	0,89	4,5	6,0

Sources : F. SCHNEIDER, WEO, Transparency International, Banque mondiale, PNUD, OCDE, NATIXIS

D'autre part, nous rappelons que le fardeau budgétaire lié au vieillissement de la population est également pris en compte<sup>8</sup>. Celui-ci relève néanmoins le plus souvent des marchés développés. Le score fiscal est complété par une analyse de la soutenabilité de la dette par rapport à son niveau, coût, structure et l'accès au financement des pays.

<sup>8</sup> Voir à ce propos le rapport de S&P intitulé « Global Aging 2010 : An Irreversible Truth »

Tableau 6c. Evaluation du score du poids de la dette\*

		Niveau de la dette				
		Dettes publiques nettes en pourcentage du PIB				
Coût de la dette	Service de la dette en pourcentage des recettes publiques	Moins de 30%	30% - 60%	60% - 80%	80% - 100%	Plus de 100%
	Moins de 5%	1	2	3	4	5
	5% - 10%	2	3	4	5	6
	10% - 15%	3	4	5	6	6
	Plus de 15%	4	5	6	6	6
Facteurs d'ajustement positif		Facteurs d'ajustement négatif				
<p>Pour les gouvernements dans la position nette de la dette, le score de la dette est meilleur d'une catégorie si les besoins de financement du gouvernement sont susceptibles d'être couverts par des fonds officiels pendant 2-3 ans.</p>		<p>Pour les gouvernements dans la position nette de la dette, le score est réduit d'une catégorie si au moins deux des facteurs suivants s'appliquent :</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Plus de 40% de la dette brute est libellé en devises étrangères, ou la maturité moyenne est moins de 3 ans.</li> <li>• Plus de 60% de la dette commerciale du gouvernement est détenue par les non-résidents.</li> <li>• Le profil du service de la dette est soumis à importantes variations.</li> <li>• La dette de l'administration centrale constitue une part importante du bilan du secteur bancaire domestique (plus de 20%).</li> </ul>				
Ajustement négatif par rapport au passif contingent:						
<p>Le score de la dette est diminué d'une catégorie si le passif contingent est considéré comme 'modéré', de deux catégories s'il est 'élevé', et de trois catégories s'il est 'très élevé'.</p>						
<p>Le score de la charge de la dette égale le score initial ajusté de maximum une catégorie en dessus ou de trois catégories en dessous, selon les critères décrits ci-dessus.</p>						

Sources : S&P, NATIXIS \*(1=plus fort, 6=plus faible)

Le point de départ est le croisement de la dette publique nette avec le service de la dette en % des recettes budgétaires. Ces données ne sont toutefois pas disponibles pour tous les pays ce qui ne nous empêche pas de les classer. En effet, un pays comme la Chine qui a une faible dette publique et d'importants actifs financiers aura un score de 1. Nous vérifions avec nos économistes la cohérence des seuils dans lesquels nous classons les pays lorsque les données ne sont pas disponibles. En revanche, nous omettons toute analyse de facteurs susceptibles d'influencer le score initial car certains éléments comme la volatilité du service de la dette n'ont pas été définis par l'agence de notation.

Tableau 6d. Score poids de la dette et performance fiscale

	Dette publique brute en % du PIB	Dette publique nette en % du PIB	Service de la dette (% des recettes)	Score Dette (1-6)	Score fiscal (1-6)	Score final (1-6)
Pologne	56,6	25,2	8,7	2,0	3,0	2,5
Hongrie	76,6	70,9	7,1	4,0	2,0	3,0
Rép. CZ	41,7		2,8	1,0	2,0	1,5
Roumanie	37,8		7,5	3,0	3,0	3,0
Turquie	39,4	32,7	7,4	3,0	2,0	2,5
Russie	8,5		1,8	1,0	2,0	1,5
Argentine	40,7		7,0	3,0	2,0	2,5
Brésil	65,7	40,0	14,9	4,0	2,0	3,0
Chili	10,9	-11,4	0,8	1,0	2,0	1,5
Colombie	36,3	29,6	7,7	2,0	2,0	2,0
Mexique	42,3	36,8		3,0	2,0	2,5
Perou	22,5		5,6	2,0	2,0	2,0
Venezuela	40,2		1,4	1,0	3,0	2,0
Chine	17,1			1,0	2,0	1,5
Inde	68,2		28,5	5,0	2,0	3,5
Indonésie	25,4		10,9	3,0	3,0	3,0
Malaisie	55,1		6,4	3,0	3,0	3,0
Philippines	47,0		20,0	5,0	3,0	4,0
Thaïlande	43,7		4,4	2,0	3,0	2,5
Vietnam	51,5	49,0	5,8	3,0	3,0	3,0
Etats-Unis	99,5	72,4	5,8	4,0	5,0	4,5
Canada	84,2	35,1	1,1	2,0	1,0	1,5
Royaume-Uni	83,0	75,1	8,2	4,0	4,0	4,0
Japon	229,1	127,8	4,5	5,0	6,0	5,5
Allemagne	80,1	54,7	4,8	2,0	1,0	1,5
France	87,6	77,9	5,1	4,0	3,0	3,5
Italie	120,3	100,6	9,9	6,0	4,0	5,0
Grèce	152,3	152,3	15,1	6,0	6,0	6,0
Espagne	63,9	52,6	4,5	2,0	3,0	2,5
Portugal	90,6	86,3	9,8	5,0	5,0	5,0
Irlande	114,1	95,2	9,1	5,0	6,0	5,5

Source : WEO, NATIXIS

Le score de la matrice du **tableau 6c** peut aussi subir des ajustements lorsque l'agence de notation identifie des passifs contingents. Ces derniers peuvent entraîner une dégradation jusqu'à de trois catégories du score initial. S&P définit le passif contingent comme toute obligation qui peut devenir un fardeau fiscal et diminuer la flexibilité fiscale. Nous omettons également ce critère puisque l'évaluation des passifs contingents (**tableau 6e**) comporte certains aspects qualitatifs.

Tableau 6e. Catégories du passif contingent

Evaluation du passif contingent repose sur la somme de:(estimation)	
<b>Catégories du passif contingent</b>	• Coûts de recapitalisation d'une crise systémique du secteur financier dans un scénario de stress
	• Soutien public aux entreprises non-financières du secteur public
	• Risque potentiel des autres garanties, et des autres passifs contingents non-budgétaires.
	Limité
	Modéré
Élevé	Moins de 30% du PIB
Très élevé	Entre 30% et 60% du PIB
	Entre 60% et 80% du PIB
	Plus de 80% du PIB

Sources : S&amp;P, NATIXIS

**5/ Score monétaire**

Le score monétaire reflète la capacité d'une autorité monétaire à soutenir la croissance et faire face aux chocs macro-financiers (**tableaux 7a-7c**). La note dépend de trois éléments-clés selon S&P :

- La capacité d'un souverain à utiliser sa politique monétaire pour faire face à des épisodes de stress économique en particulier par le biais du contrôle de la masse monétaire ou la liquidité domestique ;
- La crédibilité de la politique monétaire, mesurée par le contrôle de l'inflation ;
- L'efficacité dans la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Celle-ci est fonction de l'approfondissement et diversification du système financier et des marchés de capitaux.

Tableau 7a. Evaluation du score monétaire*					
Score initial	1	2	3	4	5
<b>a) Régime de change</b>					
<b>Régime de change</b>	Flottement libre	Flottement	Flottement ou flottement libre avec un historique court ou avec des effets des taux d'intérêt sur les flux de capitaux, ou ancrage non-conventionnel	Ancrage conventionnel ou ancrage en ligne avec la politique monétaire du pays hôte.	Caisse d'émission
<b>b) Crédibilité de la politique monétaire</b>					
<b>Indépendance opérationnelle de la banque centrale et objectifs</b>	Bilan solide et de longue date (plus de 10 ans) de pleine indépendance opérationnelle, les objectifs de la politique monétaire sont clairs. Large éventail d'instruments monétaires.	Bilan de pleine indépendance opérationnelle. Instruments monétaires fondés sur le marché.	Indépendance opérationnelle, mais l'historique plus court ou moins solide. Instruments monétaires fondés sur le marché mais recours plus systématique à l'instrument des réserves obligatoires.	Indépendance opérationnelle mais avec l'historique plus court et moins solide que dans les catégories en-dessus. Instruments monétaires fondés sur le marché mais leur efficacité incertaine dans les scénarios de chocs.	Indépendance opérationnelle est limitée soit par le mécanisme de transmission inefficace soit par la perception d'intervention politique.

\*majorité des sous-facteurs, le score est la moyenne de ces sous-facteurs. Le score initial peut être dégradé d'une ou de deux catégories selon les facteurs d'ajustement (tableau ci-dessous).



Tableau 7b. Evaluation du score monétaire					
Score initial	1	2	3	4	5
<b>c) Efficacité du mécanisme de transmission via système financier et marchés des capitaux</b>					
Ce sous-score est une moyenne des trois facteurs ci-dessous:					
<b>Le gouvernement central émet des montants importants des obligations en monnaie locale à taux fixe avec:</b>	Maturité originale > 20 ans, avec les taux déterminés par le marché et le marché secondaire actif.	Maturité originale >10 ans, avec les taux déterminés par le marché et le marché secondaire actif.	Maturité originale entre 5 et 10 ans, mais plus de la moitié de la dette est détenue par les banques domestiques ou par les entités du secteur public. Maturités peuvent être raccourcies en cas de la crise.	Maturité originale moins de 5 ans ou entre 5 et 10 ans, mais plus de la moitié de la dette est détenue par les banques domestiques ou par les entités du secteur public. Maturités peuvent être raccourcies en cas de la crise.	Maturité originale moins de 5 ans, mais la dette est majoritairement détenue par le système bancaire domestique, y compris la banque centrale, ou les émissions à taux fixe limitées.
<b>Créances domestiques en monnaie locale</b>	> 100% du PIB	80 à 100% du PIB	60 à 80% du PIB	40 à 60% du PIB	< 40% du PIB
<b>Capitalisation boursière</b>	> 75% du PIB	50 à 75% du PIB	25 à 50% du PIB	10 à 25% du PIB	< 10% du PIB

Tableau 7c. Evaluation du score monétaire	
<b>Facteurs d'ajustement négatif aux scores de '1' à '5'</b>	
Les facteurs suivants peuvent dégrader le score initial d'une catégorie:	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La moyenne de 5 ans de l'inflation (t-1 à t+3) est négative (déflation).</li> <li>• Une part importante des dépôts et des prêts sont libellés en devise étrangère (dollarisation).</li> <li>• L'Etat appartient à une union monétaire.</li> <li>• L'Etat a imposé des restrictions de change sur les paiements et les transferts des transactions courantes internationales ou a un régime de change discriminatoire.</li> </ul>	
Le facteur suivant peut dégrader le score initial de deux catégories:	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'Etat appartient à une union monétaire et enregistre des prix et salaires fortement divergents de la moyenne de l'union monétaire.</li> </ul> <p>De plus, le score monétaire est plafonné à '4' si la moyenne de l'inflation de 5 ans (t-1 à t+3) se situe entre 10 et 15% et à '5' si elle se situe entre 15 et 20%.</p>	
<b>Facteurs d'ajustement négatif au score '6'</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le score '6' est attribué si les conditions monétaires sont majoritairement déterminées par des facteurs extérieurs, c'est-à-dire si l'un des facteurs suivants s'applique :</li> <li>• L'Etat utilise unilatéralement la monnaie d'un autre pays comme sa monnaie locale (sans aucun arrangement avec le pays hôte)</li> <li>• La dollarisation des dépôts ou des créances dépasse 75%.</li> <li>• La moyenne de l'inflation de 5 ans (t-1 à t+3) dépasse 20%.</li> </ul>	

Sources : S&P, NATIXIS

Le **tableau 7d** résume les principaux critères tels qu'ils sont examinés par S&P. Le meilleur score (1) correspond à un souverain réunissant la plupart des caractéristiques précédemment exposées : indépendance de la banque centrale, régime de changes flexibles, marchés des capitaux développés... Ces caractéristiques sont partagées par la plupart des économies développées de notre échantillon. Il faut néanmoins noter que nous avons réduit de deux catégories les notes des pays présentant de fortes divergence des prix et salaires au sein de la zone, à savoir la Grèce, l'Irlande, le Portugal et l'Espagne.

A contrario, une faible note (5 voire 6) correspond à un souverain : ayant ancré sa monnaie à une autre, exerçant des contrôles de capitaux et disposant de marchés financiers peu développés. Le critère du contrôle de capitaux est toutefois discutable. Dans le cas de la Chine, ils pénalisent certes le score monétaire mais en réalité ils accroissent la flexibilité monétaire en permettant son autonomie au sens de Mundell. A l'instar du score fiscal, nous consultons avec nos économistes la hiérarchie des notes. Nous rappelons que la marge d'erreur est cette fois-ci plus large compte tenu du nombre de critères pris en compte.

Tableau 7d. Score monétaire

	Régime de change	Maturité moy. de la dette (Années)	Maturité max de la dette* (Années)	Crédit bancaire (% du PIB)	Capitalisation boursière (% du PIB)	Score monétaire	Inflation moy. t-1, t+3 (GA, %)	Prêts en devises (% du total)	Union monétaire	Contrôle des capitaux	Score monétaire
Pologne	Flottement	5,1	26	61,5	30,0	3,0	2,9	32,6	Non	Non	3,0
Hongrie	Flottement	3,5	30	79,9	19,3	3,0	3,7	65,7	Non	Non	4,0
Rép. CZ	Flottement	5,9	46	62,4	21,2	3,0	1,9	13,6	Non	Non	3,0
Roumanie	Flottement	2,1	7	52,7	7,7	4,0	4,3	55,5	Non	Non	5,0
Turquie	Flottement	4,0	30	63,0	33,7	3,0	6,1	28,9	Non	Non	3,0
Russie	Flottement	6,5	25	33,9	47,1	3,0	7,6	15,3	Non	Non	3,0
Argentine	Flottement	13,9	34	28,0	12,4	4,0	10,8	15,8	Non	Non	4,0
Brésil	Flottement	4,8	39	97,5	54,7	2,0	5,0	ND	Non	Non	2,0
Chili	Flottement	7,4	29	98,8	120,3	2,0	2,9	ND	Non	Non	2,0
Colombie	Flottement	6,7	30	37,3	62,2	3,0	2,9	6,3	Non	Non	3,0
Mexique	Flottement	6,9	109	44,1	34,4	3,0	3,4	11,6	Non	Non	3,0
Perou	Flottement	14,9	39	18,1	59,1	3,0	2,4	57,5	Non	Non	4,0
Venezuela	Ancrage	8,0	27	20,5	3,4	5,0	29,0	0,5	Non	Oui	6,0
Chine	Ancrage	8,7	50	145,3	9,4	4,0	3,0	5,9	Non	Oui	5,0
Inde	Flottement	9,1	29	69,4	59,6	3,0	7,3	ND	Non	Oui	4,0
Indonésie	Flottement	9,3	30	36,9	34,0	3,0	5,5	19,8	Non	Non	3,0
Malaisie	Flottement	5,1	20	137,5	114,0	2,0	2,4	ND	Non	Non	2,0
Philippines	Flottement	9,6	25	49,4	56,9	3,0	4,2	ND	Non	Non	3,0
Thaïlande	Flottement	6,4	20	136,9	64,0	3,0	3,0	ND	Non	Non	3,0
Vietnam	Ancrage	3,6	9	123,0	21,8	4,0	8,2	21,2	Non	Oui	5,0
Etats-Unis	Flottement	5,2	49	230,5	93,7	1,0	1,7	ND	Non	Non	1,0
Canada	Flottement	5,8	34	178,1	101,8	1,0	2,0	ND	Non	Non	1,0
Royaume-Uni	Flottement	13,9	49	228,9	121,7	1,0	2,7	ND	Non	Non	1,0
Japon	Flottement	5,8	40	320,5	64,7	1,0	0,1	ND	Non	Non	1,0
Allemagne	UEM	5,7	31	131,8	38,8	1,0	1,7	ND	Oui	Non	2,0
France	UEM	7,1	49	128,4	64,2	1,0	1,9	ND	Oui	Non	2,0
Italie	UEM	7,1	46	141,6	25,9	1,0	1,9	ND	Oui	Non	2,0
Grèce	UEM	6,8	46	112,7	20,1	1,0	1,9	ND	Oui	Non	3,0
Espagne	UEM	6,2	30	228,4	40,1	1,0	1,8	ND	Oui	Non	3,0
Portugal	UEM	5,9	26	196,1	33,4	1,0	1,6	ND	Oui	Non	3,0
Irlande	UEM	6,3	14	219,8	28,4	1,0	0,4	ND	Oui	Non	3,0

Sources : Bloomberg, Banque Mondiale, WEO, FMI, NATIXIS \*Plus de 1M ds USD

### Synthèse : Quelle est la part « quantitative » de la notation souveraine de S&P ?

Nous avons essayé de répliquer la nouvelle méthodologie de S&P en prenant en compte seulement les éléments quantitatifs de leurs critères d'évaluation des notations souveraines.

Une fois que nous avons reconstitué le profil de chaque économie, la position des notations simulées dans le tableau 2 nous permet de chiffrer la part des critères quantitatifs dans la notation de S&P (tableau 8). Cependant, notre méthode comporte des limites puisque l'écart quantitatif entre 2 notations n'est pas stable (dégressif vers la zone la moins bien notée). Nous rappelons par ailleurs que la part quantitative pour deux pays ayant une notation identique peut fluctuer en fonction du positionnement de la moyenne du profil (politico-économique et flexibilité et performance) de chaque pays par rapport à la notation de S&P.

Cet exercice révèle sur un échantillon de plus d'une trentaine de pays émergents et développés que la part quantitative donc « mesurable » des ratings explique 87% de leur notation souveraine. Les différents scores des pays permettent d'ailleurs de décortiquer les zones d'ombre du point vue fondamental et quantitatif au sein des économies examinées.

Tableau 8. Score quantitatif vs notation S&P

	Score politique	Score Eco.	Score extérieur	Score fiscal	Score monétaire	Profil politico-économique	Flexibilité et performance	Notation quantitative	Notation S&P	Ecart	Part quantitative de la note*
Pologne	2,1	4,0	2,0	2,5	3,0	3,04	2,50	A	A-	(-) 1 cran	92,3
Hongrie	2,5	5,0	2,0	3,0	4,0	3,76	3,00	BBB-	BBB-	0	100,0
Rép. CZ	1,9	3,0	1,0	1,5	3,0	2,45	1,83	AA	A	(-) 3 crans	77,9
Roumanie	3,1	4,0	3,0	3,0	5,0	3,53	3,67	BBB-	BB+	(-) 1 cran	96,0
Turquie	3,4	5,0	5,0	2,5	3,0	4,21	3,50	BB+	BB	(-) 1 cran	96,4
Russie	4,7	3,0	1,0	1,5	3,0	3,85	1,83	A-	BBB	(-) 2 crans	81,2
Argentine	4,2	4,0	2,0	2,5	4,0	4,08	2,83	BBB-	B	(-) 5 crans	72,8
Brésil	3,2	3,0	2,0	3,0	2,0	3,09	2,33	A	BBB-	(-) 4 crans	77,4
Chili	1,8	4,0	2,0	1,5	2,0	2,90	1,83	AA-	A+	(-) 1 cran	86,1
Colombie	3,9	4,0	3,0	2,0	3,0	3,95	2,67	BBB+	BBB-	(-) 2 crans	94,5
Mexique	3,8	5,0	1,0	2,5	3,0	4,42	2,17	BBB+	BBB	(-) 1 cran	94,1
Perou	4,0	4,0	1,0	2,0	4,0	3,98	2,33	BBB+	BBB-	(-) 2 crans	90,2
Venezuela	5,5	5,0	2,0	2,0	6,0	5,2	3,33	BB-	BB-	0	100,0
Chine	4,2	3,0	1,0	1,5	5,0	3,58	2,50	A-	AA-	(+) 3 crans	121,7
Inde	3,8	4,0	2,0	3,5	4,0	3,88	3,17	BBB-	BBB-	0	100,0
Indonésie	4,0	5,0	1,0	3,0	3,0	4,49	2,33	BBB	BB+	(-) 2 crans	91,0
Malaisie	3,3	4,0	1,0	3,0	2,0	3,64	2,00	A	A-	(-) 1 cran	94,0
Philippines	4,1	5,0	1,0	4,0	3,0	4,56	2,67	BBB	BB	(-) 3 crans	90,3
Thaïlande	3,8	4,0	1,0	2,5	3,0	3,88	2,17	A-	BBB+	(-) 1 cran	93,0
Vietnam	4,2	6,0	1,0	3,0	5,0	5,1	3,00	BB	BB-	(-) 1 cran	95,1
Etats-Unis	1,9	2,0	4,0	4,5	1,0	1,94	3,17	AA-	AAA	(+) 3 crans	146,0
Canada	1,3	1,0	2,0	1,5	1,0	1,13	1,50	AAA	AAA	0	100,0
Royaume-Uni	1,8	2,0	2,0	4,0	1,0	1,92	2,33	AA	AAA	(+) 2 crans	121,4
Japon	1,8	1,0	1,0	5,5	1,0	1,41	2,50	AA+	AA-	(-) 2 crans	78,2
Allemagne	1,5	1,0	1,0	1,5	2,0	1,25	1,50	AAA	AAA	0	100,0
France	1,8	2,0	1,0	3,5	2,0	1,88	2,17	AA	AAA	(+) 2 crans	115,5
Italie	2,7	2,0	3,0	5,0	2,0	2,36	3,33	A	A+	(+) 1 cran	103,4
Grèce	3,1	3,0	6,0	6,0	3,0	3,06	5,0	BB	CC	(-) 9 crans	72,3
Espagne	2,3	3,0	5,0	2,5	3,0	2,65	3,50	A	AA	(+) 3 crans	136,6
Portugal	1,9	4,0	5,0	5,0	3,0	2,94	4,33	BB+	BBB-	(+) 1 cran	103,9
Irlande	1,5	2,0	2,0	5,5	3,0	1,73	3,50	AA-	BBB+	(-) 4 crans	80,4

Sources : NATIXIS "La position des notations simulées dans le tableau 2 nous permet de chiffrer la part des critères quantitatifs dans la notation S&P. L'écart quantitatif entre 2 notations n'étant pas stable (dégressif vers la zone la moins bien notée)

Risque modéré

Risque très élevé

Au-delà des ajustements qualitatifs au sein de chaque score, la note finale peut aussi être modifiée en fonction de plusieurs cas de figure : liquidité externe très faible, situation fiscale trop fragile, position nette extérieure du secteur public largement excédentaire, fort risque politique et poids de la dette élevé, risque de rééchelonnement de la dette, risque sécuritaire, catastrophes naturelles...

Pourtant, parmi les pays étudiés dans ce document plusieurs enseignements peuvent être tirés :

- La partie quantitative est en moyenne à l'origine de 90% de la notation des marchés émergents. La plupart de ces pays pâtissent toutefois d'un ajustement qualitatif défavorable en raison de leurs incidents de paiements passés. Le seul pays a priori « surnoté » est la Chine. La prise en compte de l'importante capacité de financement du gouvernement chinois justifie néanmoins leur vue sur ce souverain.
- La partie quantitative explique en moyenne 82% de la notation des marchés développés. Si l'on regarde seulement cet aspect les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la France perdraient leur AAA. L'Italie, le Portugal et l'Espagne seraient aussi dégradés. En revanche, la plus mauvaise note dans le cas de l'Irlande et la Grèce est en lien avec leurs passifs contingents auquel pourrait s'ajouter le risque de rééchelonnement de la dette pour cette dernière.