



Bruxelles, le 23.10.2015
COM(2015) 515 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL
sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des
dettes souveraines

I. Introduction

La récente crise de la dette souveraine de l'Union européenne a révélé des déséquilibres macroéconomiques et mis en évidence les risques associés à un recours excessif aux notations externes des dettes souveraines. La notation de la dette souveraine d'un pays influe sur ses coûts d'emprunt. Pendant la crise, le recours excessif aux notations de crédit a été à l'origine de perturbations du marché susceptibles, dans certaines circonstances, de compromettre la stabilité financière dans l'UE.

Les répercussions négatives de ce recours excessif aux notations souveraines peuvent être atténuées si les investisseurs du marché des emprunts d'État européens évaluent eux-mêmes la qualité de la signature des emprunteurs souverains européens au lieu de se reposer exclusivement et mécaniquement sur les notations de crédit externes. Pour cela, ils doivent disposer d'informations exactes et pertinentes leur permettant d'effectuer leur propre évaluation du risque de crédit des emprunteurs souverains.

Une bonne appréciation de la solvabilité des emprunteurs souverains européens favorise l'investissement dans les obligations souveraines des États membres de l'UE. Cela contribue à la confiance globale des investisseurs du marché dans les différents États membres, laquelle influe sur leurs décisions d'investissement dans d'autres catégories d'actifs dans ces États membres, par exemple dans les entreprises ou les établissements financiers qui y sont constitués. La disponibilité d'informations adéquates et exactes sur la solvabilité des emprunteurs souverains européens pourrait contribuer à la réalisation des orientations politiques du président Juncker, en tant qu'élément de base pour stimuler l'investissement.

Le présent rapport décrit les risques observés qui découlent d'un recours excessif aux notations des obligations souveraines (section II) ainsi que les mesures prises jusqu'à présent (section III). Il examine ensuite si les sources d'information actuelles sont suffisantes et adéquates pour permettre aux investisseurs d'effectuer leur propre évaluation du risque de crédit des emprunteurs souverains (section IV), ou s'il est opportun de développer un outil supplémentaire, éventuellement sous la forme d'une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines¹, qui pourrait compléter les informations existantes (sections V et VI).

II. Le recours excessif aux notations externes sur les marchés des obligations souveraines

1. Les risques associés au recours excessif aux notations des obligations souveraines

La récente crise de la dette souveraine a mis en évidence les risques associés au recours excessif aux notations souveraines. La crise a montré que, dans certaines conditions économiques, ce recours excessif était susceptible de créer des «effets de falaise» (*«cliff effects»*), les investisseurs réduisant leur exposition à certaines obligations souveraines et

¹ Article 39 *ter*, paragraphe 2, du règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil du 16 septembre 2009 sur les agences de notation de crédit, JO L 302 du 17.11.2009, p.1 (le «règlement sur les agences de notation»).

à certains autres titres de dette, avec le risque que la stabilité financière soit compromise. Ces «effets de falaise» peuvent être provoqués par l'abaissement d'une note de crédit, en particulier en dessous d'un certain seuil. Il peut s'ajouter un effet de liquidité, compte tenu de la nécessité de respecter les exigences réglementaires en matière de fonds propres. C'est ce que l'on a pu constater lors de la dernière crise financière, lorsque la dégradation des prévisions économiques a pesé sur les finances publiques. Il s'est ensuivi l'abaissement de notes souveraines, qui a déclenché un mouvement de vente de titres de dettes par les établissements financiers et les investisseurs. Ces réactions du marché ont été amplifiées par les références aux notations que comporte la législation financière² ainsi que par le recours excessif de nature contractuelle des établissements financiers aux notations de crédit.

L'impact potentiel des notations souveraines va bien au-delà des effets immédiats sur les emprunts d'État du pays noté et peut se traduire par des répercussions négatives qui se propagent à travers les marchés et même à travers les pays ayant d'importants liens économiques («effet de contagion»). Ces effets sont amplifiés par les interrelations qui existent entre la note souveraine d'un pays et les notes des entités qui se trouvent dans ce pays. Ces interrelations résultent des méthodes souvent employées par les agences de notation de crédit, selon lesquelles la note la plus favorable pouvant être donnée à un instrument financier dans un pays donné est limitée à la note souveraine de ce pays (cette limite étant souvent appelée le «plafond souverain»). En conséquence, la dégradation de la note souveraine d'un pays déclenche souvent l'abaissement de la note d'autres instruments financiers dans ce pays, notamment celle d'obligations d'entreprises et d'établissements financiers.

2. Observations concernant la notation des dettes souveraines et les marchés obligataires de l'UE

Les données empiriques sur la crise de la dette souveraine de l'UE ont mis en évidence *«[...] une réaction significative des écarts de rendement des emprunts d'État aux modifications des notes et des perspectives des notes, cette réaction étant*

² Par exemple, il est fait référence aux notations de crédit externes dans l'approche standard pour le calcul des exigences de fonds propres applicables aux banques [directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE, JO L 176 du 27.6.2013, p. 338 (CRD IV) et règlement (UE) n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, JO L 176 du 27.6.2013, p. 1 (CRR)], dans les exigences de fonds propres pour les entreprises d'assurance [règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission du 10 octobre 2014 complétant la directive 2009/138/CE du Parlement européen et du Conseil sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice, JO L 12 du 17.1.2015, p. 1 (Solvabilité II)] et dans les exigences de marge pour les contreparties non compensées de manière centrale.

particulièrement importante dans le cas d'annonces négatives»³. En outre, il a été démontré que «[...] les abaissements de notes souveraines produisent des effets de contagion statistiquement et économiquement importants, tant à travers les pays qu'à travers les marchés financiers, ce qui signifie que les annonces des agences de notation sont susceptibles de provoquer une instabilité financière»⁴.

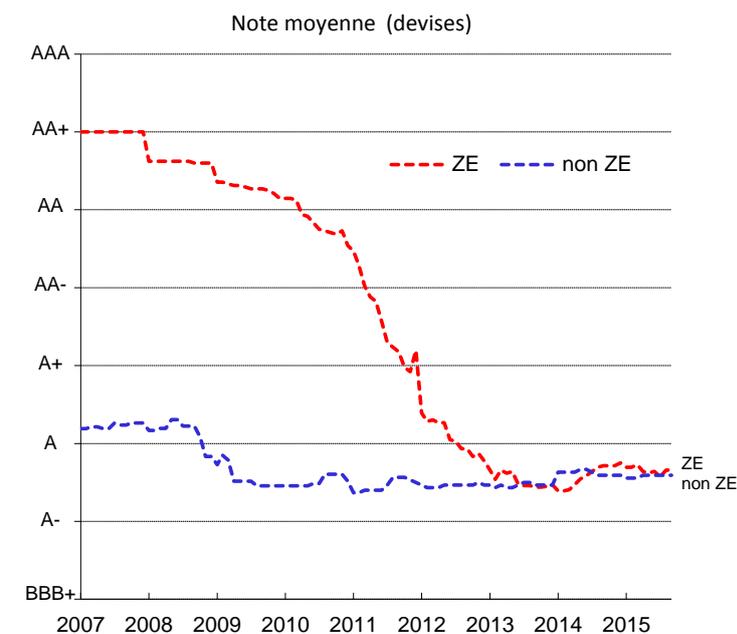
Le graphique 1 montre que, jusqu'en 2008, les notes de crédit des États membres appartenant à la zone euro étaient en moyenne plus élevées que celles des États membres hors de la zone euro. La note de crédit moyenne des États membres de la zone euro était «AA+»⁵, alors que les États membres hors de la zone euro étaient en moyenne notés «A». Ce n'est qu'après la crise financière, pendant la période 2009-2010, que les États membres de la zone euro et ceux hors de la zone euro ont enregistré une détérioration limitée et similaire de leur note de crédit, en moyenne de deux crans. De plus, depuis le début de 2011, les États membres de la zone euro ont subi de forts déclassements, leur note moyenne étant passée de «AA» en 2011 à «A-» en 2013. La note de crédit moyenne des États membres de la zone euro est à présent plus élevée que celle des États membres hors de la zone euro, après une convergence des notes en 2013 au niveau «A-».

³ António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, *Sovereign Credit Ratings and Financial Market Linkages, Application to European Data*, Documents de travail de la BCE, n° 1347, octobre 2011, disponible à l'adresse suivante: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf>

⁴ Rabah Arezki, Bertrand Candelon et Amadou N. R. Sy, *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, mars 2011, documents de travail du FMI, n° WP/11/68, disponible à l'adresse suivante: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>; António Afonso, Pedro Gomes et Abderrahim Taamouti, *Sovereign Credit Ratings, Market Volatility and Financial Gains*, documents de travail de la BCE, n° 1654, mars 2014, disponible à l'adresse suivante: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1654.pdf>

⁵ Pour faciliter la présentation dans le graphique 1, les notes de crédit attribuées par trois agences différentes (Standard & Poor's, Moody's et Fitch) ont été transposées sur une échelle de notation unique allant de AAA (risque de crédit le plus faible) à D (risque de crédit le plus élevé). L'échelle complète utilisée pour cette transposition est la suivante: AAA AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC+,CC, CC-, C+, C, C- et D. Pour interpréter le graphique 1, il convient de tenir compte du fait que parmi les agences de notation retenues pour l'échantillon, les méthodes de notation sous-jacentes diffèrent d'une agence à l'autre.

Graphique 1: Évolution des notes souveraines dans l'UE⁶

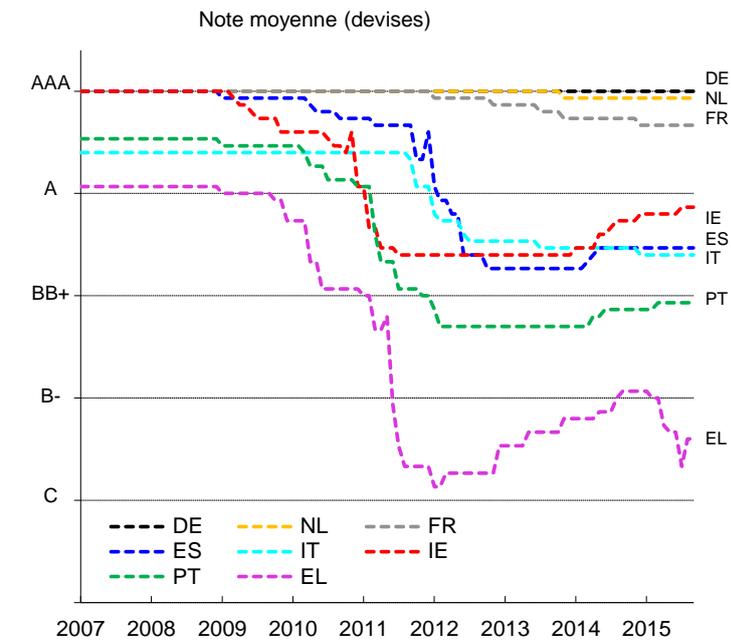


Les graphiques 2 et 3 présentent l'évolution des notes de crédit d'une sélection d'États membres de la zone euro et d'États membres hors de la zone euro, cette évolution confortant l'analyse qui précède. Avant 2009, les pays de la zone euro sélectionnés avaient une note «A» ou plus élevée, comme le montre le graphique 2. Pendant la crise de la dette souveraine, la note de plusieurs États membres⁷ a fortement chuté sur la période 2010-2012 et s'est légèrement améliorée depuis la fin de 2013.

Graphique 2: Évolution des notes souveraines dans la zone euro

⁶ Le graphique présente une simple moyenne non pondérée des notes attribuées par Standard & Poor's, Moody's et Fitch aux dettes souveraines à long terme en devises des États membres de la zone euro et des États membres qui n'en font pas partie. La note synthétique moyenne a été obtenue sur la base de l'écart (nombre de crans) par rapport à la note «AAA» et représente la note moyenne des agences de notation de crédit ayant une couverture suffisante des différents pays. Pour les comparaisons internationales, les notes des dettes en devises sont utilisées plutôt que celles des dettes en monnaie nationale, ces dernières incluant le risque de change auquel les investisseurs internationaux sont exposés.

⁷IE, EL, ES, IT, PT



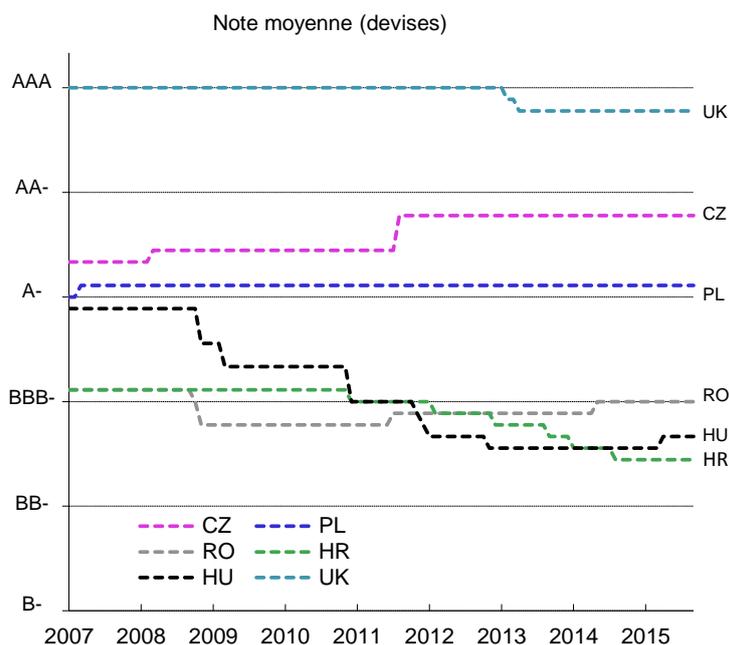
Pour les États membres hors de la zone euro, un éventail beaucoup plus varié de notes de crédit a été observé avant, pendant et après la crise de la dette souveraine (graphique 3). Si certains États membres hors de la zone euro ont eu une note de crédit relativement stable⁸, d'autres ont vu leur note évoluer à la baisse⁹ ou à la hausse¹⁰.

⁸ PL, RO

⁹ HR, HU, UK

¹⁰ CZ

Graphique 3: Évolution des notes souveraines des États membres hors de la zone euro



Source: calculs de la Commission européenne.

3. Rendements des obligations souveraines

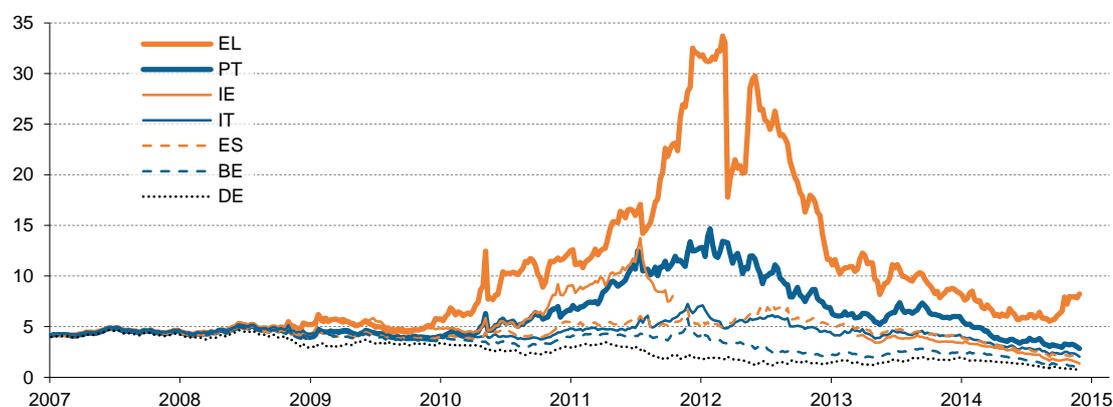
Les rendements des obligations souveraines sont un indicateur important de la manière dont les investisseurs perçoivent le profil de risque de crédit d'un émetteur souverain. Avant la crise de la dette souveraine, les rendements des obligations de la zone euro étaient globalement convergents¹¹, ce qui donne à penser que chacun des différents États membres de la zone euro était jugé de la même façon par les investisseurs du point de vue de la solvabilité, comme le montre le graphique 4. Cela a considérablement changé au cours de la crise. Depuis 2008, la demande des investisseurs pour certaines obligations souveraines a diminué¹², ou le retour qu'ils exigent est plus élevé, comme en témoigne l'évolution des rendements¹³. Pour certains autres États membres de la zone euro, en revanche, une tendance à la baisse des rendements des obligations souveraines a été observée. Depuis 2013, les rendements des obligations souveraines de la zone euro se sont progressivement rapprochés des niveaux qu'ils atteignaient avant la crise. Toutefois, d'importantes divergences subsistent entre les différents États membres de la zone euro (graphique 4).

¹¹ Voir le graphique 4.

¹² ES, PT, IT, IE, EL et CY

¹³ Voir le graphique 4.

Graphique 4: Rendements, emprunts d'État à 10 ans, en pourcentage



Source: Bloomberg

III. Mesures prises pour atténuer les risques associés au recours excessif aux notations des dettes souveraines

1. Un contrôle réglementaire renforcé pour les agences de notation de crédit

Les lacunes des notations de crédit constatées pendant la crise financière et la crise de la dette souveraine qui a suivi ont conduit à instaurer de nouvelles règles pour les agences de notation de crédit (ANC) en 2009, notamment des obligations d'enregistrement et de surveillance des ANC au niveau national. En 2011, l'enregistrement et la surveillance des ANC dans l'UE ont été centralisés au sein de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF).

2. Une plus grande transparence de la notation des dettes souveraines

À la suite de la crise de la dette souveraine, des mesures supplémentaires ont été prises en 2013 afin d'accroître la transparence des notations souveraines et la ponctualité de leur publication et de contribuer ainsi à réduire les risques de perturbation des marchés.

En particulier, les ANC doivent publier chaque année un calendrier fixant les dates de publication des notes des dettes souveraines. Ces notes doivent être publiées le vendredi, après la clôture des marchés réglementés dans l'UE, afin d'éviter toute perturbation des marchés pendant les heures de négociation. Les ANC doivent compléter la note de crédit par un rapport de recherche complet qui fournit aux investisseurs davantage d'informations sur les motifs sous-tendant la modification d'une note souveraine. En outre, l'ANC est tenue de communiquer à l'emprunteur souverain sa note de crédit et la perspective de cette note au moins un jour ouvré complet avant leur publication et

pendant les heures ouvrées. L'emprunteur souverain a ainsi, comme toute autre entité notée, la possibilité de signaler à l'ANC toute erreur factuelle.

L'effet conjugué de ces règles a amélioré la transparence de la notation des dettes souveraines. Les investisseurs ont à présent davantage d'informations sur les motifs et hypothèses qui sous-tendent les notes souveraines attribuées par les ANC et sur les données sur lesquelles celles-ci se sont appuyées. Ce surcroît d'informations sur les notations souveraines pourrait améliorer la capacité des investisseurs à évaluer avec plus d'exactitude la qualité des dettes souveraines et leur faciliter la tâche.

Malgré ces efforts de réglementation, un rapport de 2013 de l'AEMF¹⁴ a mis en évidence des lacunes dans le processus de notation souveraine qui pourraient constituer un risque pour la qualité, l'indépendance et l'intégrité des notes et du processus de notation. Dans ce rapport, l'AEMF pointe les risques liés aux conflits d'intérêts créés par le rôle que les organes de direction et des fonctions autres que la notation jouent dans le processus de notation et par la participation d'analystes des dettes souveraines aux activités de recherche et de publication. Le rapport décrit les risques de non-respect de la confidentialité des informations relatives aux notes souveraines et les contrôles en place avant la publication des notes. Il met également en exergue les risques concernant le moment de la publication des notes souveraines, notamment pour ce qui est de la rapidité de la communication des changements de note. Dans le cadre du processus de surveillance, l'AEMF a demandé aux ANC de mettre en œuvre des plans d'action pour remédier à cette situation. En dernier ressort, l'AEMF est habilitée à prendre des mesures si nécessaire.

3. Une réduction du recours excessif aux notations de crédit externes

Face aux risques et aux effets négatifs d'un recours exclusif et mécanique aux notations de crédit (lesquelles comprennent les notations souveraines), des mesures ont été prises au niveau international pour réduire le recours excessif aux notations de crédit, dans le but de rétablir la confiance dans le système financier. Les principes du Conseil de stabilité financière (CSF)¹⁵ pour réduire les références aux notations de crédit des ANC dans les normes et les dispositions légales et réglementaires ont été adoptés par les dirigeants du G20 lors du sommet de Séoul en novembre 2010¹⁶. Ces principes visent à mettre fin au recours mécanique des banques, des investisseurs institutionnels et d'autres acteurs du marché aux notations de crédit, à modifier profondément les pratiques actuelles, et à établir des pratiques plus solides d'évaluation interne des risques de crédit pour créer une alternative.

¹⁴ *Credit Rating Agencies: Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls*, publié le 2 décembre 2013, référence ESMA/2013/1775

¹⁵ *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, Conseil de stabilité financière, 27 octobre 2010.

¹⁶ G20, document du sommet de Séoul, p. 8, disponible à l'adresse suivante: https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Seoul_Summit_Document.pdf

Une réduction effective du recours excessif aux notations de crédit externes, y compris les notations de dettes souveraines, pourrait réduire les risques d'«effets de falaise» en cas de dégradation d'une notation souveraine. Dans sa réponse au CSF¹⁷, la Commission européenne a présenté ses mesures pour atténuer les risques du recours aux notations. À titre de suivi, la Commission européenne établira un rapport sur les autres moyens d'évaluer le risque de crédit, elle déterminera si certains d'entre eux sont viables et si leur mise en œuvre par les acteurs du marché est possible. Selon les résultats de ce rapport, la Commission pourrait envisager de supprimer d'ici 2020 toute référence aux notations de crédit qui figure encore dans la législation européenne.

Par ailleurs, la Commission soutient l'initiative du G20 sur les lacunes en matière de données («G20 Data Gaps Initiative»)¹⁸, qui vise à améliorer la disponibilité et la comparabilité des données économiques et financières au niveau international. L'une des recommandations (R17) de cette initiative est de promouvoir des statistiques de finances publiques harmonisées entre pays, à jour et fondées sur des normes communes internationalement acceptées.

4. Examiner l'opportunité d'une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines

Dans le cadre des mesures pour réduire le recours excessif aux notations souveraines, il est nécessaire que les investisseurs disposent d'informations adéquates pour évaluer la solvabilité des États membres. Ces informations doivent leur permettre d'évaluer eux-mêmes le risque de crédit des emprunteurs souverains et de ne pas se reposer exclusivement et mécaniquement sur les notations de crédit externes réalisées par les agences de notation de crédit.

La Commission collecte, traite et publie déjà, dans le cadre de la surveillance des politiques économiques et budgétaires, des données sur la situation et les performances économiques, financières et budgétaires des États membres. Elle a été invitée à examiner l'opportunité de compléter ces rapports par d'autres éléments ou indicateurs et à étudier la possibilité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit. Cela pourrait permettre aux investisseurs d'effectuer une évaluation impartiale et objective de la solvabilité des États membres.

*«Au vu de la situation sur le marché,» la Commission présentera donc «au Parlement européen et au Conseil [...] un rapport sur l'opportunité de développer une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines.»*¹⁹Ce rapport alimentera le

¹⁷ Document de travail des services de la Commission: *EU action plan to reduce reliance on external credit ratings*, disponible à l'adresse suivante: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/140512-fsb-eu-response_en.pdf

¹⁸ •IMF-FSB, *The Financial Crisis and Information Gaps. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 29 octobre 2009, disponible à l'adresse suivante: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>

¹⁹ Article 39 *ter*, paragraphe 2, premier alinéa, du règlement sur les agences de notation.

futur rapport sur l'opportunité et la possibilité de mettre en place une agence européenne de notation de crédit que la Commission doit présenter d'ici la fin de 2016.²⁰

IV. Analyse de l'écart entre les besoins des investisseurs et les informations disponibles

Comme cela a déjà été souligné plus haut, avoir accès à des informations suffisantes et adéquates permet aux investisseurs de réaliser plus facilement leur propre évaluation de la qualité de crédit et de moins se reposer sur les notes souveraines. La présente section décrit le type d'informations qu'utilisent les investisseurs et les compare aux informations disponibles pour déterminer s'il existe des lacunes significatives.

1. Les informations dont ont besoin les investisseurs

A) Les types d'investisseurs et les informations dont ils ont besoin

On peut distinguer les gros investisseurs, principalement institutionnels, des petits investisseurs. Lorsqu'ils veulent accéder aux marchés des obligations souveraines, ces deux types d'investisseurs ont des besoins similaires d'informations sur les emprunteurs souverains, mais les moyens dont ils disposent pour évaluer la solvabilité de ces derniers diffèrent.

Pour élaborer le présent rapport, la Commission a mené des entretiens avec un certain nombre de grands investisseurs institutionnels tels que des banques, des fonds de pension et des gestionnaires d'actifs, ainsi qu'avec quelques petits gestionnaires d'actifs. Il ressort de ces entretiens que les informations les plus pertinentes employées pour évaluer la solvabilité des emprunteurs souverains sont les données sur la solidité et les performances macroéconomiques et budgétaires de ces derniers, notamment des données quantitatives, telles que l'évolution du produit intérieur brut (PIB), le niveau de la dette publique et la structure de ses échéances, le déficit public, le taux de chômage et la compétitivité. Les informations qualitatives sur l'état de droit et la bonne gouvernance et sur la situation politique sont aussi considérées comme pertinentes.

Les grands investisseurs institutionnels²¹ interrogés ont indiqué qu'ils évaluaient la qualité des dettes souveraines en vue de leurs décisions d'investissement ainsi qu'à des fins prudentielles et qu'il leur était nécessaire de disposer de données comparables sur les dettes souveraines à l'échelle du monde, et pas seulement de l'UE, en raison de l'envergure mondiale de leurs activités et des besoins de leurs clients.

Pour obtenir des données comparables afin de réaliser leur propre évaluation du risque de crédit, les investisseurs interrogés recourent souvent aux services de fournisseurs de données privés, qui rassemblent des informations sur les dettes souveraines à partir de multiples sources publiques et privées et fournissent un flux de données automatisé. Ils emploient souvent leurs propres analystes et certains réalisent leur propre notation interne

²⁰ Article 39 *ter*, paragraphe 2, deuxième alinéa, du règlement sur les agences de notation.

²¹ Des fonds de pension, des établissements de crédit et des gestionnaires d'actifs.

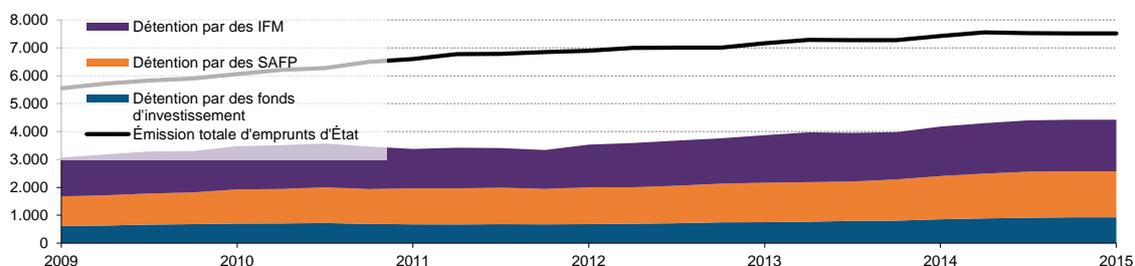
des emprunteurs souverains. En outre, certains investisseurs institutionnels ont indiqué qu'ils étaient en interaction directe avec les autorités nationales, telles que les agences nationales de la dette et les Trésors publics.

De leur côté, les petits investisseurs ont indiqué qu'ils disposaient de ressources plus limitées pour réaliser leur propre évaluation du risque de crédit, ou pour accéder aux données de différentes sources publiques et privées et les analyser. Ils semblent s'appuyer davantage sur les notes attribuées par les agences de notation de crédit. Ils effectuent leur propre évaluation complémentaire sur une base ad hoc, souvent liée à l'actualité. En outre, ces petits investisseurs ont souligné que les informations sur l'évaluation de la qualité des dettes souveraines n'étaient pas seulement utilisées pour les investissements dans des obligations souveraines, mais aussi pour d'autres décisions d'investissement et de répartition des actifs pouvant les concerner.

B) La situation sur le marché en ce qui concerne la détention des obligations souveraines

En termes d'incidence sur le marché, les investisseurs institutionnels nationaux détiennent une grande partie des dettes souveraines de la zone euro. Comme le montre le graphique 5, les institutions financières monétaires (IFM) résidentes, les sociétés d'assurance et les fonds de pension (SAFP) ainsi que les fonds d'investissement représentent une part importante des investissements dans les obligations d'État de la zone euro.

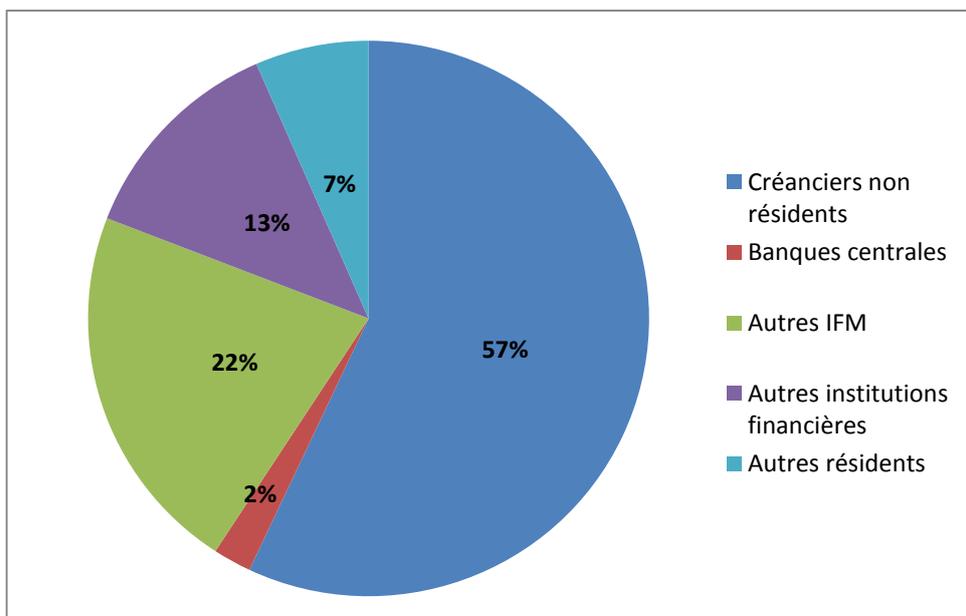
Graphique 5: Encours et détections des obligations souveraines, zone euro (*en Mrd EUR*)



Source: BCE et calculs de la Commission

Comme le montre le graphique 6, en 2013, les investisseurs non institutionnels résidents de la zone euro détenaient 7,2 % des obligations souveraines de la zone euro. Ils ne représentent donc qu'une petite partie des investissements dans les obligations souveraines. En outre, les créanciers non-résidents représentent 57 % des investissements dans les obligations souveraines dans l'UE. Ce pourcentage englobe les investisseurs d'autres États membres et de pays tiers.

Graphique 6: Détections d'obligations souveraines par type d'investisseurs, 2013, pourcentage du total de la dette publique, Union européenne



Source: BCE, statistiques de finances publiques, calculs de la Commission

2. Les informations dont disposent les investisseurs

Un large éventail d'informations sur les dettes souveraines est à la disposition des acteurs du marché, ces informations provenant aussi bien de sources publiques que privées. Les investisseurs disposent ainsi d'éléments pour réaliser leur propre évaluation du risque de crédit. Les informations provenant de sources publiques sont publiées par les États membres eux-mêmes, par les institutions européennes ou par diverses organisations internationales. Par ailleurs, de nombreux fournisseurs privés procurent des informations aux investisseurs. Il s'agit notamment de fournisseurs de données spécialisées, d'associations professionnelles et d'agences de notation de crédit. Le type d'informations fournies, la fréquence à laquelle elles le sont et les pays couverts varient grandement selon la source d'information.

3. Les informations fournies par la Commission européenne

Au niveau de l'UE, un large éventail de statistiques et de rapports sur la conjoncture et les évolutions économiques dans les États membres sont accessibles au public depuis un certain temps. La Commission publie des données sur les dettes publiques, des statistiques trimestrielles sur les finances publiques ainsi que les données harmonisées et comparables qui lui sont communiquées dans le cadre de la procédure concernant les déficits excessifs (PDE). Elle publie en outre des prévisions économiques et des rapports sur la zone euro, les finances publiques et la viabilité budgétaire. Les nouvelles règles européennes en matière de surveillance budgétaire et macroéconomique instaurées dans le cadre du semestre européen, de même que les exigences plus strictes concernant les statistiques sur les finances publiques que doivent communiquer les États membres dans le cadre du système européen des comptes nationaux et régionaux (SEC 2010)²², ont eu

²² Règlement (UE) n° 549/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans l'Union européenne (JO L 174 du 26.6.2013, p. 1).

pour conséquence d'étoffer les informations dont disposent les investisseurs pour évaluer la solvabilité des emprunteurs souverains.

A) Renforcement de la surveillance budgétaire et macroéconomique des États membres

Au niveau de l'UE, les règles du pacte de stabilité et de croissance²³ (ci-après le «pacte»), qui visent à assurer le bon fonctionnement de l'Union économique et monétaire, constituent le socle de la gouvernance économique de l'UE. Le principal objectif du pacte est de promouvoir des politiques budgétaires saines et d'assurer la viabilité des finances publiques dans les États membres.

Ces dernières années, le pacte a été renforcé pour combler des lacunes dans la gouvernance économique et la surveillance budgétaire et pour améliorer le suivi des résultats macroéconomiques et budgétaires de tous les États membres de l'UE, et plus particulièrement de ceux de la zone euro. En conséquence de ces initiatives, les investisseurs ont accès à des informations supplémentaires pour réaliser leur propre évaluation de la situation des finances publiques.

Le renforcement du semestre européen pour la coordination des politiques économiques et les six actes législatifs constituant le «six-pack»²⁴, adoptés en novembre 2011, ont consolidé le pacte de stabilité et de croissance. Dans le cadre du semestre européen, la Commission analyse les plans nationaux de réformes budgétaires, macroéconomiques et structurelles et sur la base de cette analyse, le Conseil adopte des recommandations ciblées adressées à chaque État membre. En outre, pour les États membres de la zone euro, un système de sanctions financières est prévu en cas de déséquilibres macroéconomiques excessifs et/ou de déficits budgétaires excessifs.

Dans le cadre du semestre européen²⁵, la Commission publie un certain nombre de rapports sur la situation macroéconomique et budgétaire de tous les États membres. Ces rapports comprennent:

- 1) l'examen annuel de la croissance (novembre), qui fixe les priorités de l'UE pour stimuler la croissance et la création d'emplois;
- 2) le rapport sur le mécanisme d'alerte dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, qui, sur la base d'un tableau de bord

²³ Le pacte est ancré dans le traité sur le fonctionnement de l'Union européenne (TFUE), et repose sur le règlement (CE) n° 1466/97 du Conseil (le «volet préventif», fondé sur l'article 121 TFUE) et sur le règlement (CE) n° 1467/97 du Conseil (le «volet correctif», fondé sur l'article 126 TFUE), ainsi que sur leurs modifications ultérieures et sur la législation liée.

²⁴ Le «six-pack» est constitué de cinq règlements et d'une directive qui sont entrés en vigueur le 13 décembre 2011 et portent sur la surveillance budgétaire et macroéconomique au titre de la nouvelle procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques.

²⁵ Une présentation des différentes étapes du semestre européen peut être consultée à l'adresse suivante: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm

d'indicateurs, désigne les États membres pour lesquels une analyse plus poussée est nécessaire;

3) les rapports par pays (février/mai), dans lesquels la Commission publie une évaluation économique analytique unique par État membre appréciant la situation économique et les programmes de réformes du pays et, lorsque cela est jugé opportun sur la base du rapport sur le mécanisme d'alerte, les déséquilibres éventuels qu'il encourt. Pour plusieurs États membres désignés dans un tableau de bord, la Commission procède à un bilan approfondi, qui comprend une évaluation de l'endettement public et/ou privé tenant compte de l'évolution future et des coûts d'emprunt; et

4) des recommandations par pays (mai) sont ensuite proposées par la Commission, en vue de leur adoption par le Conseil; elles fournissent des orientations politiques adaptées à chaque État membre dans des domaines considérés comme prioritaires pour les 12 à 18 mois suivants. Ces recommandations sont accompagnées d'une évaluation du programme de stabilité ou de convergence de l'État membre concerné.

Pour la zone euro, un mécanisme supplémentaire a été mis en place. Ce train de réformes appelé le «two-pack»²⁶, en vigueur depuis mai 2013 dans tous les États membres de la zone euro, a permis de renforcer encore la transparence des décisions budgétaires des États membres de la zone euro et d'améliorer la coordination des plans d'émission de dette des États membres.

Pour assurer la coordination des politiques budgétaires des États membres ayant adopté la monnaie unique, les gouvernements (à l'exception de ceux dont le pays fait l'objet d'un programme d'ajustement macroéconomique) sont également tenus par les dispositions du «two-pack» de soumettre chaque année à la Commission, au plus tard le 15 octobre, leurs projets de plans budgétaires pour l'année suivante²⁷. La Commission réalise deux évaluations des projets de plans budgétaires: un avis sur le plan de chaque État membre et une évaluation globale de la situation et des perspectives budgétaires de la zone euro dans son ensemble.

L'avis sur le projet de plan budgétaire de chaque État membre de la zone euro repose sur l'évaluation de la conformité avec le pacte de stabilité et de croissance et s'appuie sur les prévisions d'automne de la Commission. Si la Commission décèle dans le projet de plan budgétaire d'un État membre des manquements particulièrement graves aux obligations qui lui incombent en vertu du pacte, elle peut lui demander de revoir son projet.

²⁶ Le «two-pack» se compose de deux règlements instaurant des procédures supplémentaires de surveillance et de contrôle pour les États membres de la zone euro.

²⁷ Ces projets de plans budgétaires sont publiés par la Commission, conformément au règlement (UE) n° 473/2013 du Parlement européen et du Conseil du 21 mai 2013 établissant des dispositions communes pour le suivi et l'évaluation des projets de plans budgétaires et pour la correction des déficits excessifs dans les États membres de la zone euro (JO L 140 du 27.5.2013, p. 11).

Toutes les informations ayant trait au semestre européen sont publiques. Par conséquent, les investisseurs disposent d'informations à jour et périodiquement renouvelées, reposant sur une méthodologie commune. Ces informations complètent celles déjà publiées, dans les États membres, par les instituts nationaux de statistique, les agences nationales de la dette et les fournisseurs d'informations privés.

Le semestre européen a permis de rationaliser les flux d'informations qui sont à la disposition des investisseurs. Cela permet à ces derniers d'avoir une meilleure vue d'ensemble de la situation macroéconomique et budgétaire des États membres. Les investisseurs disposent ainsi d'une source supplémentaire d'informations et des données brutes dont ils ont besoin pour réaliser leur propre évaluation de la solvabilité des emprunteurs souverains.

Par ailleurs, d'autres outils ont été mis au point au niveau de l'UE pour évaluer la solidité macroprudentielle des États membres. La direction générale des affaires économiques et financières (DG ECFIN) a par exemple mis au point un indicateur de détection précoce des tensions budgétaires pour les pays de l'UE.

En outre, tous les trois ans, la Commission publie des rapports sur le vieillissement qui évaluent l'impact économique des changements démographiques. Ils sont complétés par des rapports sur la viabilité des finances publiques des États membres au vu des conséquences financières, économiques et budgétaires des changements démographiques.

B) SEC 2010

Entré en vigueur en septembre 2014, le SEC 2010 remplace le SEC 1995²⁸. Le SEC 2010 clarifie les définitions et les règles relatives aux statistiques de finances publiques (SFP), et améliore ainsi l'exactitude et la comparabilité de ces dernières.

Le SEC 2010 définit et régit la communication par les États membres d'informations relatives à la dette publique et clarifie les obligations de déclaration et le traitement de certaines possibilités de financement, telles que les passifs conditionnels, les partenariats public-privé et le recours à des entités ad hoc, qui auparavant n'étaient pas toujours déclarées de la même manière par les États membres dans le cadre des SFP. En conséquence, les statistiques recueillies sur les SFP fournissent une vision complète de l'encours de la dette publique des États membres de l'UE. Les investisseurs peuvent ainsi disposer d'informations exactes sur les niveaux de dette publique dans l'UE.

4. Conclusion sur l'offre et la demande d'informations concernant l'évaluation de la qualité de crédit des emprunteurs souverains

D'après l'analyse qui précède, les investisseurs disposent d'un large éventail de sources d'informations pour évaluer la qualité des dettes souveraines de l'UE. La Commission européenne publie notamment tout un ensemble d'informations sur les États membres de l'Union européenne, qui a encore été élargi par les nouvelles règles relatives à la

²⁸ Règlement (CE) n° 2223/96 du Conseil du 25 juin 1996 relatif au système européen des comptes nationaux et régionaux dans la Communauté (JO L 310 du 30.11.1996, p. 1).

surveillance budgétaire et macroéconomique des États membres. D'après les entretiens menés avec un échantillon d'investisseurs, comme décrit dans la section qui précède, on ne constate pas d'écart important entre les informations qui sont publiées et celles que les acteurs des marchés financiers utilisent ou requièrent pour évaluer la qualité de crédit.

V. L'opportunité du développement d'une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines

Une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines pourrait remplir divers objectifs et conditions pour pouvoir être considérée comme appropriée et proportionnée. Elle devrait contribuer à réduire le recours excessif aux notations de crédit externes pour l'évaluation des dettes souveraines. De plus, elle devrait améliorer la situation sur le marché en ce qui concerne les sources d'information dont disposent les parties prenantes pour évaluer la qualité de crédit des emprunteurs souverains. En outre, pour déterminer l'opportunité d'une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines, il convient de considérer sa portée et son mandat éventuels ainsi que l'impact économique qu'un tel système est susceptible d'avoir pour les parties prenantes, notamment les investisseurs, les émetteurs, les acteurs du secteur de la notation et les contribuables.

1. Typologie d'une éventuelle évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines

Une évaluation européenne de la qualité de crédit des dettes souveraines pourrait revêtir de multiples formes et viser différents objectifs. Sa portée peut être déterminée en fonction des informations (quantitatives ou qualitatives) sur lesquelles elle se fonde et du niveau et de la solidité de l'évaluation fournie aux investisseurs.

A) Portée de l'évaluation

Une évaluation européenne de la qualité de crédit pourrait consister en la publication par un organisme public européen d'indicateurs économiques et de rapports de recherche avec une évaluation quantitative et qualitative des émetteurs souverains de l'UE. Ces rapports constitueraient une source d'informations alternative, mais sans indicateur unique, tel que celui employé par les agences de notation de crédit.

Au sens strict, on pourrait la définir comme un organisme public européen qui réaliserait une évaluation de la qualité de crédit des États membres de l'Union européenne sur la base d'un ensemble de données quantitatives sur ces derniers et qui publierait périodiquement les modifications de ces données quantitatives. Il y aurait ainsi, à côté des agences de notation de crédit existantes, une autre source d'informations quantitatives sur la qualité de crédit des emprunteurs souverains.

B) Gouvernance d'une évaluation européenne de la qualité de crédit

Pour qu'une évaluation européenne soit considérée par les acteurs du marché comme une mesure crédible de la qualité de crédit, il faut qu'elle soit réalisée par un organisme crédible et réputé, qu'il s'agisse d'une entité existante ou d'un nouvel organisme.

Cette tâche pourrait être confiée à l'un des organes, agences ou institutions existants de l'UE, ou à un nouvel organisme public créé à cet effet. Dans le cas d'un organisme existant, il faudrait considérer la nécessité que cette nouvelle tâche n'affecte pas la bonne mise en œuvre de son mandat actuel. En ce qui concerne la Commission européenne, une évaluation très similaire est déjà effectuée dans le cadre actuel de la surveillance économique et budgétaire des États membres, qui comprend des évaluations quantitatives et qualitatives des États membres de l'UE.

C) Coûts

Les différentes options présentées ci-dessus pour une éventuelle évaluation européenne de la qualité de crédit auraient des conséquences différentes, mais importantes, en ce qui concerne les ressources nécessaires à sa mise en place et son impact potentiel sur le marché.

En particulier, la création d'un nouvel organisme entraînerait des coûts d'établissement importants, qu'il convient de mettre en balance avec les avantages potentiels pour le marché des obligations souveraines de l'UE et pour l'économie européenne dans son ensemble. La Commission a déjà estimé précédemment les coûts potentiels d'une telle opération et les a jugés disproportionnés par rapport aux avantages qu'elle apporterait²⁹. En particulier, dans la mesure où un nouvel organisme ne ferait que reproduire les informations sur les emprunteurs souverains de l'UE fournies par les institutions européennes existantes, les avantages auraient peu de chances de l'emporter sur les coûts.

2. Impact d'une évaluation européenne de la qualité de crédit

A) Impact sur le recours aux notations souveraines

Si une évaluation européenne de la qualité de crédit pouvait constituer une alternative aux notations externes, cela pourrait réduire le recours à celles-ci. Une évaluation européenne de la qualité de crédit devrait être un complément aux sources d'information existantes et il convient d'éviter que les investisseurs s'y fient exclusivement et mécaniquement.

Le rapport³⁰ du Conseil de stabilité financière sur la mise en œuvre des principes du CSF pour la réduction du recours aux notations invite les autorités à *«ne pas céder à la tentation d'adopter, pour l'évaluation de la qualité de crédit, un petit nombre de mesures alternatives en remplacement des notes des agences de notation de crédit, ce qui pourrait se traduire par une nouvelle forme de procyclicité et de comportement grégaire.»*

Dans la mesure où elle ne ferait que reproduire les informations existantes provenant de l'actuelle surveillance macroéconomique des États européens, on peut s'attendre à ce que

²⁹ SEC(2011) 1354, analyse d'impact accompagnant la proposition de règlement modifiant le règlement (CE) n° 1060/2009 sur les agences de notation de crédit, p. 34-37.

³⁰ Conseil de stabilité financière, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, disponible à l'adresse suivante: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140512.pdf

son impact en termes de réduction du recours excessif aux notations de crédit externes soit limité.

B) Impact sur les investisseurs

Une évaluation européenne de la qualité de crédit aurait un impact variable selon le type d'investisseur.

D'après les entretiens menés avec un échantillon d'investisseurs institutionnels, les avantages seraient limités, ces investisseurs effectuant déjà des évaluations approfondies de la qualité de crédit en s'appuyant sur les sources existantes de données. Le régime actuel de surveillance budgétaire et macroéconomique fournit déjà toutes les informations pertinentes pour évaluer la qualité de la signature des emprunteurs souverains de l'UE. Une évaluation européenne de la qualité de crédit ne ferait qu'apporter une source supplémentaire de données pour alimenter leur système d'évaluation du risque de crédit. De plus, les investisseurs institutionnels interrogés qui investissent sur le marché mondial des obligations souveraines préfèrent disposer de données comparables à l'échelle mondiale, et non limitées à une zone géographique telle que l'Union européenne. Ce genre de données est déjà fourni par des institutions internationales, comme le Fonds monétaire international (FMI)³¹, la Banque mondiale³² et l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE)³³.

D'après les entretiens menés avec de petits investisseurs, une évaluation européenne de la qualité de crédit pourrait, dans certaines circonstances, leur être profitable si elle permettait de réduire les efforts nécessaires pour rassembler et analyser toutes les informations pertinentes disponibles. La transparence apportée par le nouveau régime de surveillance budgétaire et macroéconomique profite aux petits investisseurs, mais ceux-ci ont des capacités limitées de traitement de ces informations.

En tout état de cause, dans l'état actuel des choses, une évaluation européenne de la qualité de crédit n'apporterait que peu de valeur ajoutée par rapport aux informations actuellement fournies dans le cadre du régime de surveillance budgétaire et macroéconomique, en particulier au regard des coûts associés à sa mise en place.

³¹ Par exemple, les rapports par pays du FMI sont consultables à l'adresse suivante: <http://www.imf.org/external/country/index.htm>; D'autres statistiques mondiales du FMI sur les principaux agrégats économiques qui peuvent être utilisées pour l'évaluation de la qualité de crédit des emprunteurs souverains sont disponibles à l'adresse suivante: <http://www.imf.org/external/data.htm>.

³² Par exemple, les statistiques de la Banque mondiale sur les dettes souveraines sont disponibles à l'adresse suivante: <http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>;

³³ Par exemple, les perspectives économiques de l'OCDE, disponibles à l'adresse <http://www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm>, et les recherches et statistiques de l'OCDE sur les finances publiques et les dettes souveraines, disponibles à l'adresse <http://www.oecd.org/eco/public-finance/>

C) Impact sur la concurrence dans le secteur de la notation

Une véritable évaluation européenne de la qualité de crédit pourrait créer un nouveau concurrent public face aux sources d'informations publiques et privées qui existent déjà. Elle rivaliserait indirectement avec les agences de notation existantes et ferait concurrence aux entités privées existantes qui fournissent des informations agrégées aux investisseurs. En outre, elle fournirait une alternative pour certaines recherches économiques sur les emprunteurs souverains européens réalisées par des institutions publiques internationales telles que le FMI, la Banque mondiale et l'OCDE.

3. Conclusion sur l'opportunité d'une évaluation européenne de la qualité de crédit

Une évaluation européenne de la qualité de crédit n'aurait qu'un impact limité en termes de réduction du recours aux notations des dettes souveraines, car elle ne ferait très probablement que reproduire des informations existantes. En outre, si elle n'est pas gérée correctement, il y a un risque que se crée un recours excessif à cette nouvelle possibilité, si les investisseurs l'utilisent de manière exclusive.

En outre, d'après les entretiens menés avec une sélection d'investisseurs, une évaluation européenne de la qualité de crédit n'améliorerait pas de manière significative le niveau d'information des investisseurs institutionnels. Ces derniers disposent déjà d'informations suffisantes par l'intermédiaire de sources privées et publiques. C'est d'autant plus vrai depuis la mise en place du nouveau système de surveillance budgétaire et macroéconomique des États membres dans le cadre du semestre européen. En ce qui concerne les petits investisseurs, qui profitent également du mécanisme de surveillance, un dispositif européen d'évaluation de la qualité de crédit pourrait leur apporter certains avantages en réduisant leurs efforts de recherche. Cependant, leur capacité d'utilisation d'un tel outil d'information est limitée. Enfin, une évaluation européenne de la qualité de crédit serait en concurrence avec les fournisseurs d'informations privés existants, y compris les agences de notation de crédit.

Si l'on considère ensemble tous les facteurs pertinents, une évaluation européenne de la qualité de crédit pour les dettes souveraines ne semble ni proportionnée ni appropriée à ce stade, lorsqu'on l'examine au regard des besoins des investisseurs et de l'objectif d'une suppression du recours excessif aux notations de crédit externes. Par conséquent, la Commission ne donnera pas suite à la mise en œuvre et au développement d'une évaluation européenne de la qualité de crédit pour les dettes souveraines. Toutefois, elle continuera d'étudier les autres sources possibles d'informations facilement accessibles pour répondre aux besoins des petits investisseurs, comme il est expliqué dans la section suivante.

VI. Autres mesures possibles

En dépit de la diffusion à grande échelle, par la Commission européenne, de données économiques et budgétaires sur les États membres de l'Union européenne, les petits investisseurs pourraient avoir des difficultés à évaluer la qualité de crédit des emprunteurs souverains, en raison de leurs capacités limitées de traitement de ces informations. Pour remédier à cette situation, d'autres mesures pourraient être

envisagées, portant sur le flux d'informations sous-jacentes nécessaires pour évaluer la qualité de crédit.

La Commission examinera plus avant les mesures suivantes:

1. Intégrer des normes de transparence internationales

Tout d'abord, la mise en œuvre par les États membres des meilleures pratiques internationales en matière de notification des dettes souveraines et des émissions de dette pourrait être envisagée. Un niveau accru d'harmonisation s'appuyant sur les normes internationales pourrait réduire les différences qui subsistent entre les pratiques des États membres en matière de publication. Cela permettrait d'améliorer le flux global d'informations dont disposent les investisseurs sur les dettes souveraines et les émissions de dettes. Toute mesure de ce type doit avoir pour objet de compléter, et non de reproduire, le cadre juridique existant qui régit la communication par les États membres de données statistiques aux instances telles qu'Eurostat. Une fois définitivement arrêtées, les conclusions de la task force de l'OCDE sur la transparence des statistiques sur la dette, des opérations de dette et des politiques de dette publique³⁴ pourraient servir de base à cette analyse.

2. Généraliser les bonnes pratiques dans les États membres

Ensuite, la Commission examinera si les bonnes pratiques observées dans certains États membres peuvent être généralisées à tous les autres États membres, pour permettre un meilleur accès aux données nationales sur la dette publique. Par exemple, certains États membres publient des bases de données nationales spécialisées contenant des informations détaillées sur l'encours de la dette publique. Ces bases de données sont facilement et librement accessibles à tous les investisseurs et parties intéressées.

3. Rationaliser la publication des données par la Commission

Enfin, des informations sur les performances économiques et des données démographiques sont disponibles au niveau de l'UE et publiées par la Commission sur différentes pages web et dans différentes bases de données. La Commission pourrait se pencher sur les moyens de rationaliser la manière dont les informations communiquées par les États membres sont mises à la disposition du public et l'endroit où elles le sont.

³⁴ Hans J. Blommestein, Fatos Koc et Thomas Olofsson (eds.), (à paraître en 2015), *Recommendations on the Transparency of Debt Statistics, Debt Operations and Public Debt Policies*, OECD Publishing,