Centre Africain d'Etudes Supérieures en Gestion

- CESAG -

Master en Banque et Finance

- MBF -

Option: ''Marché financier et finance d'entreprise''

Année académique : 2010 – 2011

Mémoire de fin de formation

THEME

NOTATION FINANCIERE DYNAMIQUE ET DYNAMIQUE DES MARCHES FINANCIERS.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Bibliothèque du CESAG
110460

Présenté par :
Jean Koudjokoum TCHANGAI
10e Promotion MBF.

Directeur de mémoire :
M. Gilles MORISSON
Institut Bancaire et Financier International,
IBFI, Banque de France.
Paris, France.

©Paris, Septembre 2011.

M0280MBF12
2

DEDICACES

A mes très chers parents, Adjoa Mazalo KARE et Pitalounani M. TCHANGAI, qui ont toujours été là pour moi. Le sourire aux lèvres dans le dur labeur quelles que soient les conditions, c'est bien vous qui m'avez inculqué cette philosophie du travail et de la persévérance. Vous avez, chère maman et cher papa, conduit courageusement et avec amour votre fils au niveau où il est aujourd'hui. En attendant la récompense que le Tout Puissant vous réserve, chers parents, trouvez dans ce travail toute ma reconnaissance et tout mon amour.

A vous frères et sœurs, veuillez trouver dans ce travail l'expression de l'Amour de votre frère pour vous.

Et à mon directeur de mémoire, M. Gilles MORISSON. Que c'est magnifique et émouvant de t'appeler ''oncle'' Eh bien oncle! Notre collaboration a été l'une des meilleures. En véritable oncle tu as désiré du bien pour nous. Dans ta rigueur, ta magnanimité et tes conseils nous avons pu réaliser ce travail. Sois, cher ''oncle'', honoré et gratifié en l'Eternel pour ce travail qu'il nous a permis dans son amour infini de réaliser avec succès.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

REMERCIEMENTS

Nos remerciements les plus sincères vont à toutes les personnes qui ont contribué de près ou de loin à la réussite de cette formidable année scolaire, ainsi qu'à l'élaboration de ce mémoire.

Nous tenons à remercier le personnel de la Banque de France en particulier celui de l'Institut Bancaire et Financier International, son directeur M. Gérard BEDUNEAU et tout son personnel pour nous avoir accueilli en stage.

C'est l'occasion de renouveler, nos sincères remerciements à M. Gilles MORISSON, responsable du pôle Afrique Subsaharienne, Maghreb et Proche Orient, et ses assistantes Mmes Chantal GADROY et Christel KRECKELBERGH et à M. Jean-Michel DINAND, directeur adjoint grandes entreprises. Cette expérience fut pour nous très formatrice. Nous les remercions également pour l'accueil chaleureux et la sympathie qu'ils nous ont témoignée.

Nous remercions également le Corps enseignant du Master en Banque et Finance du CESAG, d'avoir sacrifié leur temps pour faire de nous une nouvelle personne avec une tête bien pleine et bien faite.

Nos remerciements vont également, à la coordination du Master en Banque et Finance du CESAG: Prof. B. BAIDARI, M. A. OUATTARA, Mme Chantal DIAO et tout le personnel de la coordination.

Enfin, nous remercions tous les ''masteriens'' et les ''masteriennes'' du Master en Banque et Finance du CESAG, en particulier nos amis et collègues de la 10^{e} promotion. Notre amitié a été l'une des vraie qui soude une promotion.

Nous n'oublions pas non plus tous mos frères et sœurs, qui nous ont sout..enu durant notre formation, en l'occurrence PADEMBANA Albert. Qu'ils trouvent ici toute notre reconnaissance et notre profonde gratitude.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

LISTE DES SIGLES ET ABREVIATIONS

ABS: Asset Backed Securities.

ACP: Autorité de Contrôle Prudentiel.

ACRAA: Association of Credit Rating Agencies in Asia.

AMF: Autorité des Marchés Financiers.

BFR: Besoins en Fonds de Roulement.

BRI: Banque des Règlements Internationaux.

CDS: Credit Default Swap.

CDO: Collateralized Debt Obligation.

CEMAC: Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale.

CREPMF: Conseil Régional de l'Epargne Public et des Marchés Financiers.

FMI: Fonds Monétaire International.

GCR: Global Credit Rating.

IBFI: Institut Bancaire et Financier International.

OCC: Office of the Comptroller of Currency.

OICV: Organisation Internationale des Commissions de Valeur.

PIB: Produit Intérieur Brut.

QE2: Quantitative Easing 2.

RATP: Régie Autonome des Transports Parisiens.

SNCF: Société Nationale des Chemins de Fer Français.

SNF: Société Non Financière.

S&P: Standard and Poor's.

UE: Union Européenne.

UEMOA: Union Economique et Monétaire Ouest Africaine.

USD: dollar américain.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

Liste des tableaux

Tableau 1: Correspondance indicative d'échelle de notation de Bloomfield et des grandes agences de notation. 17
Tableau 2: Rating souverain. 26
Tableau 3: Grille d'évaluation du risque souverain. 27
Tableau 4: Les échelles de notation. 31
Tableau 5: Grille des pondérations des actifs selon la méthode standard issue du deuxième Accord de Bâle. 37
Tableau 6: Taux de défaut moyen par niveau de note, 1975-2010 39
Tableau 7: Interprétation des taux de défaut moyens par niveau de note S&P, 1975-2010 41
Tableau 8: Déficit public de la zone euro 49
Tableau 9: Chronologie des dégradations de la Grèce par S&P 50
Tableau 10: Crise des dettes souveraines: chronologie et comportement des agences. 52

CEDAC-BIBLIOTHEQUE

Listes des graphiques

Graphique 1: Taux de défaut moyen par niveau de note S&P, 1975-2010. 40
Graphique 2: Niveau de spreads par catégorie de note 42
Graphique 3: Taux d'intérêt sur le marché des obligations. 43
Graphique 4: Le déficit public en % du PIB 49
Graphique 5: Evolution des taux 10 ans grecs et allemands 50
Graphique 6: Part de marché de la notation 54

SOMMAIRE

INTRODUCTION 6

PREMIERE PARTIE 10

LA NOTATION FINANCIERE ET SA DYNAMIQUE INTRINSEQUE. 10

Chapitre I. : L'EMERGENCE DE LA NOTATION FINANCIERE ET SES FONDEMENTS THEORIQUES. 11

I. L'émergence de la notation financière et son développement. 11

II. Les fondements théoriques de la notation financière 17

Chapitre II. : LA METHODOLOGIE DE LA NOTATION FINANCIERE ET SA DYNAMIQUE. 21

I. Principes de base de la notation financière 21

II. Le processus de notation financière et sa dynamique. 28

DEUXIEME PARTIE 34

LA NOTATION FINANCIERE ET LA DYNAMIQUE DES MARCHES FINANCIERS. . 34

Chapitre III. : LA NOTATION, ELEMENT CLEF D'UN SYSTEME FINANCIER MONDIALISE. 35

I. Notation et règlementation bancaire 35

II. Notation et risque de crédit 37

III. Impact de la notation sur le marché. 44

Chapitre IV. : LA PERTINENCE DE LA NOTATION EN QUESTION 46

I. Les crises récentes. 46

II. Les crises récentes: quels enseignements? 54

CONCLUSION 60

BIBLIOGRAPHIE 63

TABLE DES MATIERES 66

CESAG - BIBLIOTHEQUE

INTRODUCTION

La notation financière a connu un développement spectaculaire ces dernières années. Née aux Etats-Unis vers la fin du XIX^{ème} siècle où elle s'est développée à partir des premières appréciations du risque de crédit sur les compagnies de chemin de fer, c'est avec l'explosion du marché des dettes des pays en développement dans les années 1970 qu'elle s'est véritablement internationalisée.

Avec les réformes des marchés financiers à partir du milieu des années 1980, les règles relatives aux émissions de titres de créance ont évolué de manière spectaculaire. La création de nouveaux produits et le décloisonnement des marchés ont permis à de nombreuses entreprises de se financer directement sur les marchés financiers au lieu de recourir à leurs intermédiaires traditionnels que sont les banques.

Cette désintermédiation bancaire, a provoqué un accroissement relativement important du nombre d'émetteurs et comme la signature de ces nouveaux venus n'était pas parfaitement connue, il est apparu nécessaire de renforcer l'information à la disposition des investisseurs quant au risque de crédit. Dès lors, les autorités financières ont favorisé l'implantation de sociétés capables d'évaluer le risque de crédit des émetteurs: les agences de notation financière.

Depuis, ces agences ont largement développé leurs activités sur les marchés financiers et la plupart des émissions font désormais l'objet d'une notation. Les trois principales agences de notation, Standard & Poor's, Moody's et Fitch sont à présent reconnues et dominent près de 95% du marché mondial de la notation financière. Elles sont devenues des acteurs incontournables de l'économie globalisée.

En conséquence, il apparait que l'influence des opinions émises par ces agences de notation sur les marchés s'est considérablement accrue au cours des dernières années. L'un des aspects qui caractérise cette évolution est l'incidence potentielle qu'exercent la notation et ses modifications sur la dynamique des marchés.

Cela se traduit de façon directe par le contenu en information des notes elles-mêmes, et indirectement par l'effet qui découle de la référence aux notations dans les dispositions réglementaires prudentielles.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Les agences de notation notent et assurent la diffusion d'informations concernant l'évaluation du risque de crédit. Leur indépendance, leur transparence et la crédibilité de leur évaluation constituent un enjeu capital pour les marchés financiers[1]. Dans la crise asiatique de 1997 et la crise des ''subprimes'' de 2007 des problèmes d'indépendance et de transparence des agences de notation ont été soulevés. Dans la crise des ''subprimes'', la mauvaise évaluation des produits structurés a induit en erreur les investisseurs qui achetaient ces produits à haut risque. Aujourd'hui, dans la crise des dettes souveraines des pays développés, comme la Grèce, le Portugal, l'Italie et l'Espagne, leur rôle est de nouveau remis en cause[2].

De ce qui précède, force est de constater que quoique incontournables de nos jours, le travail des agences de notation soulève de multiples questions quant à son indépendance, sa transparence et sa crédibilité. Il importe de mieux comprendre la signification de leurs notes, de leur méthodologie et des effets des notes qu'elles publient et révisent régulièrement pour dissiper ces inquiétudes.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Quels renseignements fournit la notation sur le risque de crédit de l'emprunteur? Quelle est la pertinence de la notation financière dynamique et son impact sur la dynamique des marchés financiers? C'est à substance de cette problématique que cette étude se propose d'explorer.

Il n'existe pas de consensus chez les chercheurs et les praticiens sur la notation financière. Chercher à comprendre les informations fournies par la notation sur le risque de crédit d'un emprunteur et la pertinence de la notation financière dynamique et son impact sur la dynamique des marchés financiers constitue notre objectif principal.

Autrement dit, cette étude cherche à montrer ce que signifie, en termes de risque, une note émise par une agence de notation. Il s'agit plus spécifiquement:

- d'étudier la méthodologie de la notation utilisée par les agences de notation,
- d'analyser le comportement des agences de notation dans les crises actuelles, principalement celle des dettes souveraines,
- de juger de la pertinence et de la compétence réelle des agences de notation dans l'appréhension du risque de crédit.

[1] Enron, Lehman Brothers, étaient toujours classés dans la catégorie d'investissement à quelques jours de leur faillite et les produits structurés lors de la crise des subprimes étaient surnotés.
[2] Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? Norbert Gaillard, in Revue d'économie financière nº 101-Mars 2011, pp 73-85.

Le choix du thème «**Notation financière dynamique et dynamique des marchés financiers**» trouve sa justification dans l'importance accordée de nos jours aux agences de notation et des critiques que ces dernières suscitent aujourd'hui dans la crise des dettes souveraines des pays avancés. Ce mémoire permettra indubitablement d'évaluer notre aptitude à entreprendre des travaux de recherche dans la poursuite de notre formation. Exercice académique incontournable, il sera d'un apport substantiel pour notre perspective de carrière et constituera également notre modeste contribution aux multiples problèmes que soulève le rôle des agences de notation dans la crise actuelle des dettes souveraines. Il traduit aussi notre volonté de contribuer aux nouvelles pratiques de notation financière.

La notation financière n'a pas connu un engouement dans l'espace francophone et surtout dans l'espace UEMOA aussi important que dans les pays anglo-saxons. Ce mémoire permettra donc à certains lecteurs de découvrir la notation financière dans toutes ses approches, mieux encore, de susciter d'autres recherches sur ce thème.

Pour ce faire, nous nous sommes référés à la théorie financière, puis à la théorie sur les modèles d'évaluation du risque et enfin à celle relative à l'analyse financière.

Notre méthodologie de travail a consisté dans un premier temps à collecter des informations fiables et dans un second temps à faire une analyse des données collectées en utilisant une approche fondée sur l'analyse de contenu, qui est un modèle d'analyse qualitative.

Pour la collecte de l'information, nous avons opté pour:

- la recherche documentaire, les articles, les revues spécialisées, les études réalisées dans le domaine, les sites internet des trois premières agences de notation au monde (Moody's, Standard & Poor, Fitch), et de l'agence chinoise,
- les entretiens avec les personnes ressources, les échanges et interviews avec le personnel des services de la Banque de France comme le service en charge de la cotation Banque de France et l'Institut Bancaire et Financier International (IBFI).

Pour l'analyse des données, nous avons rassemblé puis traité les informations collectées. Cela nous a permis de voir la pertinence de la notation financière dans l'appréhension du risque de crédit, et ainsi d'atteindre notre dernier objectif spécifique.

CESAG-BIBLIOTHEQUE

Le travail est articulé en deux parties, subdivisées en deux chapitres chacune. La première partie porte sur la notation financière et sa dynamique intrinsèque et la seconde sur la notation financière et la dynamique des marchés financiers.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

CESAG BIBLIOTHEQUE

PREMIERE PARTIE

LA NOTATION FINANCIERE ET SA DYNAMIQUE INTRINSEQUE.

Chapitre I. : L'EMERGENCE DE LA NOTATION FINANCIERE ET SES FONDEMENTS THEORIQUES.

La notation financière a connu un développement considérable au cours de ces dernières années. Elle est désormais un acteur à part entière des marchés financiers. Pour de nombreux professionnels, la notation financière est le signe d'une plus grande maturité des marchés[3]. Il est donc important d'en retracer l'évolution historique et de définir ce qu'est une agence de notation.

I. L'émergence de la notation financière et son développement.

1. L'essor des agences de notation

Avant de retracer l'historique de la notation financière, il est opportun de définir la notation financière en distinguant les autres termes proches pour enlever toute ambiguïté à cette notion.

1.1 Définition des concepts

1.1.1 Le Rating

Selon le banquier Daniel Kariotys le rating a pour but de donner «une évaluation indépendante, objective et rigoureuse de l'aptitude ou de la capacité d'une entité économique à honorer aux échéances prévues ses obligations financières c'est-à-dire le remboursement du capital et des intérêts de son emprunt»[4].

Pour les professionnels, le rating est un processus d'évaluation du risque de crédit attaché à un titre de créance, synthétisé par une note, permettant un classement en fonction des caractéristiques particulières du titre proposé et des garanties offertes par l'émetteur.

1.1.2 La notation financière

La notation financière peut être définie comme étant l'évaluation par une institution spécialisée et indépendante du risque de défaillance d'un émetteur ou d'une émission par une

[3] Voir Eric PAGET-BLANC & Nicolas PAINVIN (2007), La notation financière : rôle des agences et méthodes de notation.
[4] Daniel Kariotys (1995), la notation financière : une nouvelle approche du risque, éditions Banque

CESAG - BIBLIOTHEQUE

formalisation objective des facteurs de risques (De Polignac, 2002). Elle permet aux investisseurs de déterminer leurs choix en fonction du risque qu'ils souhaitent prendre et de la rémunération qu'ils recherchent.

Elle analyse donc à la fois la capacité et la volonté de l'émetteur de remplir ses obligations contractuelles et constitue un gage de transparence quant à sa solidité financière.

1.1.3 Le credit-scoring

Le credit-scoring, comme la notation financière, se définit comme une indication de la capacité d'un emprunteur à rembourser à bonne date (De Polignac, 2002). Le credit-scoring est une étude menée par un établissement de crédit sur la solvabilité de l'emprunteur lors de l'octroi d'un crédit alors que la notation financière est faite par une agence de notation.

Après cette brève distinction entre ces termes très proches et afin de mieux appréhender la notation financière, il convient d'en retracer les origines.

1.2 L'origine d'une pratique américaine

La naissance de la notation financière coïncide avec le développement du marché financier américain. En effet, l'origine de la notation remonte au milieu du XIXème siècle avec la création de sociétés diffusant de simples informations financières. Ces premières agences de notation connurent un essor important avec le développement des chemins de fer aux Etats-Unis.

Pour répondre au besoin croissant d'informations des marchés publics, John Moody[5] en 1909, donna naissance à la première agence de notation, qui proposait une compilation d'informations statistiques décrivant l'activité des entreprises qui émettaient des obligations. Elle introduisit ensuite les appréciations sous forme de notes synthétiques.

D'autres agences de notation furent ensuite créées, Poor's Publishing Company en 1916, Standard Statistic Company en 1922, Fitch Publishing Company créée par John Fitch en 1924, Duff and Phelps en 1932.

Cette nouvelle activité fut, pour l'essentiel, bien accueillie. La raison principale de ce développement était liée à la taille du marché nord-américain. La collecte d'informations était

[5] Analyste financier et investisseurs américain, John Moody (1868-1958) est le pionnier de la notation, il est le fondateur de Moody's investors service, actuelle agence de notation Moody's.

CESAG BIBLIOTHEQUE

difficile à cause de la grande étendue géographique et économique du territoire. Les agences de notation rendirent la communication plus efficace par la mise en place d'un système d'informations permettant de renseigner sur la situation financière de toute société.

Dans les années 1920, le champ d'analyse des agences de notation s'étendit ensuite des émissions d'entreprises aux émissions des collectivités locales.

Malheureusement, lors de la crise de 1929, de nombreux émetteurs bien notés firent faillite[6]. C'est le cas par exemple de la Bolivie en 1931, du Pérou, du Chili, de la République Dominicaine et du Brésil en 1932, de la Grèce, du Salvador et de la Bulgarie en 1933, de la Hongrie et de l'Allemagne en 1934. La crise démontra ainsi les limites de l'efficacité prédictive de la notation.

Une révision de cette activité fut alors effectuée. L'attribution des notes fut plus sévère et une définition plus stricte des critères fut entreprise. Ainsi, la note triple A ne devait être attribuée qu'à une société dont la solidité financière était suffisante pour surmonter une crise d'une grande ampleur comme la crise de 1929.

En 1941, Poor's Publishing Company et Standard Statistic Company fusionnèrent pour former l'agence Standard & Poor's (S&P). Celle-ci avec l'agence la plus ancienne Moody's dominèrent le marché américain dès 1940.

Ce bref aperçu historique montre à quel point l'utilisation de la notation est devenue une tradition sur le territoire américain. Les investisseurs ayant besoin d'informations ont formalisé définitivement l'obligation de fait de la notation, ce qui a favorisé l'internationalisation de la notation.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

2. L'essor international de la notation

2.1 Essor international à partir des années 1970

C'est à partir des années 1970 que l'activité de notation connaît une forte croissance et se répand dans le monde. Nous pouvons distinguer deux grandes tendances au sein de ce phénomène d'internationalisation de la notation. D'une part, S&P, Fitch et Moody's se sont implantées sur les principaux marchés étrangers et, d'autre part, des agences nationales ont

[6] Gaillard, 2007 et Flandreau, Gaillard et Packer Op cité par Norbert Gaillard (2010), Les agences de notation, p 47.

été créées.

2.1.1 Les trois grandes agences de notation

- Moody's

Créée par John Moody's en 1909, elle détient 40% de part de marché dans le domaine de la notation de crédit[7]. C'est la holding de Moody's Analytics, un fournisseur de solution de gestion des risques et Moody's Investors Service, société d'analyse financière d'entreprises commerciales ou d'organes gouvernementaux. C'est elle qui introduisit les symboles de notation triple A à C.

Avec un revenu de deux milliards en 2010, elle emploie 4500 personnes dans le monde et est présente dans 26 pays.

- Standard & Poor's

Elle est issue de la réunion, en 1974, de deux spécialistes de l'information, Poor's Publishing fondée en 1860 et Standard Statistics Bureau, créé en 1906. Filiale de McGraw-Hill, qui publie des analyses financières sur les actions et les obligations, elle est connue sur le marché américain pour son indice boursier S&P 500, pour son correspondant australien, le S&P 200, ainsi que pour l'équivalent canadien S&P TSX.

Standard & Poor's publie 48 fois par an une lettre d'information hebdomadaire d'analyse du marché boursier. Elle a ses bureaux dans 23 pays et une part de marché d'environ 40%[8]. Son siège se trouve à New York aux Etats-Unis.

- Fitch Ratings

Fitch résulte de rapprochements successifs de structures de taille moyenne. Elle a racheté successivement IBCA, Fitch Investors Services, Duff and Phelbs, Thomson Bankwatch et Asset Management Rating. En 2007, Fitch a réalisé l'acquisition de 53% de Korea Ratings avant de réorganiser en 2008 ses activités en séparant son activité de notation de celle de ses autres produits et services regroupés dans Fitch Solutions. Fitch est le troisième acteur

[7] Site web de Moody's, www.moodys.com
[8] Source: site web de S&P, www.standardandpoors.com.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

mondial de la notation financière avec environ 16% de part de marché[9] et note les émetteurs de dette dans plus de 90 pays.

Se définissant souvent comme la seule agence européenne, elle est détenue majoritairement par Fimalac SA, groupe de service financier ayant son siège à Paris. Fitch présente un chiffre d'affaires ayant progressé de 20 à plus de 600 millions de dollars entre 1997 et 2007. Elle a deux sièges sociaux, à New York et à Londres, et dispose de 49 bureaux.

2.1.2 L'émergence des agences nationales

L'expérience acquise par les agences Moody's, Fitch et S&P les place en situation de monopole. Mais cela n'a pourtant pas empêché l'émergence de nombreuses agences locales. Ainsi, des agences à vocation nationale ont vu le jour au Canada, au Japon, au Royaume-Uni, en Australie, en Suède, en Espagne et en France. Ce mouvement a également touché les nouveaux pays industrialisés comme la Corée du Sud, la Chine et l'Inde. Il existe enfin des agences locales en Amérique du sud, en Afrique et au Pakistan.

La Banque des Règlements Internationaux (BRI) recense près de 130 agences de notation dans le monde[10], mais la prééminence internationale des deux principales agences américaines et de Fitch Rating reste réelle. Les agences locales ne sont pas encore parvenues à une reconnaissance internationale.

2.1.3 Dagong Global Credit Rating

La Dagong Global Credit Rating est une agence de notation chinoise fondée en 1994. A l'été 2010, elle s'est lancée sur le marché de l'évaluation de la dette des Etats[11], sur lequel elle est connue pour avoir attribué des notes plus faibles aux pays occidentaux que les grandes agences précitées. Elle est globalement jugée crédible dans ses notations par des économistes comme Patrick ARTUS[12].

Elle travaille en collaboration avec le département d'économie et de finance de l'université de Tianjin, et dispose également d'une école de formation avec cette dernière: la crédit rating

[9] Source: site web de Fitch Rating, www.fitchratings.com.
[10] Eric PAGET-BLANC & Nicolas PAIVIN (2007), la notation financière: rôle des agences et méthodes de notation, p 11.
[11] Le 11 juillet 2010, elle a publié les premières notes de 50 pays (20 pays d'Europe, 17 d'Asie, 8 d'Amérique, 3 d'Afrique et 2 d'Océanie). Aujourd'hui elle note 67 pays. Pour plus de détail, voir le site web, www.dagongcredit.com.
[12] Responsable du service de la recherche chez NATIXIS.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

and risk management training school. Elle associe le milieu académique et professionnel à son processus de notation.

Dagong emploie 500 personnes et dispose de 34 succursales en Chine et est membre de l'association des agences de notation d'Asie ou Association of Credit Rating Agencies in Asia (ACRAA).

2.2 Quid de la notation financière en Afrique?

En Afrique, l'utilisation de la notation financière pour les marchés financiers n'est pas une pratique courante. Cependant, on assiste depuis quelques années à un balbutiement des agences de notation locales comme la Global Credit Rating en Afrique du Sud, la West African Rating Agency au Sénégal, la Bloomfield Investment en Côte d'Ivoire, la Finance and Banking Consultants International en Egypte.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

2.2.1 La Global Credit Rating (GCR)

La Global Crédit Rating est la première agence de notation financière en Afrique dont le siège se trouve à Johannesburg en Afrique du Sud. Elle a été créée en tant qu'antenne africaine de la société Duff & Phelps en 1996. Actuellement la PROPARCO et la DEG/KFW ont une prise de participation dans l'agence.

Elle s'est spécialisée dans la notation de la capacité de règlement des sinistres pour les assureurs. La GCR attribue des notes à une gamme complète de catégorie de valeurs mobilières. Elle attribue environ 81% des notations financières portant sur la capacité de règlement des sinistres sur le continent africain[13]

La notation financière de la GCR s'inspire de techniques analytiques qui intègrent des facteurs quantitatifs et qualitatifs. Elle examine la capacité de l'assureur à faire face à ses obligations, aussi bien sur une échelle de notation nationale qu'internationale.

2.2.2 Bloomfield Investment

Bloomfield Investment est une agence de notation du risque de crédit qui opère en Afrique Centrale et en Afrique de l'Ouest. C'est une filiale du Groupe Bloomfield Financial et a son siège à Abidjan en Côte d'Ivoire avec une représentation à Paris en France.

[13] Source: site web de GCR, www.globalratings.net.

Elle propose un système de notation du risque de crédit des emprunteurs et des émetteurs de titres obligataires de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) et de la Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC). En somme elle note cinq catégories d'émetteurs : les entreprises industrielles et commerciales, les institutions financières et d'assurance, les entités publiques, les souverains et les financements structurés.

Sa méthodologie, qui s'appuie sur des critères à la fois qualitatifs et quantitatifs, se fonde sur l'approche suivie par les banques de développement et par celle des agences de notation internationales. Cependant, sa spécificité réside dans sa maîtrise du contexte local des deux zones. Les notes sont attribuées sur une échelle de risque comprenant vingt (20) crans, reparties en huit (08) classes de risques.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Tableau 1: Correspondance indicative d'échelle de notation de Bloomfield et des grandes agences de notation.

Echelle Bloomfield Investment	Echelles agences internationales (Fitch/Moody's/Standard & Poor's)
AAA	BBB-/Baa3/BBB- et au-dessus
AA+ à AA- (classe AA)	BBB-/Baa3/BBB- à BB/Ba2/BB
A+ à A- (classe A)	BB/Ba2/BB à B+/B1/B+
BBB+ à BBB- (classe BBB)	B+/B1/B+ à B/B2/B
BB+ à BB- (classe BB)	B/B2/B+ à B-/B3/B-
B+ à B- (classe B)	CCC/Caa1/CCC à CC/Caa2/CC
CCC à C (Classe C)	C/Caa3/C à RD/Ca/SD
D	D/C/D

Source: site web Bloomfield Investment, www.bloomfield-financial.com.

II. Les fondements théoriques de la notation financière

La littérature académique assigne une double fonction aux agences de notation. Elles doivent veiller aux intérêts des investisseurs externes des entreprises, mais aussi leurs donner les moyens de faire valoir leur point de vue dans des conflits qui peuvent éventuellement les opposer aux actionnaires. Elles doivent également être partiellement concurrentes aux services d'analyse des banques en proposant des économies d'échelle quand elles se substituent à ces dernières.

La justification théorique des agences de notation peut être considérée sous deux angles. Un angle micro-économique, qui trouve son fondement dans la théorie de l'agence et l'asymétrie

d'information, et un angle macro-économique, qui se penche sur le rôle de la notation à l'échelle du marché à travers la théorie de l'efficience des marchés.

1. Les fondements micro-financiers et la théorie de l'agence

L'utilité micro-économique des agences de notation a été établie en retenant comme hypothèse l'imperfection des marchés et les asymétries d'information. Avec les travaux de Merton, considérant un actionnaire comme le détenteur d'une option sur les actifs de l'entreprise, on voit apparaître la seconde fonction des agences de notation, le suivi du niveau de risque de l'investisseur. Les agences sont aussi utiles de par leur spécificité.

La théorie de l'agence a été mise en avant par Jensen et Meckling en 1976 pour expliquer la relation emprunteur-prêteur[14] et peut être appliquée à la relation entre actionnaire-dirigeant et investisseur. Une relation d'agence au sens de Jensen et Meckling est un contrat par lequel un individu appelé mandant, ou principal, engage un autre individu appelé mandataire, ou agent, pour accomplir une mission en son nom, nécessitant une délégation d'autorité de décision à l'agent. Cette relation d'agence permet de répondre à une situation d'asymétrie d'information qui apparaît lorsque deux personnes ne bénéficient pas du même niveau d'information.

L'exemple le plus couramment cité pour illustrer cette situation, est celui décrit par Akerlof (1970) concernant le marché des véhicules d'occasion. Dans son exemple, les demandeurs et les offreurs disposent d'informations différentes sur la qualité des biens vendus. Les propriétaires actuels des véhicules connaissent en effet la qualité de leur voiture, alors que les acheteurs potentiels ne seraient pas en mesure de déterminer si le prix demandé est justifié. Or, les marchés financiers sont justement confrontés à ce type d'asymétrie d'information.

Celle-ci diffère ainsi entre un emprunteur, qui a besoin de financer ses activités, et un prêteur, qui souhaite placer ses fonds. L'emprunteur connaît a priori les composantes de son projet et les risques financiers attachés, alors que le prêteur dispose uniquement des informations que l'emprunteur accepte de lui communiquer.

Avec la forte croissance des marchés des dettes, leur élargissement international, l'apparition de nouveaux acteurs, la sophistication des techniques financières et la désintermédiation bancaire, les prêteurs ont de plus en plus de difficultés à obtenir une information suffisante.

[14] En effet, l'emprunteur à plus d'information que le prêteur sur ses propres possibilités de remboursement, sur la qualité des projets qu'il cherche à financer et sur sa capacité à les mener à bien.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

En outre, l'investisseur n'a pas forcément les moyens, le temps et l'expertise pour analyser les informations de façon pertinente et en demander d'autres le cas échéant.

En effet, les gérants de fonds de petite et moyenne taille n'auraient pas toujours les moyens de développer leurs propres outils d'évaluation interne et s'appuieraient davantage sur les notations externes. Les gérants des fonds plus importants utilisent leur système de notation interne en complément de la notation externe fournie par les agences de notation.

L'agence de notation assure donc le rôle de mandataire auprès de l'ensemble des investisseurs, qualifié de principal. Les détenteurs de titres sont confrontés à un cas d'aléa moral qui apparaît en cas d'impossibilité d'observer le comportement de l'autre partie. Les investisseurs qui interviennent sur le marché obligataire ne connaissent pas en effet la situation financière réelle de l'entreprise émettrice. Ils rencontrent par conséquent des difficultés pour apprécier sa réelle qualité de crédit.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

2. Les fondements macro-financiers et la théorie des marchés efficients

La notation s'est essentiellement créée et développée en réponse à un besoin du marché, indépendamment de toute réglementation. Elle apparaît comme un élément structurant le marché financier. La théorie des marchés efficients justifie un tel fondement.

En effet, l'efficience des marchés constitue la clé de voûte de la théorie financière. Selon Fama (1965), un marché financier est dit efficient si, et seulement si, l'ensemble des informations disponibles concernant les actifs financiers cotés sur ce marché sont immédiatement intégrés dans le prix de ces actifs. En principe, le prix de cet actif sur un marché efficient devrait être instantanément modifié dès l'annonce d'une information relative à cet actif.

Les principales conséquences découlant de cette définition sont que l'efficience ne concerne pas uniquement les marchés d'actions et que l'information est diffusée simultanément à l'ensemble des acteurs concernés. Enfin, aucun investisseur ni aucun analyste ne serait susceptible de prévoir à l'avance l'évolution des cours d'un actif financier puisqu'elle dépend d'une information future et nouvelle.

Appliquée au cas des annonces de notation, qui fournissent une information nouvelle au marché, le prix des obligations déjà émises et le prix des actions devraient ainsi être quasi

instantanément modifiés de manière à ce que le nouveau prix intègre l'évolution du risque de non-remboursement et ses incidences.

L'efficience des marchés dans cette acception est la traduction financière de la notion de marchés purs et parfaits, décrite par les économistes libéraux du 19ème siècle, qui suppose la réunion de six conditions:

- la rationalité des investisseurs qui doivent agir de manière cohérente par rapport aux informations reçues et chercher à maximiser le gain réalisable pour un niveau de risque donné ou à minimiser le risque pour un niveau de gain donné,
- la libre circulation de l'information et la réaction instantanée d'investisseurs capable de la traiter en temps réel,
- la gratuité de l'information c'est-à-dire obtention de l'information sans coût supplémentaire de gestion pour tous les agents,
- l'absence de coûts de transaction et de taxes boursières,
- l'atomicité des investisseurs,
- la liquidité du marché.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Cependant, la plupart de ces conditions ne sont pas réunies sur les marchés financiers actuels dans la mesure où les investisseurs ne sont pas tous rationnels[15], l'information ne circule pas parfaitement et les coûts de transaction ne sont pas nuls. Pour intégrer ces imperfections, la théorie de l'efficience des marchés est redéfinie de la façon suivante : les marchés sur lesquels les prix des actifs cotés intègrent les informations les concernant sont réputés efficients dans la mesure où aucun investisseur ne peut, en achetant ou en vendant cet actif, en tirer un profit supérieur aux coûts de transaction engendrés par cette action.

La notation contribue à une plus grande transparence, condition *sine qua non* d'un marché efficient et évolué. Les agences de notation contribueraient ainsi à l'efficience des marchés financiers par la réduction de l'asymétrie d'information.

[15] En effet, ceci se justifie par le concept de rationalité limité développé par l'économiste américain Herbert A. Simon. Le concept suppose que l'acteur économique a un comportement rationnel mais que sa rationalité est limitée en terme de capacité intuitive ou cognitive et d'information disponible. Lors d'un choix complexe, il cherche moins à étudier l'ensemble des possibilités qu'à trouver une solution raisonnable dans une situation d'incertitude.

Chapitre II. : LA METHODOLOGIE DE LA NOTATION FINANCIERE ET SA DYNAMIQUE.

La notation financière constitue le fondement du métier des agences de notation. Elle repose sur une méthodologie précise.

I. Principes de base de la notation financière

1. L'activité de la notation financière

L'activité de la notation financière consiste à noter les émetteurs. Elle est faite par des entreprises commerciales de droit privé, les agences de notation ou de rating.

1.1 Le rôle des agences de notation

Les agences de notation ont pour tâche d'évaluer, en toute indépendance, le risque de faillite ou de non remboursement d'un acteur économique émettant des titres de dette, comme des obligations par exemple. En clair, elles informent les investisseurs du risque qu'ils courent s'ils prêtent à telle société ou à tel Etat. Leur notation est principalement utile à trois catégories d'intervenant sur le marché à savoir les émetteurs, les investisseurs et les autorités de tutelle.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

1.1.1 Les émetteurs

Les émetteurs ont plusieurs avantages à faire noter leurs émissions. En premier lieu, cela leur facilite l'accès au marché financier, ce qui accroît leur indépendance vis-à-vis de leurs intermédiaires traditionnels, les banques. L'accès direct des entreprises au marché des titres de créance négociables leur offre en effet de nouvelles sources de financement, à des conditions généralement inférieures à celles des banques.

En second lieu, La notation leur permet également d'augmenter la liquidité de leurs titres. En effet, une bonne note attire les investisseurs vers les titres déjà émis par l'émetteur, sur le marché secondaire. Dès lors, la notation de ces titres permet d'améliorer leur négociabilité.

En troisième lieu, la notation permet à l'émetteur de renforcer sa notoriété et son image. Les informations délivrées par les agences de notation sont en effet largement répercutées par la presse financière.

1.1.2 Les investisseurs

La notation financière donne aux investisseurs une meilleure information sur la qualité de la signature des différents émetteurs. Or, cette information leur est indispensable pour maîtriser le risque de crédit et sélectionner les titres de créances. Suivant leur aversion au risque, ils vont choisir de ne pas investir dans des titres présentant une notation inférieure à une note minimale ou, inversement, ils vont choisir d'acheter des titres relativement mal notés afin d'obtenir un taux de rendement supérieur.

Néanmoins, les investisseurs doivent intégrer plusieurs éléments autres que la notation dans leur stratégie. Il appartient, par exemple, aux investisseurs d'évaluer eux-mêmes l'état du marché au moment où ils souhaitent s'engager ou se désengager.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

1.1.3 Les autorités de tutelle

Avec l'apparition du marché des titres de créance négociables et la multiplication du nombre d'émetteurs, les autorités de tutelle comme l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP) en France, le Conseil Régional de l'Epargne Public et des Marchés Financiers (CREPMF) dans l'espace UEMOA par exemple, ont jugé nécessaire de renforcer l'information des investisseurs sur la solvabilité financière des émetteurs.

La présence des agences de notation a essentiellement eu pour effet d'accroître la sécurité et de diffuser une information supplémentaire. En effet, la libre diffusion d'une information synthétique et accessible à tous sur la solidité financière des émetteurs constitue un complément précieux aux autres modes d'information. Cette transparence a ainsi permis d'accroître la sécurité des transactions sur le marché financier en incitant les intervenants à être plus sélectifs quant à la qualité des créances qu'ils prennent en portefeuille.

2. Le champ d'intervention des agences de notation

Les agences de notation peuvent noter tous les organismes qui souhaitent avoir recours au crédit par le biais du marché financier. Ainsi les agences de notation notent-elles les pays, les collectivités territoriales, les institutions financières et les sociétés non financières.

2.1 La notation des institutions financières

L'émetteur est étudié sous trois angles différents: l'environnement économique et règlementaire, la situation de l'émetteur au sein du système bancaire et l'analyse fondamentale

- L'environnement économique et règlementaire

Il s'agit d'examiner le degré d'intermédiation du système, les parts de marché des principaux groupes financiers et le degré de concentration au sein de chaque groupe.

Pour ce faire, les agences prennent en compte l'influence de l'émergence des nouveaux marchés et de nouveaux produits sur l'activité des institutions financières, l'impact de la désintermédiation bancaire et du décloisonnement des marchés et les liens entretenus avec les pouvoirs publics d'une part et le secteur industriel d'autre part.

- La situation de l'émetteur au sein du système bancaire

Il s'agit d'analyser la position de l'émetteur au sein de son propre système financier afin d'évaluer ses forces et ses faiblesses, ainsi que le soutien dont il pourrait bénéficier en cas de difficultés importantes.

Les agences de notation définissent en premier lieu la nature de l'activité de l'émetteur et sa part de marché sur cette activité. Elles attachent une importance particulière à la composition de l'actionnariat des établissements de crédit et prennent également en considération le statut juridique de l'établissement.

- L'analyse fondamentale

L'analyse fondamentale porte sur les fonds propres et la qualité des actifs. Les agences de notation apprécient le niveau de fonds propres d'un établissement financier en fonction de ses activités. Elles évaluent également, la capacité de l'établissement à augmenter le niveau de ses fonds propres.

Pour apprécier la qualité des actifs, les critères utilisés sont l'analyse :

- de l'organisation et des stratégies en matière d'octroi de crédits,
- de la politique des règles internes en matière de contrôle des risques,

CESAG - BIBLIOTHEQUE

- de la qualité du portefeuille de crédit par l'étude de sa composition.

L'agence s'attache enfin à étudier la rentabilité de l'établissement de crédit à travers deux ratios :

- produit net bancaire / fonds propres,
- résultat net / fonds propres.

Elle étudie également la taille et l'image de l'établissement considéré.

2.2 Les sociétés non financières (SNF)

La notation des entreprises non financières consiste à évaluer la capacité de l'entreprise à rembourser les titres de créances qu'elle a émis sur le marché. L'analyse porte sur l'environnement macroéconomique, le risque industriel, le risque financier et le risque pays.

- L'environnement macroéconomique

L'analyse de l'environnement macroéconomique consiste principalement à prendre en compte le contexte économique et politique dans lequel l'entreprise évolue. Par ailleurs, il est particulièrement important de connaître avec précision la nature et le degré des interactions qui existent entre les entreprises et l'Etat.

Ainsi, dans ses études, Standard and Poor's prend en considération le soutien gouvernemental dont bénéficient certaines entreprises. A titre d'exemple, la notation AAA délivrée par Standard and Poor's à la RATP ou la SNCF traduit bien l'implication de l'Etat français dans ces deux entreprises publiques.

- Le risque industriel

L'analyse du risque industriel s'appuie sur une approche plus qualitative que quantitative. Cette analyse suppose une connaissance approfondie du secteur, une évaluation de la position concurrentielle de l'entreprise dans son secteur et une bonne compréhension de la stratégie suivie par l'entreprise ainsi que la capacité de son équipe dirigeante à la mettre en œuvre.

- Le risque financier

L'analyse du risque financier permet d'appréhender la capacité de l'entreprise à honorer le service de sa dette. Ceci nécessite d'évaluer, d'une part, sa capacité à générer des flux de

CESAG - BIBLIOTHEQUE

trésorerie et, d'autre part, sa flexibilité financière. Ces éléments s'apprécient à travers l'analyse des comptes de l'entreprise, généralement sur une période de trois à cinq années.

La capacité à générer les flux repose sur une analyse du compte de résultat. L'analyse porte d'abord sur la croissance des revenus et des marges bénéficiaires réalisées, ajustée par des décalages de trésorerie, le besoin en fond de roulement (BFR). Il s'agit ensuite d'examiner la politique d'investissement de l'entreprise afin de déterminer le montant des flux d'investissement nécessaire à la mise en œuvre de la stratégie.

La flexibilité financière se définit comme la capacité d'une entreprise à faire face à ses besoins financiers sous différents *scenarii* sans mettre en péril le service de sa dette financière. Elle s'apprécie en faisant une distinction entre la flexibilité à moyen et long terme ou solvabilité et celle à court terme ou liquidité.

La solvabilité est le principal facteur influençant la flexibilité financière. Elle peut être mesurée relativement aux ressources propres de l'entreprise ou à travers les ressources qu'elle serait en mesure de mobiliser en cas de crise.

L'analyse de la liquidité de l'entreprise consiste à déterminer sa capacité à faire face à ses obligations financières à court terme c'est-à-dire à moins d'un an. Afin de l'évaluer, il convient de déterminer dans quelle mesure les besoins à court terme, avérés et potentiels, sont couverte avec les ressources à court terme.

2.3 La notation du risque souverain

Le risque souverain se définit comme le risque de défaut d'un Etat sur sa dette. L'attention particulière portée aux notes obtenues par les Etats est due au fait qu'ils sont non seulement les émetteurs les plus importants sur les marchés nationaux de capitaux, mais aussi qu'ils influencent la note des emprunteurs basés dans le pays. Il est rare en effet que les émetteurs des secteurs public ou privé bénéficient d'une notation plus favorable que l'Etat du pays auquel ils appartiennent.

Les agences, lorsqu'elles procèdent à la notation du risque souverain, distinguent la note attribuée à la dette en monnaie locale de celle attribuée à la dette en devise. La méthodologie de notation du risque souverain s'appuie sur les mêmes principes généraux que ceux utilisés pour les entreprises non financières. Elle repose sur une évaluation du montant de la dette due et de la capacité du souverain à faire face aux échéances du service de sa dette.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Cependant, les mesures utilisées diffèrent. Elles ne s'appuient pas sur des outils de la comptabilité privée mais de la comptabilité publique. Par exemple la capacité à générer des cash-flows pour un souverain ne s'appréhende pas par sa capacité d'autofinancement, mais plutôt par ses recettes fiscales et son solde budgétaire primaire. De même, elles intègrent non seulement la capacité, mais aussi la volonté du souverain d'assurer le service de la dette, et fait une distinction entre le défaut sur la dette extérieure et celui sur la dette intérieure[16].

En somme, la notation du risque souverain par les agences de notation prend en compte des éléments quantitatifs et qualitatifs. La partie quantitative est en moyenne à l'origine de 90% de la note pour les pays émergents et 82% pour les pays développés[17].

Le tableau 2 ci-dessous montre les différentes configurations possibles de la notation souveraine en fonction du profil politico-économique et de la flexibilité de l'économie de l'Etat noté.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Tableau 2: Rating souverain.

		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 fort	1.0-1.7	AAA	AAA	AAA	AA+	AA	A+	A	A-	BBB+		
	Très fort	1.8-2.2	AAA	AAA	AA	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-
	Fort	2.3-2.7	AAA	AA+	AA	AA-	A	A-	BBB+	BBB	BB+	BB	B+
	Modérément fort	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

Source: NATIXIS.

Dans le tableau 3 qui suit, nous avons élaboré une grille d'évaluation du risque souverain.

[16] Cette dernière pouvant être remboursée par création monétaire, sauf si la banque du pays est réellement indépendante.

[17] Selon une étude de NATIXIS

Tableau 3: Grille d'évaluation du risque souverain.

Déterminants		Principaux critères retenus		Notes[18]	Type de variable
Profil politico-économique	Politique	**Facteurs primaires:** stabilité, efficacité et prévisibilité de l'action publique et des institutions politiques.		1 à 6	Qualitative
		Facteur secondaires: transparence et imputabilité des institutions, niveau de corruption, respect de la règle de droit et des contrats, liberté d'expression, fiabilité des données statistiques et des finances publiques.			
	économique	**Score initial:** PIB/tête (exprimé en USD).		1 à 6	Quantitative
		Facteurs d'ajustement positifs: contrôle de capitaux (monnaie sous-évaluée), croissance économique (<à la moyenne de ses pairs).			
		Facteurs d'ajustement négatifs: contrôle de capitaux (monnaie surévaluée), croissance économique (>à la moyenne de ses pairs), degré de diversification de l'économie (très concentrée) et de volatilité.			
Flexibilité et performance	Finances publiques	**Performance et flexibilité fiscale**	**Score initial:** Variation de la dette publique en % du PIB.	1 à 6	-Quantitative (déficit et dette) -Qualitative (flexibilité fiscale).
			Facteurs d'ajustement positifs: Disponibilité d'actifs liquide de l'Etat (>à 25% du PIB), capacité à augmenter les recettes fiscales ou réduire les dépenses publiques (>.à 3% du PIB).		
			Facteurs d'ajustement négatifs: Assiette fiscale (non soutenable ou volatile), économie informel (limitant une augmentation des recettes fiscales), besoins en infrastructures de base[19] (santé, éducation).		
		Poids de la Dette	**Score initial:** Niveau de la dette (dette publique nette en % du PIB) **Facteurs d'ajustement positifs:** besoins de financement couvert par des fonds propres officiels (pendant 2-3 ans). **Facteurs d'ajustement négatifs:** part et maturité de la dette brute en devise (> à 40% ou < à 3 ans), détenteurs de la dette de l'Etat (> à 60% par les non résidants et (> à a 20% pour les banque commerciale du pays)		Quantitative
	Système financier et monétaire	**Score initial**	**Régime de change[20]:** Flottement libre, flottement, ancrage non-conventionnel, ancrage conventionnel et caisse d'émission.	1 à 5	Quantitative
			Crédibilité de la politique monétaire (mesurée par le contrôle de l'inflation): indépendance opérationnelle de la banque centrale et clarté des objectifs de la politique monétaire		
			Efficacité du mécanisme de transmission via système financier et marchés des capitaux: créances domestiques en monnaie locale, maturité et montant des émissions obligataire en monnaie locale et à taux fixe, capitalisation boursière.		
		Facteurs d'ajustement négatifs: -inflation ou déflation (moyenne sur 5ans, t-1 à t+3), dollarisation, appartenance à une union monétaire, régime de change discriminatoire (restriction de change). -forte dollarisation (dépôt ou créances > à 75%), inflation sur 5 ans (> à 20%).		1 à 6	
	Situation extérieures	**Score initial**	**Ratio d'endettement extérieur[21] (%) :** dettes externes nettes / recettes du compte courant	1 à 6	Quantitative
			Ratio de liquidité extérieur[22] (%) : Besoins de financement / (recettes du compte courant + réserves mobilisables)		
		Facteurs d'ajustement positifs: position extérieure nette (forte), solde du compte courant (surplus).			
		Facteurs d'ajustement négatifs: source de financement, volatilité des termes de l'échange, solde du compte courant (déficit).			

Source: synthèse réalisée par l'auteur à partir des données NATIXIS.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

[18] 1= plus fort, 6= plus faible.

[19] L'insuffisance dans les services de base s'apprécie par l'Indice du Développement Humain (IDH) du PNUD. Un IDH bas ou moyen signifie insuffisance dans les services de base selon S&P.

[20] Les notes sont : Flottement libre(1), flottement(2), ancrage non-conventionnel(3), ancrage conventionnel(4) et caisse d'émission(5).

[21] Applicable aux souverains avec une monnaie de réserve et aux souverains ayant une monnaie négociée activement.

[22] Applicable aux autres souverains autres que ceux pré-mentionnés

3. Les principes généraux encadrant la notation financière[23]

Les principes généraux qui encadrent la notation financière émanent du comité technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV). L'OICV a publié en 2003 un code qui définit les principes relatifs aux activités des agences de notation de crédit Ce code a pour but de renforcer la protection des investisseurs, l'équité du marché, l'efficacité et la transparence, et de réduire le risque systémique.

Ce code de bonne conduite s'applique à toutes les agences de notation. Suite à la crise des "subprimes", l'OICV a révisé ce code en mai 2008. Trois principes généraux découlent de ce code: la qualité et l'intégrité du processus de notation, l'indépendance et la prévention des conflits d'intérêts et enfin la responsabilité envers les investisseurs et les émetteurs.

Une fois le rôle des agences de notation et le code de bonne conduite du métier exposés, il reste à présenter le processus de notation et sa dynamique.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

II. Le processus de notation financière et sa dynamique.

Le processus de notation des agences comporte généralement cinq grandes étapes:

- la demande de notation,
- l'analyse,
- la décision du comité de notation,
- la publication de la note,
- le suivi de la note.

1. La demande de notation

C'est la première étape du processus de notation. Elle débute par un accord avec l'entreprise ou l'entité concernée. Les agences ne procèdent, en principe, à une évaluation de leur risque de crédit que sur demande[24]. En contrepartie, les agences perçoivent une rémunération estimée par l'émetteur. Selon, Daniel M. Covitz & Paul Harrison (2003) la norme d'honoraire

[23] Pour plus de détails, consulter le site web de l'OICV, www.iosco.org.

[24] Les agences peuvent également noter des opérations sans sollicitation, ni rémunération des émetteur. C'est ce qu'on appelle notation sauvage.

serait de 0,033% pour les 500 premiers millions de dollars américains, puis de 0,02% au-delà de ce seuil.

Selon le barème 2009 de Standard & Poor's pour les Etats-Unis, une grande entreprise doit verser au minimum 70.000 USD au début du processus de notation, puis un abonnement de surveillance s'élevant à environ la moitié de la somme initiale. A chaque fois qu'elle émettra de la dette sur les marchés, elle s'acquittera en plus d'une commission de 0,045% de la transaction. Les montants sont du même ordre de grandeur en Europe.

Pour pouvoir évaluer une entreprise ou une entité, l'agence de notation se doit de bien connaitre cette dernière. Elle va donc devoir recueillir un maximum d'information afin de pouvoir porter un jugement. Pour remplir cette mission, l'agence fait appel à un analyste professionnel qui est spécialisé par branche d'industrie, par pays, par titre ou par type d'engagement.

Pour les grandes agences de notation, «ces analystes sont localisés à travers le monde et restent liés entre eux par leurs spécialisations et les travaux qu'ils entreprennent»[25].

L'agence doit recueillir des informations publiques livrées par l'entreprise ou l'entité sur ses états financiers ainsi que sur ces comptes de gestion. L'agence de notation ne reprend pas le travail effectué par les commissaires aux comptes car elle considère le travail déjà établi comme une image fidèle de l'entreprise ou de l'entité. Elle doit également collecter des informations dites privées, qui ne devront pas être divulguées. Elle va pour cela chercher des informations auprès des dirigeants et des partenaires de l'entreprise ou de l'entité.

Dans sa collecte d'information, l'agence doit en plus des éléments comptables rassembler des éléments stratégiques et opérationnels. Elle doit donc collecter toute information susceptible d'être essentielle à la formation d'un jugement complet sur l'entreprise ou sur l'entité.

2. L'analyse

Cette seconde phase du processus de notation va utiliser les informations collectées précédemment. Il s'agira de préparer en collaboration avec l'émetteur un schéma d'analyse.

L'analyste de l'agence de notation devra effectuer:

- une analyse interne: points forts et points faibles de l'entreprise ou de l'entité,

[25] Bruno Thiery, Notation, article 62 ; encyclopédie des marchés financiers de Yves Simon.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

- une analyse externe: les opportunités et les risques de l'entreprise ou de l'entité.

Ces analyses permettront de constituer un rapport qui doit mettre en avant les perspectives futures d'évolution de l'entreprise ou de l'entité, sa capacité à et sa volonté de rembourser les dettes qu'elle a émises.

Les éléments essentiels de l'analyse sont les prévisions de cash flows que l'entreprise ou l'entité peut générer dans le futur et surtout les conditions dans lesquels ces cash flows futurs permettront de rembourser la dette émise ou contractée. Tout élément rendant ces cash flows volatils, tels que « des investissements de diversification ou l'adoption d'une politique financière agressive interviendront de façon négative sur le jugement de l'agence »[26]. À l'inverse, un faible ratio d'endettement par rapport aux fonds propres ou une politique conservatrice sur les risques financiers agira de manière positive sur la notation.

3. La notation

Un comité indépendant, le comité de notation, va se servir du rapport de l'analyste afin de procéder à l'attribution d'une note. Ce comité est composé d'experts qui n'ont aucun rapport avec l'entreprise ou l'entité notée. L'échelle de notation distingue le risque de défaut sur les dettes à court terme, c'est-à-dire à moins d'un an et les dettes à long terme, c'est-à-dire plus d'un an. Les notes sont données sous la forme de lettres affectées ou non d'un signe + ou -.

Pour le long terme, les agences de notation différencient les émetteurs en deux (02) catégories:

- la catégorie ''placement'' ou ''investment grade'' pour les meilleurs,
- la catégorie ''spéculatif'' ou ''high yield'' ou ''junk''.

Le tableau 4 ci-après, assure la correspondance entre les échelles de notation des différentes agences, et en donne la signification.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

[26] Bruno Thiery, Notation, article 62 dans l'encyclopédie des marchés financiers d'Yves Simon

Tableau 4: Les échelles de notation.

	Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		Dagong Global Credit Ratings		Commentaires
	Long Terme	Court Terme	Long Terme	Court Terme	Long Terme	Court Terme	Long Terme	Court Terme	
Catégorie d'investissement	Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	AAA	A-1	Sécurité maximale. Risque quasi nul, donc spreads de taux faibles. La capacité à et la volonté de payer les intérêts sont extrêmement fortes.
	Aa1		AA+		AA+		AA+		High Grade. Qualité haute ou bonne. excellente sécurité financière, mais présente sur le long terme un risque de crédit supérieur par rapport à triple A.
	Aa2		AA		AA		AA		
	Aa3		AA-		AA-		AA-		
	A1		A+	A-1	A+	F1	A+	A-2	Uper Medium Grade. Qualité moyenne. Indiquent une faible anticipation de risque sur le crédit, mais susceptible d'être affectée de façon plus sensible par des changements de situation économiques que dans le cas où les notes sont plus élevées.
	A2		A		A		A		
	A3	P-2	A-	A-2	A-	F2	A-		
	Baa1		BBB+		BBB+		BBB+		Lower Medium Grade. Qualité moyenne inférieure. Niveau le plus bas d'investment grade. La qualité de crédit est bonne mais les spreads de taux sont élevés car pas de très bonne visibilité sur le long terme
	Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	BBB	A-3	
	Baa3		BBB-		BBB-		BBB-		
Catégorie spéculative	Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	BB+	B	Non Investment Grade. Le risque de défaut est moyen. La capacité de paiement sur le long terme est faible.
	Ba2		BB		BB		BB		
	Ba3		BB-		BB-		BB-		
	B1		B+		B+		B+		Très spéculatif. Risque de défaut relativement élevé.
	B2		B		B		B		
	B3		B-		B-		B-		
	Caa		CCC+	C	CCC	C	CCC+	C	Risque substantiel. En mauvaise condition. Un défaut de l'émetteur est tout à fait possible.
							CCC		
							CCC-		
	Ca		CCC				CC		Extrêmement spéculatif. La probabilité de défaut est très élevée.
	C		CCC-				C		Défaut imminent.
			D	D	DDD	D		D	En défaut.de paiement. Les émetteurs notés ainsi ont fait défaut sur la totalité ou une partie de leurs obligations financières.

Sources: réalisé par l'auteur à partir des manuels de Méthodologies de Moody's, S&P, Fitch, Dagong (voir les sites web des agences correspondante).

CESAG - BIBLIOTHEQUE

4. La publication

Une fois que le comité de notation a rendu son verdict final, la note est publiée dans la presse financière, le réseau d'information de la bourse et dans les publications régulières des agences de notation. Toutefois, l'entité notée est libre d'accepter ou de refuser la note de l'agence en demandant à ce que la note ne soit pas diffusée. On peut signaler également que certaines agences procèdent à des notations dites sauvages, c'est-à-dire non sollicitées par l'émetteur et donc non payées par ce dernier.

5. Le suivi de la notation

Le suivi ainsi que l'actualisation des notes sont assurés par l'agence de notation pendant toute la durée de l'opération d'emprunt. En principe, les notes attribuées sont ensuite revues par les analystes, sur une base annuelle pour les notes de long terme et semestrielle pour les notes de court terme.

Dans tous les cas, l'analyste principal établie un contact[27] permanent avec l'entité qui est tenue d'informer l'agence, en temps réel, tout changement susceptible de modifier la note. L'émetteur est donc tenu de communiquer régulièrement par exemple, ses projets d'investissement ou ses rapprochements avec d'autres entreprises.

Les révisions de notes peuvent être publiées sans l'accord de l'entité. Cette révision de la note peut intervenir suite à une mise sous surveillance ou à tout moment si le comité de crédit le juge nécessaire.

5.1 La mise sous surveillance

La mise sous surveillance est un signal qui annonce aux investisseurs un changement imminent de la note à court terme[28]. Elle est soit positive ou négative ou soit évolutive ou neutre et constitue une indication temporaire. Une indication positive signifie une augmentation de la note et une indication négative une diminution de la note. La mise sous surveillance avec la mention évolutive ou stable signifie qu'il y a une très forte probabilité que la note demeure inchangée, malgré les changements intervenus au sein de l'entité.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

[27] Souvent un contact téléphonique.

[28] Délai théorique maximum de trois mois, mais s'établirait en pratique à 67 jours chez Moody's, 69 jours chez S&P selon Norden et Weber (2004) et à 62 jours selon Holthausen et Leftwich (1986).

5.2 La perspective.

Contrairement à la mise sous surveillance, la perspective ou ''outlook'' fait référence à l'analyse de l'agence sur les fondamentaux de l'entité notée. C'est une indication sur la direction dans laquelle la note risque d'évoluer à un horizon de un à deux ans. Une perspective positive signifie que la note pourrait être augmentée et une perspective négative signifie que la note pourrait être dégradée, par contre l'indication stable indique que l'agence n'envisage pas de changer sa note dans le court terme.

Toute modification de note qui n'est pas précédée d'une mise sous surveillance ou d'un changement de perspective contient une information très importante pour les acteurs des marchés financiers. En effet, cette dégradation ou amélioration de la note de l'entité pourrait être interprétée comme une appréciation ou une dépréciation de la qualité de crédit de l'entité, que les marchés n'ont pas anticipée.

Cette présentation du processus de la notation, nous permet à présent de mieux cerner le métier de la notation et ce que signifient les notes que les agences diffusent.

CESAG BIBLIOTHEQUE

CESAG - BIBLIOTHEQUE

DEUXIEME PARTIE

LA NOTATION FINANCIERE ET LA DYNAMIQUE DES MARCHES FINANCIERS.

Chapitre III. : LA NOTATION, ELEMENT CLEF D'UN SYSTEME FINANCIER MONDIALISE.

La notation financière, joue un rôle capital sur les marchés financiers. Elle permet non seulement de résoudre le problème d'asymétrie d'information mais aussi d'optimiser l'efficience des marchés financiers et joue un rôle clef dans la règlementation bancaire édictée par le Comité de Bâle[29] sur la supervision bancaire.

I. Notation et règlementation bancaire

1. La place de la notation dans la règlementation bancaire

Pour l'économiste et consultant de la Banque mondiale, Norbert Gaillard (2011), «si les agences de notation font l'objet d'autant de critiques depuis la fin des années 1990, c'est avant tout parce que les notations ont progressivement acquis un rôle prépondérant dans les réglementations financières[30]». Cette phrase illustre bien la place qu'a occupée et continue d'occuper la notation financière dans la règlementation bancaire.

En effet, il faut remonter à 1931, aux Etats-Unis, pour voir une autorité de régulation, en l'espèce l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC), faire reposer la première réglementation sur la notation financière. Celle-ci précisait que toute banque américaine devrait désormais valoriser les titres qu'elle détenait en portefeuille en fonction de leur notation.

A partir de la fin des années 1980, d'autres organismes de régulation financière, principalement américains et européens, font de la notation financière la pierre angulaire de leur réglementation prudentielle. Ils exigent des fonds propres d'autant plus élevés que les notations des titres détenus en portefeuille sont faibles. Ils promulguent également des règles qui interdisent la détention ou l'achat de titres notés en dessous d'une certaine note.

Ils confèrent ainsi aux agences de notation un rôle de régulateur ou de ''delegated monitoring''.

[29] Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), fondé en 1974, c'est un forum de coopération régulier des banques centrales où sont traité les sujets relatifs à la supervision bancaire. Basé au sein de la BRI, à Bâle en Suisse, les échanges du forum portent sur l'évolution de la règlementation et des pratiques de surveillance à l'échelle nationale ainsi que sur les évènements actuels dans le domaine financier international.

[30] Revue d'économie financière, nº 101, Mars 2011, p 74.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

2. Agences de notation et contrôle prudentiel de Bâle

Etant donné le rôle clef que les agences de notation jouent dans l'évaluation des créances, elles se sont retrouvées placées au centre du dispositif de Bâle sur l'adéquation des fonds propres des banques aux risques.

Dans ses premières propositions de réforme des normes de solvabilité bancaire en juin 1999, le Comité de Bâle a introduit la notation des emprunteurs dans la détermination des exigences en fonds propres bancaires. C'est une innovation majeure puisque les agences de rating se sont retrouvées placées au centre du nouveau dispositif de réglementation prudentielle des banques.

La seconde étape des propositions du Comité de Bâle, publiée en janvier 2001, privilégie la mise en place, dès 2004, de systèmes de notation interne dans l'ensemble des établissements de crédit, en conférant un rôle moins important à la notation externe.

Les agences de notation constituent néanmoins la pièce centrale du cadre réglementaire puisqu'elles jouent un rôle à deux niveaux:

- jusqu'en 2004, la méthode standard de Bâle repose sur les évaluations externes, notamment des agences de notation, pour les établissements qui ne disposent pas de système de notation interne,
- depuis, 2004, les agences de notation, développent des travaux de validation des modèles internes de crédit des banques et en les conseille dans le développement d'outils de mesure des risques.

La méthode standard consiste à recourir à des analyses effectuées par les agences de notation validées par la réglementation prudentielle et qui servent à la mise en œuvre des exigences de fonds propres pour les banques. Cela suppose, bien entendu que les régulateurs assurent l'adéquation entre la note et le niveau de fonds propres exigés.

Le dispositif exige que les fonds propres prudentiels des banques soient supérieurs ou égaux à 8% de leurs actifs pondérés selon la nature de la contrepartie. Le tableau 5, ci-dessous présente une grille indicative des pondérations suivant le type de contrepartie.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Tableau 5: Grille des pondérations des actifs selon la méthode standard issue du deuxième Accord de Bâle.

			Notes					
			AAA à AA-	A+ à A-	BBB+ à BBB-	BB+ à B-	Moins de B-	Non noté
Etats	Souverain		0%	20%	50%	100%	150%	100%
	Autres entités de l'Etat		20%					
Banques	option 1*		20%	50%	100%	100%	150%	100%
	Option 2**	Long Terme	20%	50%	50%	100%	150%	50%
		Court Terme	20%	20%	20%	50%	150%	20%
Entreprise			20%	50%	100%	100%	150%***	100%
Opération de détail	Immobilier							35%
	Autres							75%

* Pondération basées sur celle de l'Etat où la banque est agréée.

** Pondération basées sur la notation de la banque elle-même.

*** 100%pour une note comprise entre BB+ et BB- et 150% pour une note en dessous B+.

Source : Grille conçue par nos soins à partir du document du deuxième Accord de Bâle, de juin 2004.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Le recours aux agences de notation à travers la méthode standard est logique car d'une part, les agences disposent de bases de données importantes sur les emprunteurs et d'autre part, les notes données par les sociétés de rating constituent une mesure du risque de défaut, et de ce fait donne une appréciation raisonnée du risque de crédit et donc une mesure de l'allocation en fonds propres correspondante.

II. Notation et risque de crédit

1. La notation et le risque de défaut

Selon, la définition du Vernimmen[31](2011), le risque de crédit ou de contrepartie est ''le risque de perte sur une créance ou plus généralement celui d'un tiers qui ne paie pas sa dette à temps''. C'est donc le risque de défaut, total ou partiel, de la contrepartie à une opération financière.

Il est fonction de trois paramètres:

- le montant de la créance,
- la probabilité de défaut,
- la proportion de la créance qui sera recouvrée en cas de défaut[32].

[31] Livre de finance d'entreprise Pierre Vernimmen

[32] Nous allons nous intéresser dans le cadre de notre étude qu'à un seul paramètre, la probabilité de défaut.

Le défaut se définit comme un retard de paiement de la dette, qu'il s'agisse du principal ou des intérêts. Il existe une relation statistiquement vérifiable entre les notes attribuées par les agences de notation et le risque de défaut[33]. Elles permettent de déterminer les paramètres de perte de crédit.

En effet, le montant de dette qui ne sera pas recouvré par un créancier à la suite d'un défaut sur un engagement de crédit ou espérance de perte de crédit[34], EPC, est égal au produit de l'exposition au défaut ou Exposure at default (EAD), par la probabilité de défaut ou probability of default (PD) et par la sévérité de la perte (SP) ou ''Loss given default'', c'est-à-dire la perte constatée à condition que le défaut se produise.

$$EPC = EAD \times PD \times SP$$

La probabilité de perte de crédit (PC) est alors égale à :

$$PC = PD \times SP$$

Les agences associent à chaque niveau de note une probabilité de défaut pour une maturité donnée. On utilise alors les taux de défaut publiés par les agences de notation pour chaque niveau de note.

En réalité, les notes traduisent à la fois le risque de défaut et le risque de non recouvrement de la créance. Le taux de défaut associé à une note i, D(i), est obtenu en rapportant le nombre de défauts constatés au cours de l'année pour chaque catégorie de note, Qi, au nombre d'émetteurs notés en début de période N.

$$D(i) = \frac{Qi}{N}$$

On obtient l'espérance de défaut associée à la catégorie de note i, E(D(i)) ou probabilité de défaut annuelle PD(i) en faisant la moyenne des taux de défaut à un an sur une période de T années.

$$E(D(i)) = PD(i) = \frac{\Sigma_{t=1}^{T} D(i)_t}{T}$$

A partir des données que nous avons recueillies sur le site web de Standard & Poor's, nous avons élaboré un tableau qui fait apparaître les taux de défaut des dettes souveraines et privées qu'elle a notées pour chaque catégorie de note pour la période 1975-2010.

[33] La notation financière, rôle des agences et méthodes de notation, Eric PAGET-LANC et Nicolas PAINVIN, P 31.
[34] Expected credit loss, ECL en anglais.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

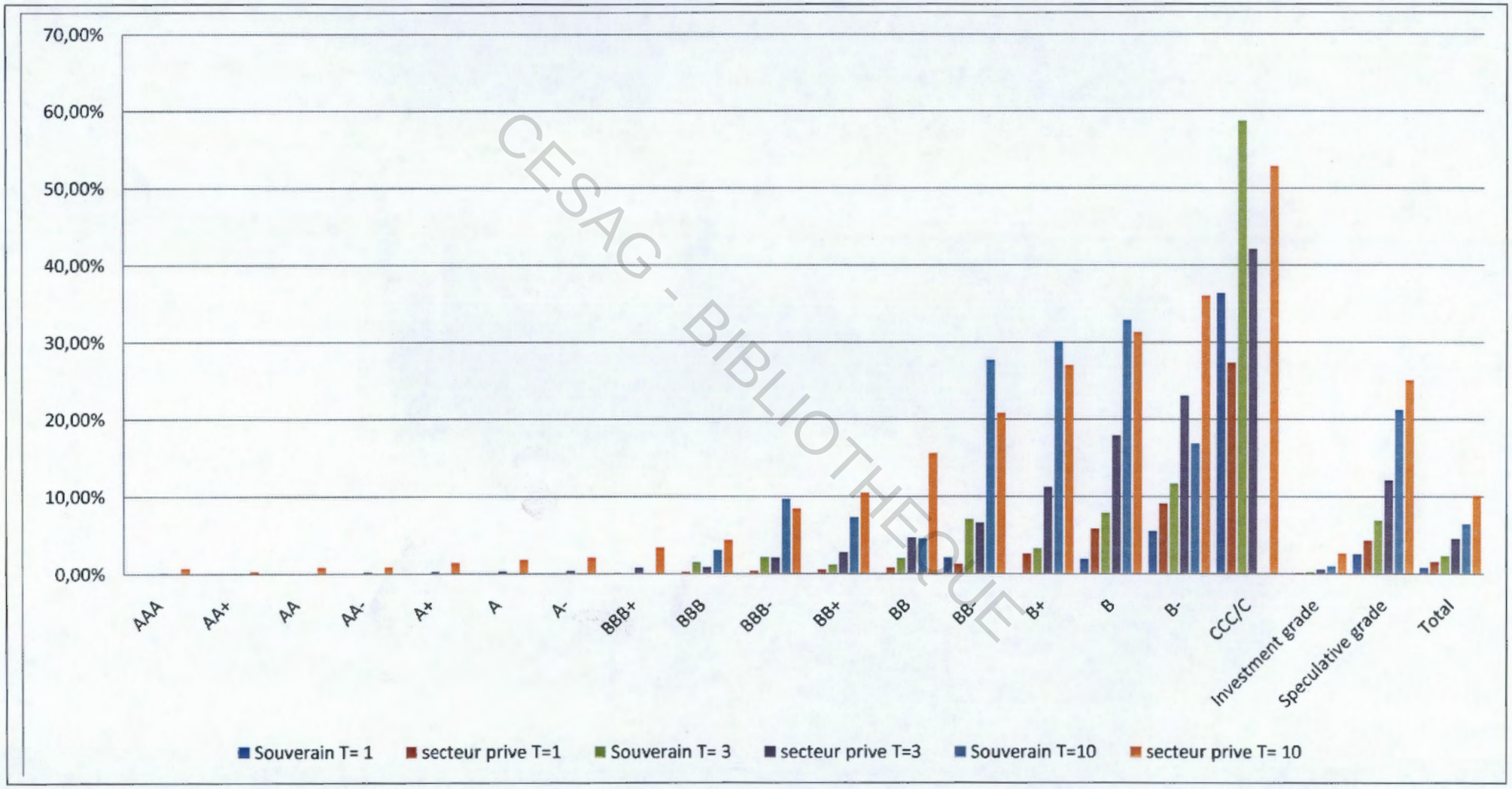
Tableau 6: Taux de défaut moyen par niveau de note, 1975-2010.

	1 an		3 ans		10 ans	
	Souverain T= 1	secteur privé T=1	Souverain T= 3	secteur privé T=3	Souverain T=10	secteur privé T= 10
AAA	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%	0.00%	0.79%
AA+	0.00%	0.00%	0.00%	0.06%	0.00%	0.33%
AA	0.00%	0.02%	0.00%	0.09%	0.00%	0.89%
AA-	0.00%	0.04%	0.00%	0.23%	0.00%	0.92%
A+	0.00%	0.07%	0.00%	0.27%	0.00%	1.46%
A	0.00%	0.09%	0.00%	0.34%	0.00%	1.87%
A-	0.00%	0.08%	0.00%	0.38%	0.00%	2.17%
BBB+	0.00%	0.16%	0.00%	0.78%	0.00%	3.43%
BBB	0.00%	0.23%	1.52%	0.89%	3.08%	4.42%
BBB-	0.00%	0.38%	2.19%	2.09%	9.72%	8.47%
BB+	0.00%	0.55%	1.18%	2.77%	7.35%	10.51%
BB	0.00%	0.80%	2.07%	4.71%	4.58%	15.61%
BB-	2.13%	1.30%	7.08%	6.64%	27.71%	20.85%
B+	0.00%	2.60%	3.32%	11.26%	30.11%	27.06%
B	1.98%	5.88%	7.95%	17.94%	32.92%	31.33%
B-	5.56%	9.12%	11.71%	23.09%	16.91%	36.05%
CCC/C	36.36%	27.38%	58.75%	42.11%	N/A	52.87%
Investment grade	0.00%	0.13%	0.27%	0.59%	1.02%	2.68%
Speculative grade	2.59%	4.36%	6.98%	12.17%	21.29%	25.15%
Total	0.83%	1.61%	2.36%	4.60%	6.51%	10.18%

Source: réalisé par l'auteur à partir des données S&P.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Graphique 1: Taux de défaut moyen par niveau de note S&P, 1975-2010.



CESAG - BIBLIOTHEQUE

Source : réalisé par l'auteur à partir des données S&P.

L'interprétation du graphique ci-dessus, nous permet de dire que sur une période d'un an (T=1) la probabilité de défaut annuel d'un bon du Trésor (souverain) est de 0.83%. Cette probabilité de défaut annuel passe à 2.36% sur une période de 3 ans (T=3) et à 6.5 % sur une période de 10 ans (T= 10).

Par contre, une obligation du secteur privé a une probabilité de défaut annuel plus élevée sur une même période qu'un bon du Trésor. Cette probabilité est de 1.61% sur une période d'un an, de 4.6% sur une période de 3 ans et 10.18% sur une période de 10 ans.

Pour les taux de défaut par catégorie d'investissement, résumons l'interprétation dans le tableau suivant.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Tableau 7: Interprétation des taux de défaut moyens par niveau de note S&P, 1975-2010.

	Période (T) en année	Interprétation
Bon du Trésor	T= 1	Pour un bon du Trésor en catégorie d'investissement ou ''investment grade'', la probabilité de défaut sur un an est nulle (0%) et de 2.59% en catégorie spéculative ou ''spéculative grade''.
	T= 3	la probabilité de défaut est de 0.27% sur trois ans en catégorie d'investissement et 6.98% en catégorie spéculative.
	T= 10	Sur une période de 10 ans la probabilité de défaut est de 1.02% en catégorie d'investissement et de 21.29% en catégorie spéculative.
Obligation du secteur privé	T= 1	pour une obligation du secteur privé en catégorie d'investissement ou ''investment grade'', la probabilité de défaut sur un an est 0.13% et de 4.36% en catégorie spéculative ou ''spéculative grade''.
	T= 3	la probabilité de défaut est de 0.59% sur trois ans en catégorie d'investissement et 12.17% en catégorie spéculative.
	T= 10	Sur une période de 10 ans la probabilité de défaut est de 2.68% en catégorie d'investissement et de 25.15% en catégorie spéculative.

Source: auteur

Ainsi, les notes attribuées par les agences de notation financière fournissent une mesure du risque de crédit et permettent la détermination des marges ou ''spreads'' de taux.

2. La notation et les spreads de taux

Les notes sont un facteur principal de détermination de spreads ou marges de taux. Ces marges ou spreads sont une fonction croissante du risque encouru par l'investisseur[35].

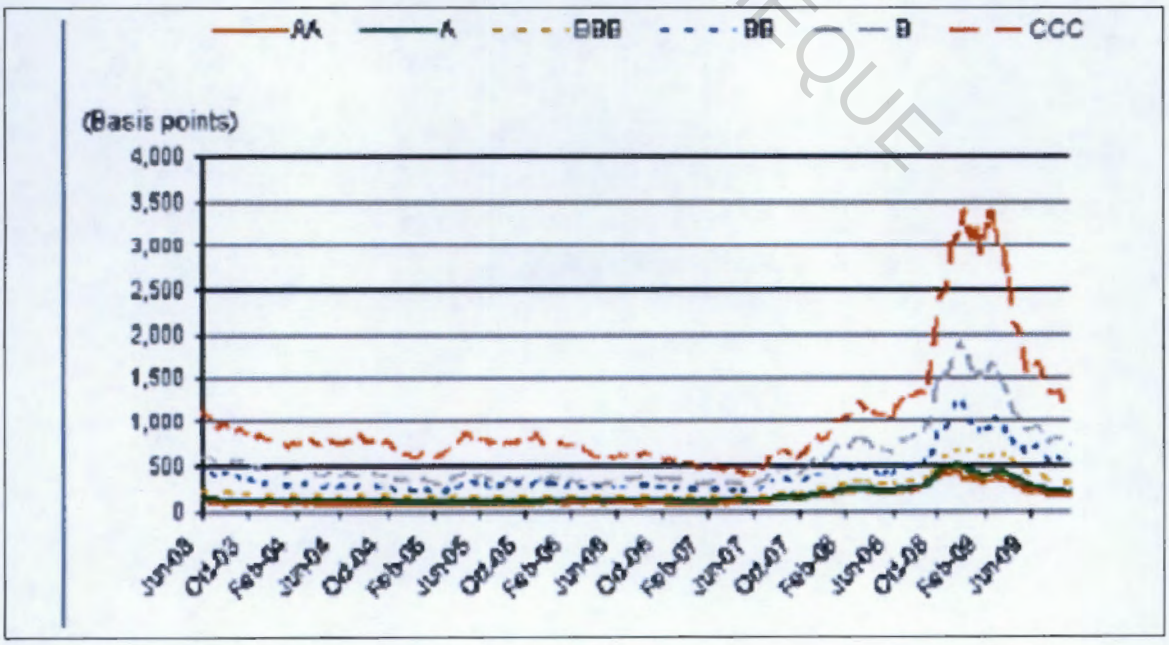
En effet, les investisseurs opèrent leur choix en fonction du risque qu'ils souhaitent prendre. La rémunération étant une fonction croissante du risque, ils ajustent donc leur rémunération en conséquence.

Cette rémunération du risque de crédit auquel s'expose l'investisseur ou spreads (s) est la différence entre le rendement d'une dette (r) et le taux d'intérêt de référence (r_f) ou benchmark ou taux sans risque.

Soit : $\mathbf{s = r - r_f}$

Les spreads augmentent en fonction inverse de la qualité de la note, donc de la probabilité de défaut. Les spreads sont presque nuls pour les notes de meilleure qualité, triple A et s'élargissent au fur et à mesure que l'on descend sur l'échelle de notation.

Graphique 2: Niveau de spreads par catégorie de note.



Source: Standard & Poor's, 2009.

[35] La notation financière, rôle des agences et méthodes de notation, Eric PAGET-LANC et Nicolas PAINVIN.

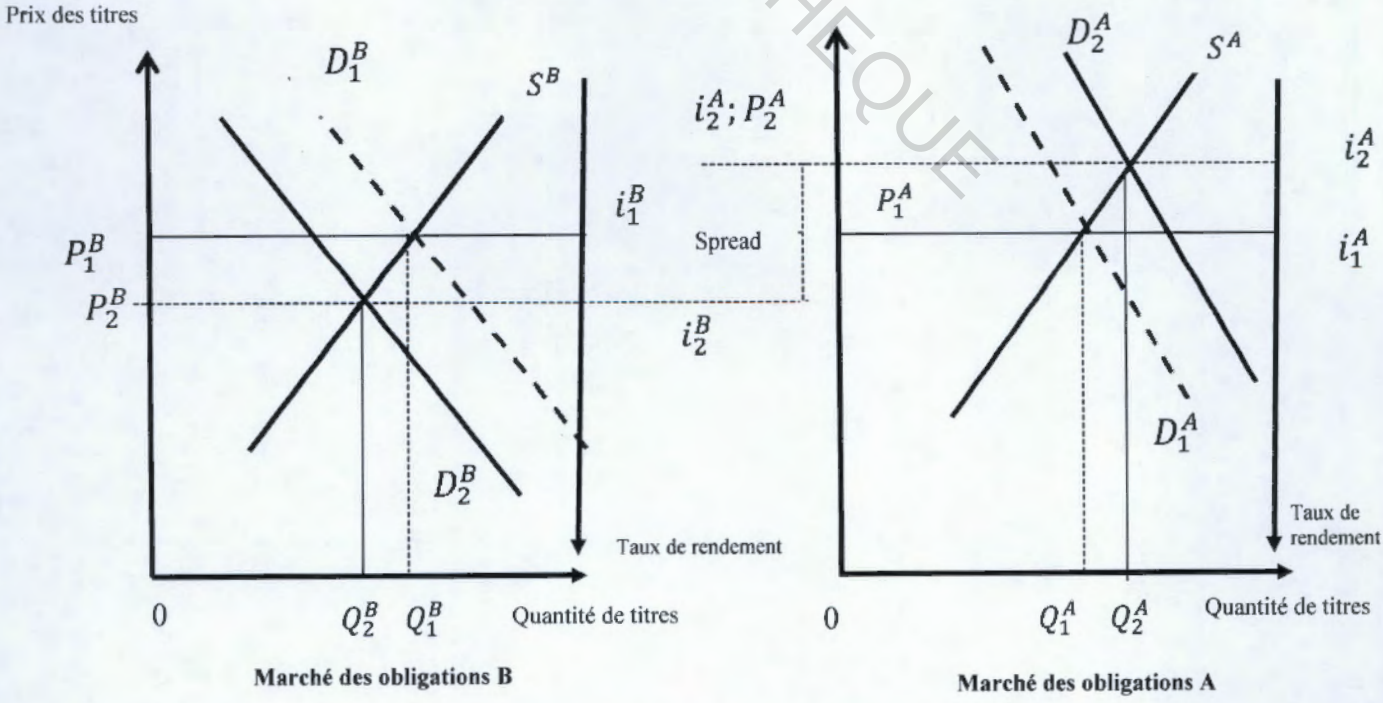
CESAG - BIBLIOTHEQUE

Le graphique ci-dessus confirme l'existence d'une relation statistique directe entre les spreads et la catégorie de note des agences de notation. En effet, la courbe des spreads de dettes notées CCC est au-dessus de celle des dettes notées B qui elle-même est au-dessus de la courbe des spreads notées BB. De même, la courbe des spreads de dettes notées BB est en dessous de celles des courbes notées respectivement A et AA.

On peut également, analyser l'effet d'une augmentation du risque de défaut sur les titres souverains par exemple. Pour ce faire considérons deux Etats souverains, A et B. L'Etat A est considéré comme la référence (benchmark), donc sans risque, et l'Etat B qui connait une crise de sa dette voit l'éventualité d'un défaut devenir probable. Supposons, au départ, que les obligations des deux Etats ont les mêmes caractéristiques et sont notées AAA. Le prix de leurs obligations et par conséquent leurs taux d'intérêt nominaux sont égaux, si bien que les spreads sont nuls[36]. Comme l'Etat B connait des difficultés de paiement de sa dette, sa note va être dégradée par les agences de notation. Par conséquent son spread ne sera plus nul et va donc augmenter.

D'après la théorie de la demande d'actifs, lorsque ''le rendement anticipé d'un actif augmente relativement aux autres actifs ou si son risque relatif augmente, sa demande baisse''. Illustrons par un diagramme prix-taux d'intérêt sur le marché obligataire.

Graphique 3: Taux d'intérêt sur le marché des obligations.



Source: D'après Frederic Mishkin dans Monnaie, banque et marches financiers p 141.

[36] Car sans risque

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Dans notre exemple, la courbe de demande des obligations B se déplace vers la gauche suite à une dégradation de la note de l'Etat B, de D_1^B à D_2^B. La quantité de titres B demandé passe de Q_1^B à Q_2^B soit une diminution de (Q_1^B-Q_2^B) quantités de titres B. Au même moment, le rendement anticipé relatif de l'Etat A, sans risque de défaut (toujours triple A), diminue par rapport à celui de B. L'Etat A voit alors sa demande d'obligations augmenter de (Q_2^A-Q_1^A) quantités de titres, et fait déplacer la courbe de demande D_1^A vers la droite, à D_2^A.

Le prix d'équilibre augmente de P_1^A à P_2^A et le taux de rendement diminue de i_1^A à i_2^A. Inversement pour les obligations de l'Etat en difficulté de paiement, B, le prix d'équilibre baisse de P_1^B à P_2^B et le taux de rendement augmente de i_1^B à i_2^B. Le spread est la différence entre les taux de B, dont la dette est désormais risquée, et les taux de A, sans risque ou benchmark, i_2^B-i_2^A.

III. Impact de la notation sur le marché.

La notation a un impact direct sur les facilités à accéder au crédit ou à obtenir un financement. Une note élevée facilite l'obtention de fonds avec des taux d'intérêt faibles, et à l'inverse une mauvaise note entraine des taux d'intérêt plus élevés et des difficultés de financement.

Les notes attribuées ne sont pas immuables, elles évoluent en permanence dans le temps suivant la solidité financière de l'emprunteur et sa capacité à honorer ses échéances ou engagements financiers. La modification des notes c'est à dire leur hausse ou leur diminution, a un impact sur les rendements des obligations et le prix des actions.

Cantor & Packer (1996) et Gaillard (2007) ont mené des études visant à analyser l'impact des modifications des notes souveraines. D'autres par contre, se sont intéressés à l'effet, d'une modification de la notation d'entreprise ou ''corporate''.

1. Modification d'une note souveraine

Les modifications de notation sont plus ressenties suite à un abaissement ou ''downgrade'' que lors d'un relèvement ou ''upgrade''. Riesen et Von Maltzan (1999), à partir d'une étude portant sur les changements de notation et de perspective de Moody's, S&P et Fitch sont arrivés au même résultat. Ils montrent que, contrairement aux relèvements qui sont anticipés par le marché, les dégradations de notes ont une influence sur les rendements des obligations.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Avant cette étude de Riesen et Von Maltzan, Candor et Packer (1996), ont étudiés l'impact des changements de notes souveraine de Moody's et S&P sur les spreads, pour la période 1987-1994. Ils concluent que les relèvements et les abaissements ont plus un impact s'ils proviennent de Moody's et s'ils concernent des Etats notés en ''spéculative grade''.

Par contre, une récente étude, réalisée par Gaillard (2007), sur l'impact immédiat des changements de rating souverains de trente-deux Etats émergents sur leurs spreads pour la période 1993-2007, met en évidence l'importance du timing des changements de notes. Elle montre que l'impact des modifications de note n'est pas fonction de leur nombre. Les augmentations de notes, moins fréquentes, chez Moody's ont un impact plus fort que celles de Fitch et S&P.

2. Modification d'une note ''corporate''.

L'annonce d'un relèvement d'une note ''corporate'' n'est pas nécessairement vue comme une information positive par l'actionnaire. En effet, le relèvement de notation peut signifier une absence de recours à l'effet de levier susceptible de créer de la valeur pour l'actionnaire.

Par contre, un abaissement de la notation pourrait être assimilé à une nouvelle positive pour l'actionnaire. Mais, Goh et Ederington (1993) réfutent empiriquement le fait que la réaction soit liée à des transferts de richesse entre actionnaires et détenteurs d'obligations.

Une explication alternative est fournie par ces mêmes auteurs en 1998 qui avancent que les entreprises préfèrent s'en tenir aux bonnes nouvelles, les mauvaises nouvelles étant par conséquent annoncées par d'autres acteurs, même les agences.

Une dernière explication est que les agences se focalisent sur les épisodes de dégradation de la qualité de crédit et non l'inverse car leur réputation souffrirait beaucoup plus de l'absence d'anticipation d'un défaut que d'une amélioration non-anticipée des résultats de l'entreprise.

Les études récentes d'Iankova, Pochon et Teiletche (2006), corroborent les travaux précédents. Elles démontrent que les décisions négatives des agences ont un impact défavorable sur le cours de bourse, alors que les décisions positives sont peu prises en compte par le marché.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Chapitre IV. : LA PERTINENCE DE LA NOTATION EN QUESTION

La crise actuelle des dettes souveraines est un bon exemple pour illustrer la pertinence de la notation et son impact sur les marchés financiers. Elle permet de mettre en évidence les différentes défaillances constatées des systèmes de mesure du risque mis en place par les agences de notation ainsi que leur utilité.

I. Les crises récentes.

1. Les agences de notation et les crises passées

1.1 La crise asiatique

La crise asiatique, est issue du décrochage du baht thaïlandais, le 2 juillet 1997. En effet, ce 2 juillet 1997, les autorités thaïlandaises ont décidé de laisser flotter leur monnaie qui chute et entraîne dans sa chute les monnaies de la quasi-totalité des pays d'Asie du Sud-Est. Entre juillet et octobre 1997, la dépréciation des taux de change de la zone est comprise entre 30% et 50% et le cours des actions entre 20% et 30%[37].

La transmission s'est faite à la fois par les échanges commerciaux et par le marché des changes. Ces pays disposaient de monnaies nationales toutes ancrées au dollar américain.

L'appréciation du dollar américain à partir de 1995 a fragilisé ces politiques de change, d'ancrage nominal au dollar américain. Des divergences de taux d'intérêt sont alors apparues entre des pays à structures de production similaires entrainant, des déficits courants de 4 à 8 % du PIB selon les pays[38] (Morisson, 1998).

Puis, à partir de la fin 1996 et du début 1997, les investisseurs étrangers ont eu des doutes quant à la solvabilité des banques en monnaie locale puisqu'ils sentaient que la politique d'ancrage au dollar américain n'était plus viable. Ils ont donc retiré leurs capitaux à court terme ce qui a eu pour effet direct d'épuiser les réserves en devises de ces Etats.

Les agents fortement endettés se sont trouvés incapables de rembourser leurs emprunts à court terme. Tout cela a entrainé une faillite du système bancaire et financier de ces pays.

[37] Philippe Frémeaux, Claude Demma, Alternatives Economiques Poche n° 038 - avril 2009.
[38] Document interne, Bulletin de liaison, nº7, COMMISSION BANCAIRE, BANQUE DE France.

CESAG BIBLIOTHEQUE

Dans cette crise asiatique de 1997, c'est l'incapacité des agences de notation à anticiper les évènements qui est mise en cause. N'ayant pas détecté les risques d'insolvabilité qui menaçaient certains acteurs économiques, les trois plus grandes agences n'ont abaissé la note que de très peu d'Etats et d'entreprises menacés de faillite.

Ces agences ont également abaissé massivement les notes des émetteurs souverains et privés dont la situation financière était déjà largement fragilisée. Ces abaissements[39] ont ainsi contribué à aggraver la crise. Cette attitude d'abaissement des notes quand tout va mal est qualifiée de pro-cyclique.

1.2 La crise des supbrimes

La crise commence sur le marché américain des prêts immobiliers. Les supbrimes sont des crédits accordés aux ménages présentant de trop faibles garanties pour accéder aux emprunts normaux, soit parce que la faiblesse de leurs revenus limite leur capacité de remboursement, soit qu'ils ont déjà eu des difficultés financières par le passé. Ce type de crédit s'est fortement développé aux États-Unis, surtout entre 2004-2005[40].

En 2006, ces crédits représentaient environ 40 % des nouveaux crédits hypothécaires. Les ménages qui en avaient les moyens avaient, eux, déjà abondamment profité de la longue période de taux d'intérêt bas pour acheter des actifs immobiliers. Cependant, au moment où les taux d'intérêt ont commencé à remonter, la clientèle devenait moins solvable.

Malgré les risques que présentait le marché des prêts hypothécaires aux Etats-Unis, les agences de notation ont continué à noter favorablement ces produits financiers sans envisager la possibilité d'une crise. Elles ont sous-estimé les risques encourus par la détention de subprimes.

Même avec les pertes constatées dès le début de l'année 2007, les trois grandes agences de notation S&P, Moody's et Fitch Ratings maintenaient les notes sur le marché des obligations hypothécaires. Elles n'ont pas baissé les notes sur des titres adossés à ces crédits hypothécaires alors que ces derniers ne respectaient plus les critères de notation fixés lors de l'émission des titres.

CESAG BIBLIOTHEQUE

[39] En anglais «downgrades»
[40] Alternatives économiques septembre 2007.

Les agences ont attendu le printemps 2007 pour commencer à abaisser peu à peu les notes sur le marché des subprimes, puis entre juillet et octobre 2007, elles ont fortement dégradé leurs notes. Plus de 1150 dégradations annoncées entre le 10 et le 19 juillet 2007 par les 3 grandes agences[41]. Cela a entrainé une perte de confiance des investisseurs d'où une propagation de la crise vers d'autres produits de bonne qualité et une crise de liquidité.

Le problème porte sur la mesure du risque par les agences de notation. L'échelle de notation des agences conduit à «un biais de perception pour l'investisseur qui ne perçoit pas la complexité du produit qu'il achète, les problèmes de liquidité qu'il peut rencontrer et donc la volatilité des prix de vente»[42].

2. La crise actuelle des dettes souveraines : la crise grecque et ses contagions

La crise des dettes souveraines que traversent les pays occidentaux en général et les pays de la zone euro en particulier est issue de la crainte des créanciers de la Grèce notamment sur la capacité du pays à rembourser sa dette publique.

Tout commence en octobre 2009 avec l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement. Alors que le déficit officiel du pays était à 6% du PIB, le nouveau gouvernement révèle qu'il est en fait de 12.7% comme l'indique le tableau ci-après.

Cette annonce a pour effet immédiat, la dégradation de la note de la dette grecque par les grandes agences de notation (voir tableau n° 8).

En effet, le 8 Décembre, l'agence Fitch Ratings dégrade la note de la Grèce d'un cran soit de A- à BBB+. Le 16, Standard & Poor's fait de même en abaissant la note grecque de A- à BB. La note de l'Etat grec est aussi dégradée par Moody's le même mois de A1 à A2.

CESAG BIBLIOTHEQUE

[41] Rapport sur la crise financière, René Ricol, 2008, la documentation française
[42] La crise des subprimes, La Documentation française. Paris, 2008.

Tableau 8: Déficit public de la zone euro

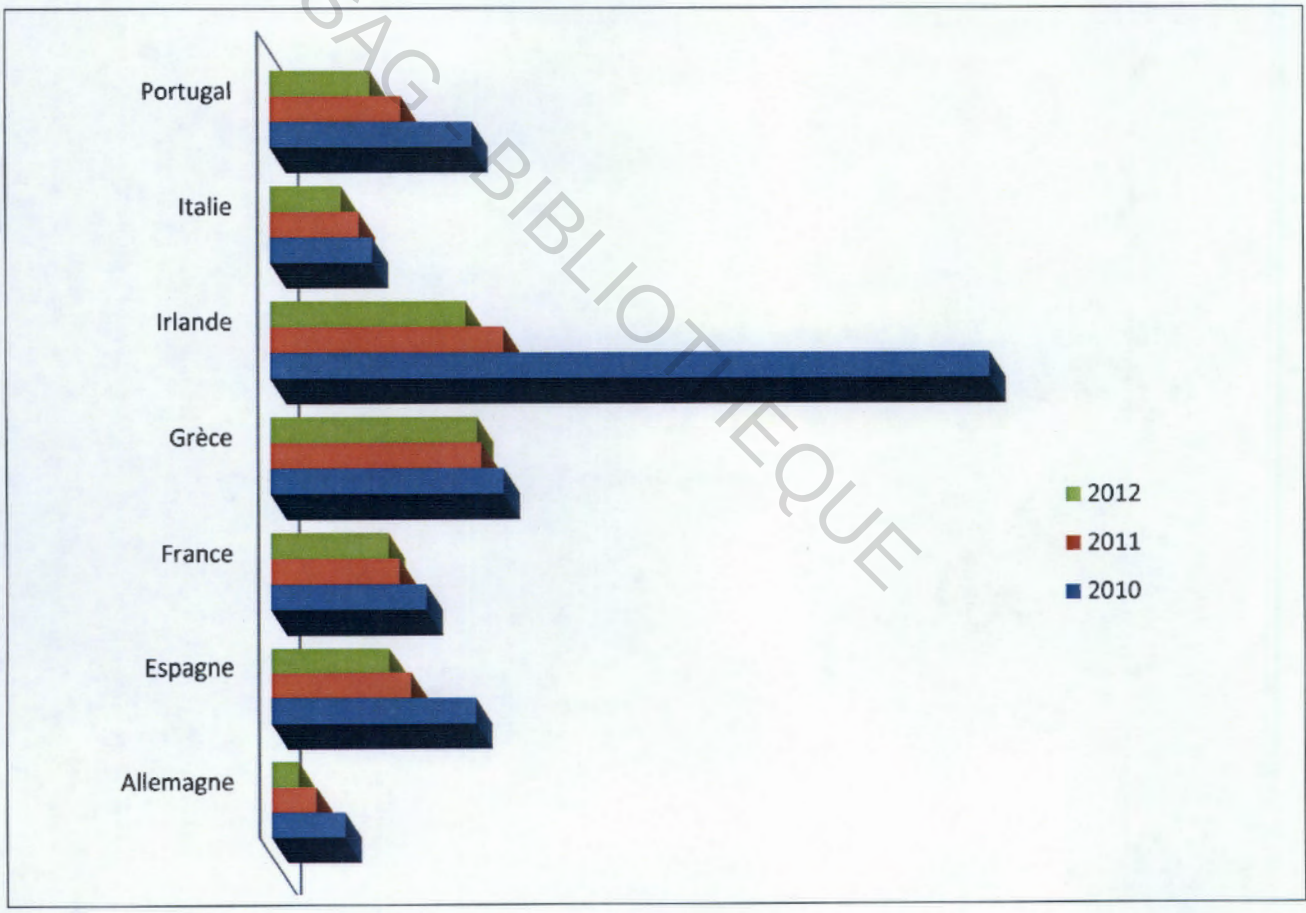
Pays	Déficit Public(%)		
	2010	2011*	2012*
Allemagne	3.3	2	1.2
Espagne	9.2	6.3	5.3
France	7.0	5.8	5.3
Grèce	10.5	9.5	9.3
Irlande	32.4	10.5	8.8
Italie	4.6	4	3.2
Portugal	9.1	5.9	4.5

* Prévisions de la Commission Européenne, Printemps 2011.

Source: Les Echos.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Graphique 4: Le déficit public en % du PIB.



Source: réalisé par l'auteur à partir des données du tableau n° 7.

Tableau 9: Chronologie des dégradations de la Grèce par S&P.

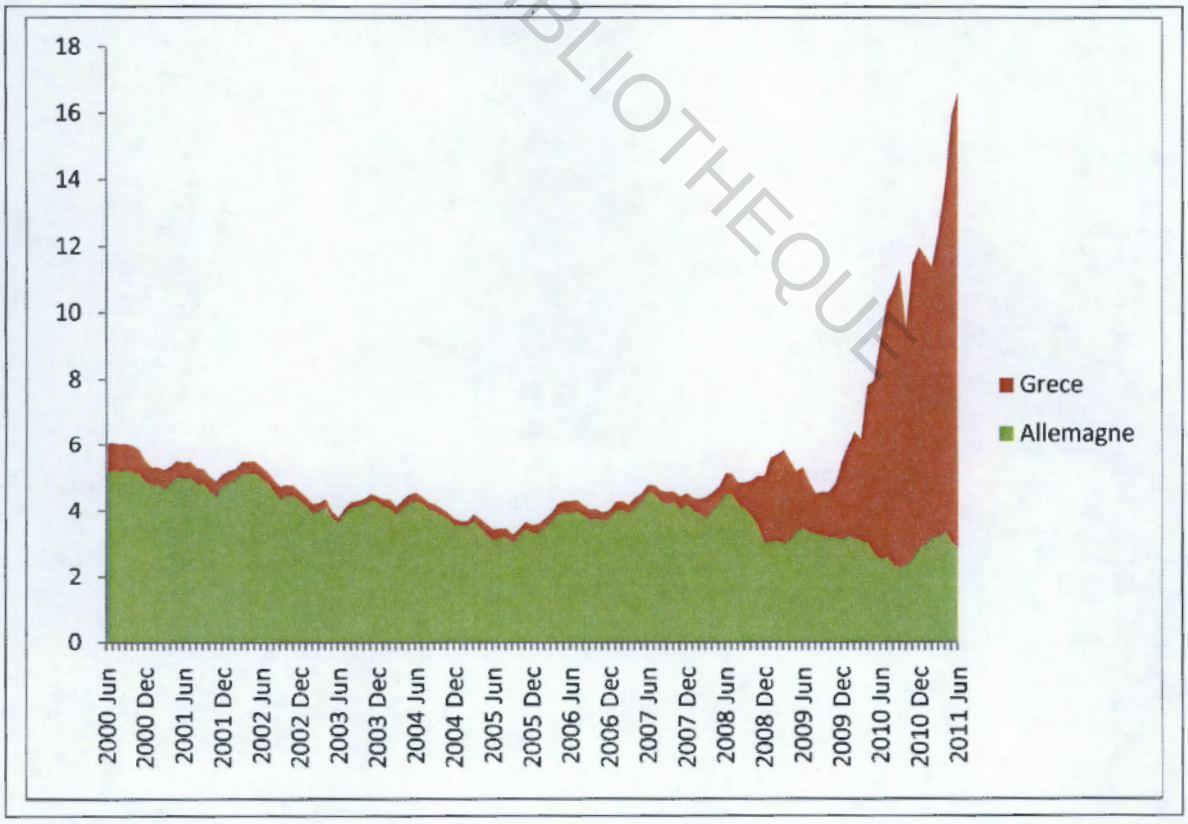
A+	10/06/03
A	17/11/04
A-	14/04/09
BBB+	16/12/09
BB+	27/04/10
BB-	29/03/11
B	09/05/11
CCC	13/06/11

Source: Les Echos.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Comme effet immédiat, les taux d'emprunt de la Grèce augmentent et s'écartent davantage des taux allemands, qui sont la référence dans la zone UE.

Graphique 5: Evolution des taux 10 ans grecs et allemands



Source: réalisé par l'auteur à partir des données, de la BCE, www.ecb.int/stats.

En janvier 2010, le Fonds Monétaire International (FMI), assiste techniquement la Grèce pour évaluer ses besoins en matière d'administration fiscale et de budget. Dans les jours qui suivent, un plan de rigueur est validé et la Grèce est placée sous étroite surveillance par la Commission Européenne.

En avril 2010, après une dégradation de sa note[43] par Standard & Poor's, la Grèce se trouve dans l'incapacité d'emprunter sur les marchés financiers. Elle demande alors l'aide de l'Union Européenne (UE) et du FMI.

Au même, moment, le risque d'une contagion à d'autres pays de la zone euro, comme l'Espagne, le Portugal et l'Italie, devient élevé. La dégradation de la note de l'Espagne d'un cran par Standard & Poor's et les mesures d'austérité au Portugal inquiètent les marchés financiers.

C'est ainsi qu'un plan de sauvetage de 110 milliards d'euro[44] est annoncé. En contrepartie, la Grèce, décide de mettre en œuvre un plan d'économies de 30 milliards d'euros[45]. Cependant, cela, ne rassure pas les marchés financiers.

La crise irlandaise trouve son origine dans la crise bancaire liée au surfinancement du secteur privé. L'intervention de l'Etat par recapitalisation de près de 50 milliards d'euro et le rachat de 80 milliards d'euro d'actifs toxiques des banques privées entrainent un déficit budgétaire de 32% du PIB en 2010.

Pour financer le secteur bancaire, l'Etat a recours à l'endettement. Le doute des marchés financiers quant à la capacité de l'Etat à rembourser cette dette est à l'origine de la crise qui se traduite par une nette hausse du coût de refinancement de l'Etat Irlandais.

3. Tableau de synthèse et attitude des agences de notation dans la crise actuelle des dettes souveraines

Dans le tableau ci-dessous nous avons retracé la chronologie de la crise des dettes souveraines et le comportement des agences durant cette crise pour montrer comment ces dernières agissent en temps de crise.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

[43] La note grecque est dégradée de 3 crans et passe de BBB+ à BB+, soit au rang des obligations pourries ou "junk bonds".
[44] 80 milliards pour les pays de la zone euro et 30 milliards pour le FMI.
[45] Source: Le Monde du 12/05/2011.

Tableau 10: Crise des dettes souveraines: chronologie et comportement des agences.

Année	Mois	Evènements		Agence de notation
		Union Européenne	Etats-Unis	
2011	Avril	• La restructuration de la dette de la Grèce, de l'Irlande voire du Portugal est envisagée suite à une réunion, à Berlin. • Le 07, la BCE augmente ses taux à 1.25%, soit une augmentation de 25 points de base • nouveau plan de rigueur pour économiser 26 milliards d'euros en Grèce sur 4 ans. • Les CDS des pays fragiles de la zone euro atteignent des niveaux très élevées : 1.154,99 points de base le 15 avril pour les CDS à 5 ans de la Grèce ; 598,39 points de base pour ceux du Portugal. • Le 15, les taux des obligations grecques à 10 ans atteignent un record de 14%. • Les opérateurs anticipent des pertes de 30% sur les titres de ces pays.	• Le 13, annonce de mesures visant à réduire le déficit américain de 4.000 milliards USD sur 12 ans. • Chute des marchés : le Dow Jones cède 1,7% le 18.	• Le 18, S&P, met sous perspective négative la note souveraine AAA, des Etats-Unis.
	Mai	• Nouveaux plan de sauvetage évoqué lors d'un sommet des ministres de finances européens à Luxembourg le 16.		• Le 09, S&P dégrade la note de la Grèce de BB- à B. • Le 20, Fitch dégrade la note de la Grèce de BB+ à.B+.
	Juin	• Le 03, le FMI et l'UE, décident du versement début juillet de la 5e tranche, de 12 milliards d'euro, à la Grèce. • Nouveau plan de rigueur : économie de 28,4 milliards d'euro et privatisations pour 50 milliards sur 4 ans. • Le 24, nouveau plan d'aide du FMI et de L'UE, d'un montant de 110 milliards d'euro. • Le 29, adoption du nouveau plan d'austérité du nouveau gouvernement grec par le parlement grec.	• Le 30, fin du ''plan d'assouplissement quantitatif'', ou Quantitative Easing (QE2) aux Etats-Unis*.	• Le 1er, Moody's dégrade la note de la Grèce de B1 à. Caa1. • Le 13, S & P abaisse la note grecque de B à CCC.
	Juillet	• Le 07, la BCE, augmente ses taux de 25 points de base, à 1.5%. • Le 11, chute des marchés financier et crainte d'une contagion de la crise au pays de l'UE particulièrement l'Italie et l'Espagne. • Le 21, allongement de la maturité des dettes de la Grèce, de l'Irlande et du Portugal avec une baisse des taux d'intérêt.	• Le 29, la publication du PIB américain, prévision 2e trimestre 2011 faible**	• Le 13, Fitch dégrade la note grecque de B+ à CCC. • Le 25, Moody's dégrade la note grecque de Caa1à Ca.
	Août	• Le 02, les taux d'intérêt, de l'Italie et de l'Espagne augmentent fortement. • La BCE réactive le son dispositif anti-crise*** suite à la réunion des gouverneurs du 4 août. • Le 10, des rumeurs sur la solidité financière des banques françaises, entraine une chute des titres bancaires**** • Le 14, l'Italie adopte un plan de rigueur de 51 milliards d'euros d'ici la fin de 2014.	• Le 1er, accord sur le relèvement du plafond de la dette américaine après moult tractations entre républicains et démocrates. • Le 9, le Fed annonce maintenir ses taux très bas jusqu'à mi-2013.	• Le 05, S&P abaisse la note des Etats Unis d'un cran de AAA à AA+. • Moody's et Fitch, confirment le triple AAA de la dette américaine.

* c'est une politique monétaire non conventionnelle utilisée par les banques centrales pour stimuler l'économie nationale, quand la politique monétaire conventionnelle devient inefficace. Elle consiste en une injection massive de monnaie centrale contre titres sur différentes échéances.
**Croissance estimé à 1.3%.PIB, PIB du 1er trimestre révisé à 0.4%.
***Allocation illimitée de crédit aux banques, à taux fixe et sur des périodes allant jusqu'à 3 mois; Allocation illimitée de liquidité a six mois et à taux fixe, acceptation des titres de la dette souveraine en garantie.
****l'action Société Générale perd 20% en bourse, celle du Crédit Agricole 11.81% et celle de BNP 9.47%.

Source: synthèse de l'auteur à partir du journal les Echos des mois d'avril, mai, juin, juillet et aout 2011.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Une analyse du tableau ci-dessus, nous permet de dire que les agences de notation réagissent avec retard par rapport au marché. Le 15 avril, les CDS grecs et les taux des obligations grecques étaient très élevés, mais les agences ne sont intervenues qu'en mai pour dégrader la note grecque.

Ce tableau montre également comment les agences n'arrivent pas à prédire efficacement le risque de défaut. Alors qu'elles disent noter pour un horizon de trois ans, elles sont intervenues trois fois pour dégrader la note grecque entres mai 2011 et juillet 2011. On est tenté de dire qu'il s'agit d'un tâtonnement puisque comment comprendre que le risque de défaut grec évalué en mai sur trois ans, puisse changer brutalement quelques jours après.

Il ressort donc de cette analyse que les grandes agences de notation financière éprouvent des difficultés à prédire les défaillances des émetteurs, ainsi qu'à trouver le bon ''timing'' pour changer la notation par rapport aux mouvements de marché.

Pour le prix Nobel d'économie 2008, l'américain Paul Krugman,'' ces gens ne sont certainement pas en position d'émettre un jugement''[46]. Le président de l'institut Montaigne et membre de l'Advisory Council de S&P, Claude Bébéar, va plus loin, en critiquant vertement les agences de notation financière '' qui ont bizarrement survécu à leurs erreurs grossières sur les meilleures notes possibles pour d'évidentes raisons commerciales''. Il poursuit '' vendredi dernier, Standard & Poor's a signé un exploit supérieur'' en dégradant la dette américaine. Il conclut '' l'enquête que le Sénat américain a ouvert sur les méthodes de travail de Standard & Poor's devrait signer l'arrêt de mort de cette profession, ou du moins son strict encadrement. Qui s'en plaindra?''[47]

Cela ne veut pas pour autant dire que la notation financière ne fournit aucune information sur le risque de crédit ou encore que la note n'a pas un impact sur le marché. La responsabilité n'incombe pas aux agences de notation, mais aux agents économiques qui en ont fait des ''oracles omniscients''. Il convient tout simplement de ne plus considérer leurs notes comme des labels mais plutôt comme une opinion, comme elles-mêmes le soulignent.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

[46] Les Echos du 08 août 2011, p 3.
[47] Nouvel observateur du 25 au 31 août 2011, p 16.

II. Les crises récentes: quels enseignements?

1. Les dysfonctionnements constatés

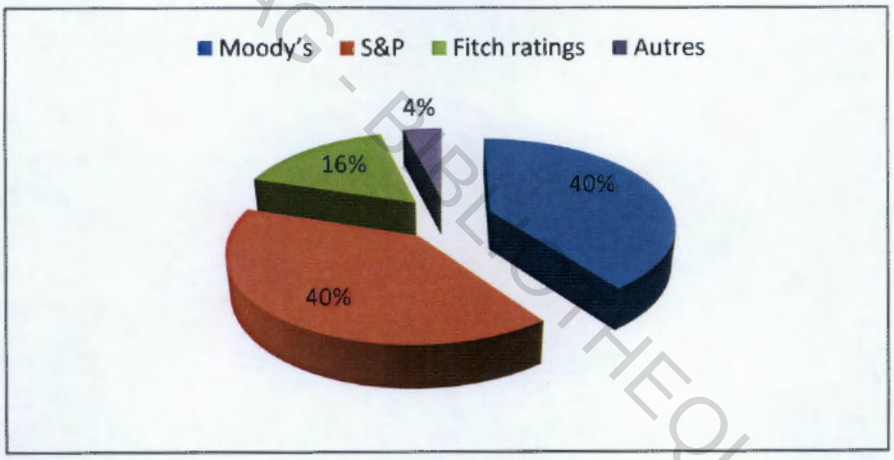
La crise asiatique de 1997, la crise des subprimes de 2007 et la crise actuelle des dettes souveraines, nous permettent de mettre en évidence plusieurs failles dans le fonctionnement des agences de notation.

1.1 Un marché de notation très concentré : marché oligopolistique

Les trois grandes agences de notation que sont Moody's, S&P et Fitch ratings représentent environ 96% du marché mondial de la notation financière. Elles détiennent 97% de la part de marché dans le secteur des produits structurés et 99% dans celui de la notation des titres du secteur public et parapublic[48].

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Graphique 6: Part de marché de la notation.



Source: conçue par nos soins à partir des données disponibles sur les sites web de de Moody's, S&P, et Fitch.

C'est donc un triopole qui a de fortes barrières à l'entrée. Pour l'économiste Norbert Gaillard (2010),'' cette forte concentration est due en grande partie aux stratégies de fusion-acquisition qui ont été menées par ces trois grandes agences de notation depuis vingt ans et qui leur ont permis de préserver leur position dominante[49].

[48] AMF, 2010 op cité par Norbert Gaillard in Revue d'économie financière nº 101, Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? p 77.
[49] Voir Norbert Gaillard (2010).

1.2 Le mode de rémunération: le principe de l'émetteur-payeur

Aujourd'hui, ce sont les émetteurs de titres qui rémunèrent les agences de notation[50]: c'est le principe de l'émetteur-payeur. Autrement dit, ce sont les agences de notation désormais qui facturent leurs services aux émetteurs de dette. Les agences sont rémunérées en fonction du volume de titres notés. Certaines agences effectuent à la fois une notation et un service de conseil auprès des émetteurs. L'agence de notation pourrait retarder voire ne pas effectuer l'abaissement de la note pour conserver un client important. Il peut donc avoir un conflit d'intérêts.

En effet, le principe de l'émetteur-payeur, qui s'est imposé à partir des années 1970, semble avoir exacerbé les conflits d'intérêts en matière de notation des produits structurés[51].

Norbert Gaillard avance plusieurs raisons pour expliquer cette dérive. D'abord, les institutions financières ont eu une influence déterminante sur le choix des agences de notation et le processus de notation qu'elles souhaitaient rapide et prévisible.

Ensuite, les agences de notation se sont pliées avec complaisance aux exigences des institutions financières afin de gagner des parts de marché.

Enfin, les institutions financières ont réussi à influencer les agences de notation en vue d'obtenir des notes plus élevées pour leurs produit structurés.[52].

Les agences de notation ont donc à la fois un rôle de conseil et un rôle de sanction. On peut donc se demander si elles réduisent vraiment l'asymétrie d'information.

1.3 Méthodologie de la notation: manque d'adaptation de la notation à la complexité financière

Le premier problème émane de la mesure du risque par les agences de notation. L'échelle de notation des agences conduit à « un biais de perception pour l'investisseur qui ne perçoit pas la complexité du produit qu'il achète, les problèmes de liquidité qu'il peut rencontrer et donc la volatilité des prix de vente»[53].

CESAG - BIBLIOTHEQUE

[50] Jusqu'aux années 1970, le revenu des agences était tiré des investisseurs c'est-à-dire que leur profit provenait de la vente de leurs publications.
[51] Artus et al. (2008) op cité par Norbert Gaillard in revue d'économie financière, nº101, p 79
[52] Voir l'article de Norbert Gaillard, in Revue d'économie financière nº 101, Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière ? p 73-86 pour une analyse détaillée.
[53] La crise des subprimes, CAE, documentation française

La crise des subprimes a révélé un manquement dans l'évaluation du risque de crédit par les agences. Cela s'est manifesté par de nombreux défauts de produits structurés qui bénéficiaient de notation triple A et par l'abaissement massif des notes durant cette crise. Pour Adelson (2007) et Zandi (2008), l'extrême complexité des opérations structurées aurait empêché les analystes d'établir des diagnostics corrects.

D'autres auteurs comme, Skreta et Veldkamp (2009) considèrent que c'est plutôt la complexité des actifs servant de collatéraux aux produits structurés qui a incité les agences à pratiquer du ''rating shopping'' C'est-à-dire à choisir de faire noter les produits structurés comme les ABS ou les CDO par exemple par l'agence qui s'engageait à attribuer la note la plus élevée[54].

La crise des subprimes a donc montré la limite des modèles d'évaluation du risque de crédit des produits structurés par les agences de notation.

1.4 La responsabilité civile des agences de notation

«Une notation est une appréciation de la qualité de crédit d'une dette, ce n'est en aucun cas une recommandation d'acheter, de conserver ou de vendre un titre»[55]. Cette phrase figure dans toutes les analyses publiées par les agences de notation, sous une forme ou sous une autre.

Par cette phrase les agences de notation déclinent toute responsabilité civile car il s'agit d'une opinion et par conséquent un droit à la diffusion d'informations. Ceci ne permet donc pas de mettre en cause leur responsabilité si elles se trompent dans leur activité d'appréciation du risque de défaut.

2. Vers un contrôle de l'activité des agences de notation

Le rôle des agences de notation dans les récentes crises n'est plus niable. Leur défaillance dans la notation des produits structurés (subprimes) et la pro-cyclicité de leur action accentue la panique et propage les crises comme celle des dettes souveraines. C'est pour éviter que les

[54] Op cité par Norbert Gaillard (2010), les agences de notation financiere.126 p.
[55] Voir Jeanne-Françoise de Polignac (2002), la notation financière, P 114.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

agences de notation ne jouent un effet déstabilisateur des marchés financiers, que le G20[56] a décidé de contrôler et de réguler les agences de notation.

En novembre 2008 à Washington, le G20 impose aux régulateurs d'agir pour que les agences de notation évitent les conflits d'intérêts et soient plus transparentes. Au sommet de Londres, en avril 2009, une régulation et un agrément des agences, dont les notations sont utilisées à des fins réglementaires, sont décidés.

Un engagement à réduire la dépendance des réglementations financières aux notations financières est mis en œuvre pour réduire le rôle prépondérant des agences de notation.

Comme dans le cadre du G20, l'Europe cherche à réduire l'influence des agences de notation. Pour ce faire, elle met en place un règlement européen pour encadrer l'activité des agences de notation. Désormais, toute agence de notation, pour exercer son métier dans l'Union, doit être agréée. De même, elle peut faire l'objet de sanction pour manquement aux règles de l'Union.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Cette régulation, que ce soit dans le cadre du G20 ou de l'Europe, vise à:

- obliger les agences de notation à disposer d'un agrément et les soumettre à un contrôle,
- empêcher les conflits d'intérêts,

Il s'agit d'interdire aux agences de notation de fournir des services de conseil aux entités qu'elles notent ou d'interdire aux analystes de participer aux négociations sur les commissions payées aux agences de notation.

On oblige aussi les agences de notation à rendre public le nom de tout client ou intermédiaire dont les revenus génèrent plus de 5% de son chiffre d'affaires et à rendre public annuellement les noms de leurs 20 premiers clients et du chiffre d'affaires généré par eux ainsi que la liste des clients qui ont le plus contribué à la croissance du chiffre d'affaires

- soumettre les agences de notation à des règles de transparence,

[56] Le G20 ou Groupe des 20 est un groupe de 19 pays plus l'Union européenne dont les ministres, les chefs des banques centrales et les chefs d'États se réunissent régulièrement. Il a été créé en 1999, après la succession de crises financières dans les années 1990. Il vise à favoriser la concertation internationale, en intégrant le principe d'un dialogue élargi tenant compte du poids économique croissant pris par un certain nombre de pays. Le G20 représente 85 % du commerce mondial, les deux tiers de la population mondiale et environ 90 % du PIB mondial.

Les agences doivent publier leurs méthodologies, procédures et hypothèses sous-jacentes aux notations et tous les 6 mois un historique des performances des taux de défaut historiques par catégorie de notation.

Elles doivent différencier par un symbole spécifique les notations des produits structurés par rapport aux notations des entreprises

- doter les autorités nationales de régulation et d'agrément de pouvoirs forts de contrôle et de sanction,

Les autorités de régulation peuvent suspendre l'utilisation des notations d'une agence à des fins réglementaires et exiger toute information sur la notation des agences. Elles peuvent réaliser des contrôles au sein des agences de notation.

- renforcer la qualité des notations,

Les agences doivent disposer au sein de leur conseil d'administration d'un tiers d'administrateurs indépendants et d'au moins deux administrateurs disposant de compétences dans les domaines financiers. Elles doivent mettre en place un service chargé de la vérification de la conformité des agissements de l'agence avec la réglementation et des systèmes internes de contrôle de la qualité des notations.

Les agences devront également mettre en place une fonction indépendante de réexamen périodique des méthodes, modèles et hypothèses qui sous-tendent les notations.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

3. Recommandations

3.1 Pour les investisseurs

La notation n'est qu'une opinion émise par les agences de notation qui ne dispense pas d'une analyse personnelle des risques (A. Greenspan, crise asiatique), donc les investisseurs ne devraient pas s'appuyer uniquement sur le jugement des agences de notation pour constituer leur portefeuille.

3.2 Pour les autorités de régulation

- réduire progressivement les réglementations imposant les notations des agences de notation,
- réduire les conflits d'intérêts entre agences et entités notées,

- attribuer au FMI une mission de superviseur des notations souveraines,
- favoriser l'émergence de nouvelles agences de notation pour accroitre la concurrence.

3.3 Pour les agences de notation

- améliorer leur méthodologie et la rendre plus transparente,
- bien choisir le timing de publication ou de révision des notes.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

CONCLUSION

Les agences de notation ont pour objectif d'évaluer le risque de crédit concernant les titres de dette émis sur les marchés financiers. C'est une opinion sur la capacité à et la volonté de rembourser d'un émetteur de titres. La crise des dettes souveraines actuelle a une fois de plus soulevé des critiques concernant la fiabilité de leurs opinions. Cette crise et celle des subprimes ont relancé le débat à la fois sur leur capacité à prédire les défaillances des émetteurs, le ''timing'' des changements de note par rapport aux mouvements de marché, les conflits d'intérêts et la concurrence entre les agences de notation.

Certaines voix se sont élevées pour dénoncer ces dérives. La notation financière, pensent-ils, est une profession appeler à '' mourir'' ou du moins vouée à un strict encadrement[57]. Cela conduit à s'interroger sur la pertinence des renseignements que fournit la notation des agences de notation sur le risque de crédit d'un emprunteur et sur l'impact de la notation financière dynamique sur la dynamique des marchés financiers.

A travers une analyse de contenu, qui est une méthode d'analyse qualitative, nous avons cherché à savoir si l'on pouvait tirer un enseignement des notes fournies par les agences de notation ou simplement savoir s'il existait une relation entre la notation financière dynamique et la dynamique des marchés financiers.

Nous constatons que les notes fournies par les agences de notation renferment des renseignements pertinents et fiables sur le risque de crédit d'un emprunteur. Il existe, en effet, une relation statistiquement vérifiable entre les notes attribuées par les agences de notation et le risque de défaut d'un emprunteur. Ces notes permettent de déterminer les paramètres de perte de crédit et la probabilité de défaut pour une maturité de dette donnée.

Nous avons également pu constater qu'elles ont joué un rôle dans les récentes crises financières, confirmant les propos de Norbert Gaillard (Mars 2011)[58].

Cependant, elles ne sont pas seules responsables des dysfonctionnements constatés sur les marchés. Les investisseurs, qui ont renoncé à faire leurs propres analyses des risques et les

[57] Claude Bébéar, président de l'institut Montaigne et Advisory Council de S&P.
[58] Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière? in revue d'économie financière nº 101, p 73.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Etats qui leur ont accordé une place prépondérante dans la règlementation financière ont leur part de responsabilité.

En dépit des reproches faits aux agences de notation, elles ne sont pas à l'origine de la crise des dettes souveraines. Les causes réelles de la crise sont à rechercher dans le comportement même des Etats qui ont accumulé des déficits budgétaires successifs conduisant au gonflement de leur dette publique, qui est devenue insoutenable.

D'ailleurs en 2006, le gouverneur de la Banque de France, M. Christian Noyer, dans son rapport annuel alertait une nouvelle fois les responsables politiques sur l'importance des déficits publics et de la dette. Ce qui compte en la matière c'est le solde structurel disait-il. Il poursuivait: « il est très élevé dans notre pays (supérieur à 2% du PIB), ce qui signifie que nos finances publiques sont particulièrement vulnérables à un ralentissement conjoncturel ou un retournement du cycle économique. Dans une telle hypothèse, et sauf à s'engager dans une fuite en avant sans issue, même des dépenses porteuses d'avenir devraient être sacrifiées».

Les agences de notation sont donc des ''boucs émissaires''. Les critiques à leur égard dénotent une méconnaissance des bases sur lesquelles reposent la notation financière. Elles restent crédibles puisque les études de défaillance montrent une forte corrélation entre les risques de défaut et les niveaux de note. De même, l'observation des taux grecs et allemands nous a permis de voir que la comparaison des primes de risque sur le marché corrobore les notes. Un émetteur mal noté payera une prime de risque plus élevée qu'un autre mieux noté.

Ainsi, de par leur influence sur les marchés financiers, les agences de notations ont un rôle important en ce qui concerne la transmission d'informations au marché, à travers l'évaluation du risque de crédit. C'est aux agents économiques que sont les investisseurs, les Etats et les autorités de régulation financière d'être prudents. Les investisseurs doivent prendre leur responsabilité, en faisant des analyses de risque internes complémentaires. Quant aux Etats et aux autorités de régulation, ils devraient réduire progressivement le nombre des règlementations qui incorporent les notations et surtout l'emprise des trois grandes agences de notation.

L'une des solutions, selon nous, serait d'attribuer une mission de superviseur des notations des dettes souveraines au Fonds Monétaire International (FMI).

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Cette entité disposant de compétences techniques pourraient bien encadrer les agences en validant leurs notations souveraines. Cela pourrait résoudre, les problèmes de conflits d'intérêts voire de mieux anticiper la survenue des crises financières.

Elle pourrait également faire une revue trimestrielle ou semestrielle des notes pour résoudre l'incapacité des agences à anticiper les dégradations brutales de solvabilité des entités notées et leur tendance à ''surréagir'' au cours des crises.

La confidentialité et la difficulté d'accès à certaines informations et données des agences de notation, nous ont empêchés d'aller plus loin dans notre recherche. Il convient donc d'affiner cette étude au moyen d'outils telle que l'analyse économétrique. L'analyse de contenu que nous avons utilisée, ne montre qu'imparfaitement le degré de corrélation qui existe entre notation dynamique et la dynamique des marchés.

Le problème de la pertinence de l'influence de la notation dynamique sur la dynamique des marchés financiers mériterait d'être traité plus complètement. Il faudrait donc continuer à explorer ce thème afin de voir quelle place réserver aux agences de notation pour une meilleure prévision et gestion des crises financières et pour une réduction optimale de l'asymétrie de l'information sur les marchés financiers.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- DE POLIGNAC Jeanne-Françoise (2002), *La notation financière : l'approche du risque de crédit*, Editions Revue Banque, 128 p.
- GAILLARD Norbert (2010), *Les agences de notation*, collection Repères, Editions La Découverte, 126 p.
- GERST Catherine & GOVEN Denis (2004), *To B or not to B, le pouvoir des agences de notation en question,* Editions Village Mondial, 190 p.
- KARYOTIS Daniel (1995), *La notation financière: une nouvelle approche du risque*, Editions Revue Banque, 191 p.
- MISHKIN Frederic (2004), *Monnaie, banque et marchés financiers*, Editions Pearson Eduction, 7e édition, Chapitre 6, p.137-160.
- MOREAU Franck (2002), *Comprendre et gérer les risques*, Editions organisation, p 27-45.
- PAGET-BLANC Eric & PAINVIN Nicolas (2007), *La notation financière, rôle des agences et méthodes de notation,* Editions Dunod, 292p.
- Vernimmen (2011), *Livre de finance d'entreprise,* Editions Dalloz, 1199 p.

Revues financières et journaux économiques et financiers

- Les Echos (2011), Mois de: Avril, Mai, Juin, Juillet, Août.
- Le Monde, (2011), Mois d'Août.
- NATIXIS (2011), «Quelle est la part quantitative de la notation souveraine de S&P?», Flash économie n° 586, 20 p.
- NATIXIS, (2011), «Va-t-on pouvoir arrêter la crise des dettes publiques en Europe?», Flash économie n° 556, 05 p.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

- Nouvel Observateur (Août 2011).

Articles

- AKERLOF A. Georges (1970), «The market for lemons; quality, uncertainty and the market mechanism», Quarterly Journal of Economics, Vol.84, pp.488-500.

- AMF (2009), «Rapport 2008 de l'AMF sur les agences de notation», Janvier 2009, 115p.

- ARTUS Patrick, DE BOISSIEU Christian et CAPELLE-BLANCARD Gunther, (2008), «La crise des subprimes», Rapport du CAE, la Documentation Française, 284p.

- Banque de France (2006), Rapport annuel de la banque de France, 97p.

- Banque de France (2004), L'incidence des notations sur les dynamiques de marché : une revue de la littérature, Juin 2004, 28p.

- BENAROYA François et SOCIETAL Claire Dissaux (1997), «Comment détecter les pays à risque».

- Comité de Bale sur le contrôle bancaire (2004), «Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres», dispositif révisé, Juin 2004, 226p.

- GAILLARD Norbert (2011), «Quelles réformes pour l'industrie de la notation financière?», Revue d'économie financière, n° 101, p 73-86.

- GARNIER Olivier (2008), «Du bon usage de la notation financière externe», Revue d'économie financière, hors-série 2008, p 251-254.

- GUESSOUM Yasmine (2004), «Evaluation du risque pays par les agences de Rating: transparence et convergence des méthodes», centre d'économie et de finances internationales, université de la méditerranée, 34 p.

- LARRAIN G., REISEN H., MALTZAN J. von, «Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings»,(1997), OECD Working Papers, n° 124, 28p.

CESAG BIBLIOTHEQUE

- MORISSON Gilles (1998), «La crise monétaire et financière en Asie du Sud Est», Bulletin de liaison, n° 7, Juin 1998, SGCB - Banque de France, p 31-46.

Sites Web

- Alternatives Economiques, www.alternatives-economiques.fr, consulté en Août 2011.
- Banque Centrale Européenne, www.ecb.int/stats, consulté en Août 2011.
- Banque de France, www banque-france.fr, consulté en Août 2011.
- Banque des Règlements Internationaux, www.bri.org, consulté en Juillet 2011.
- Bloomfield investment, www.bloomfield-financial.com, consulté en Juillet 2011.
- Dangong Global Credit rating, www.dagongcredit.com, consulté en Août 2011.
- Fitch rating, www.fitchratings.com, consulté en Juillet 2011.
- Fonds Monétaire international, www.imf.org, consulté en Juillet 2011.
- Global Credit Rating, www.globalratings.net, consulté en Juillet 2011.
- Moody's, www.moodys.com, consulté en Juillet 2011.
- L'OCDE, www.ocde.org, consulté en Juin 2011.
- Standard & Poor's 2011, www.standardandpoors.com, consulté en Août 2011.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

TABLE DES MATIERES

DEDICACES i
REMERCIEMENTS ii
LISTE DES SIGLES ET ABREVIATIONS iii
LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES iv
SOMMAIRE v
INTRODUCTION 6
PREMIERE PARTIE 10
LA NOTATION FINANCIERE ET SA DYNAMIQUE INTRINSEQUE. 10
Chapitre I. : L'EMERGENCE DE LA NOTATION FINANCIERE ET SES FONDEMENTS THEORIQUES. 11
I. L'émergence de la notation financière et son développement. 11
1. L'essor des agences de notation 11
1.1 Définition des concepts 11
1.1.1 Le Rating 11
1.1.2 La notation financière 11
1.1.3 Le credit-scoring 12
1.2 L'origine d'une pratique américaine 12
2. L'essor international de la notation 13
2.1 Essor international à partir des années 1970 13
2.1.1 Les trois grandes agences de notation 14
2.1.2 L'émergence des agences nationales 15
2.1.3 Dagong Global Credit Rating 15
2.2 Quid de la notation financière en Afrique? 16
2.2.1 La Global Credit Rating (GCR) 16
2.2.2 Bloomfield Investment 16
II. Les fondements théoriques de la notation financière 17
1. Les fondements micro-financiers et la théorie de l'agence 18
2. Les fondements macro-financiers et la théorie des marchés efficients 19
Chapitre II. : LA METHODOLOGIE DE LA NOTATION FINANCIERE ET SA DYNAMIQUE. 21
I. Principes de base de la notation financière 21
1. L'activité de la notation financière 21
1.1 Le rôle des agences de notation 21
1.1.1 Les émetteurs 21
1.1.2 Les investisseurs 22

CESAG - BIBLIOTHEQUE

1.1.3 Les autorités de tutelle 22
2. Le champ d'intervention des agences de notation 22
2.1 La notation des institutions financières 23
2.2 Les sociétés non financières (SNF) 24
2.3 La notation du risque souverain 25
3. Les principes généraux encadrant la notation financière 28
II. Le processus de notation financière et sa dynamique. 28
1. La demande de notation 28
2. L'analyse 29
3. La notation 30
4. La publication 32
5. Le suivi de la notation 32
5.1 La mise sous surveillance 32
5.2 La perspective 33
DEUXIEME PARTIE 34
LA NOTATION FINANCIERE ET LA DYNAMIQUE DES MARCHES FINANCIERS. . 34
Chapitre III. : LA NOTATION, ELEMENT CLEF D'UN SYSTEME FINANCIER MONDIALISE. 35
I. Notation et règlementation bancaire 35
1. La place de la notation dans la règlementation bancaire 35
2. Agences de notation et contrôle prudentiel de Bâle 36
II. Notation et risque de crédit 37
1. La notation et le risque de défaut 37
2. La notation et les spreads de taux 42
III. Impact de la notation sur le marché. 44
1. Modification d'une note souveraine 44
2. Modification d'une note ''corporate''. 45
Chapitre IV. : LA PERTINENCE DE LA NOTATION EN QUESTION 46
I. Les crises récentes. 46
1. Les agences de notation et les crises passées 46
1.1 La crise asiatique 46
1.2 La crise des supbrimes 47
2. La crise actuelle des dettes souveraines : la crise grecque et ses contagions .. 48
3. Tableau de synthèse et attitude des agences de notation dans la crise actuelle des dettes souveraines 51
II. Les crises récentes: quels enseignements? 54
1. Les dysfonctionnements constatés 54

CESAG BIBLIOTHEQUE

1.1 Un marché de notation très concentré : marché oligopolistique 54
1.2 Le mode de rémunération: le principe de l'émetteur-payeur 55
1.3 Méthodologie de la notation: manque d'adaptation de la notation à la complexité financière 55
1.4 La responsabilité civile des agences de notation 56
2. Vers un contrôle de l'activité des agences de notation 56
3. Recommandations 58
3.1 Pour les investisseurs 58
3.2 Pour les autorités de régulation 58
3.3 Pour les agences de notation 59
CONCLUSION 60
BIBLIOGRAPHIE 63
TABLE DES MATIERES 66
RESUME 69
ABSTRACT 69

CESAG - BIBLIOTHEQUE

RESUME

Notation financière dynamique et dynamique des marchés financiers

Née aux Etats-Unis au milieu du XIX^{ème} siècle, la notation financière est l'évaluation par une agence spécialisée et indépendante, du risque de défaillance d'un émetteur ou d'une émission, par une formalisation objective des facteurs de risques, synthétisé par une note. Trois agences, Moody's, S&P et Fitch Rating, dominent aujourd'hui le marché de la notation financière et sont devenues, des acteurs à part entière de l'économie mondialisée.

Les opinions émises par ces agences ont une incidence sur la dynamique des marchés financiers. Cela se traduit de façon directe par le contenu en information des notes qu'elles émettent ou indirectement par l'effet qui découle des références faites aux notations dans les règlementations financières. De par cette influence sur les marchés financiers, elles jouent un rôle très important sur la dynamique des marchés et la stabilité financière. Cependant, durant les recentes crises, crise asiatique de 1997 et crise des subprimes de 2007, elles ont révélé leurs limites. Aujourd'hui, dans la crise des dettes souveraines, leur attitude constitue un sujet de débat.

Ce mémoire se propose d'explorer les renseignements fournis par les notes émises par les agences de notation sur le risque de crédit d'un emprunteur. Mieux, il cherche à savoir la pertinence de la notation financière dynamique sur la dynamique des marchés financiers. A travers une analyse de contenu, méthode d'analyse qualitative, ce mémoire montre qu'il existe une relation entre les notes attribuées par les agences et le risque de credit d'un emprunteur.

Toutefois, malgré les critiques dont elles font l'objet, les agences de notation restent crédibles puisque, les taux de défaut moyens par niveau de notes émises restent faibles. Cependant, il incombe aux autorités de régulation et aux Etats de prendre toutes les règlementations nécessaires et indispensables pour mieux contrôler les agences de notation et ainsi:

- améliorer la qualité et la transparence de la méthodologie de notation,
- éviter les conflits d'intérêts,
- favoriser la concurrence pour réduire la domination des trois grandes agences.

Mots clefs. Notation financière, Risque de crédit, crise des dettes souveraines.

ABSTRACT

Dynamic rating and the financial market's dynamic

The credit rating appeared in the United States in the mid-nineteenth century. It's an objective rating of the risk of default of an issuer or an issuance given by an independent rating agency. Up to now, three agencies, Moody's, Standard & Poor's and Fitch rating are dominating the credit rating market. These agencies have an impact on the dynamic of financial markets and on the financial stability through the information contained in the quotation and the use of this quotation as a reference in the prudential financial regulation enacted by banking supervisory bodies.

However, during the recent financial crises such as the Asian crisis in 1997 and subprime crisis in 2007, they failed. Their behavior during the current sovereign debt crisis in Europe is highly criticized by market analysts.

This document aims to determine the relevance of the ratings given by rating agencies and the influence of credit rating changes on the dynamic of financial markets.

Despite criticisms, the credit rating agencies are still credible. Evidence shows there is a strong relationship between the rating given to the issuers and their probability of default. Rating agencies are wrong only in few cases.

They have a real impact on the dynamics of financial markets during crisis episodes. In such circumstances, they increase instability by downgrading the issuers too frequently. That contributes to accelerate panic movements in the markets.

This is the reason why financial regulators have to control more closely rating agencies in order:

- to improve the quality and the transparency of their rating methodology,
- to avoid conflicts of interests between issuers and agencies,
- to reduce the domination of the big three rating agencies by promoting competition.

Key words: Credit rating, Credit risk, sovereign debt crisis.