

République Algérienne Démocratique et Populaire.
Université Mouloud Mammeri de Tizi Ouzou.
Faculté des Sciences Economiques, Commerciales et de Gestion.
Département des Sciences Economiques.

**Mémoire en vue de l'obtention
du diplôme de magister en sciences économiques.**
Option : Economie et Finance Internationale.

Thème

**Essai d'analyse de l'impact de l'annonce de la notation
financière sur les marchés financiers : Cas du marché
financier de la Zone Euro.**

Elaboré par :

M^{elle} Souria HAMMACHE

Dirigé par :

M^r Nasser BOUYAHIAOUI

Devant le jury composé du :

Président : M^r TESSA Ahmed, Professeur, UMMTO.

Rapporteur : M^r BOUYAHIAOUI Nasser, Maître de conférences « A », UMMTO.

Examineurs : M^r GUENDOUDI Brahim, Professeur, UMMTO.

M^r OUALIKENE Selim, Maître de conférences « A », UMMTO.

M^r BOUDJEMAA Rachid, Maître de conférences « A » INPS- Alger

Date de soutenance :

Remerciement

Remerciement

Mes remerciements les plus chaleureux vont tout d'abord à mon directeur de mémoire, Mr BOUYAHIAOUI Nasser et ce pour de nombreuses raisons. Premièrement, parce qu'il a eu la capacité visionnaire d'anticiper longtemps à l'avance l'intérêt grandissant pour le sujet qu'il m'a proposé au début de ce mémoire. La littérature foisonnante sur le thème traité s'est en effet développée, en grande partie, en 2011 et 2012. Deuxièmement, pour m'avoir encouragée à mener ce travail de recherche malgré notre conscience des difficultés qu'engendre une telle étude, d'oser lire en anglais et de m'avoir appris l'audace d'entreprendre le difficile. Troisièmement, pour ses précieux conseils et ses nombreuses interventions pour recadrer mon sujet, pour son soutien moral au moment de doutes, de craintes, et d'anxiétés, d'avoir cru en l'intérêt de ce thème à l'heure où beaucoup n'y avaient pas cru.

Je remercie Mr LASFER Meziane, PHD à Cass Business School pour ses précieux conseils.

Ma profonde gratitude va aussi aux membres de jury, pour m'avoir fait l'honneur de participer à l'évaluation de ce mémoire.

Je voudrais également remercier ma chère mère, pour ses relectures attentives, et son soutien de tous les instants.

Mes vifs remerciements pour mon frère Sofiane, et ma sœur Lila, merci pour l'environnement chaleureux et d'exception que vous m'avez assuré.

Je remercie Allah de m'avoir donné le courage et la patience de tenir ce travail
jusqu'au bout.

A la mémoire de mon cher père

“There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me; it’s not clear sometimes who’s more powerful.”¹

Thomas L. Friedman.

¹ *Interview with Thomas L. Friedman, THE NEWS HOUR WITH JIM LEHRER (PBS television broadcast, Feb. 13, 1996).*

Sommaire :

Introduction générale.....	01
<u>Chapitre 1 : Présentation de la notation financière et des agences de notation.</u>	10
Introduction :	10
<u>Section 1 :</u> Fondements et caractéristiques de la notation financière.....	11
<u>Section 2 :</u> Le rôle et la raison d’être de la notation financière.....	27
Conclusion.....	39
<u>Chapitre 2 : Activité et processus de la notation financière</u>	41
Introduction.....	41
<u>Section1 :</u> Activité, interprétation et typologie des notations de crédit.....	41
<u>Section 2:</u> Le risque de crédit, la notation et le taux de défaut.....	54
<u>Section 3 :</u> Le processus de la notation financière.....	64
Conclusion.....	71
<u>Chapitre 3 : Méthodologies de notation des émetteurs, et déterminants de la notation financière.</u>	73
Introduction.....	73
<u>Section1 :</u> La notation des entreprises industrielles (corporate rating).....	74
<u>Section 2:</u> La notation des institutions financières.....	93
<u>Section 3 :</u> La notation du risque souverain.....	111
Conclusion.....	137
<u>Chapitre 4 : L’impact de la notation financière sur les marchés financiers.</u>	140
Introduction.....	140
<u>Section 1 :</u> Revue littéraire de l’incidence de la notation financière sur les marchés financiers.....	141
<u>Section 2 :</u> Essai d’analyse de l’impact de la notation financière sur les marchés financiers de la Zone Euro . (Etude empirique).....	158
Conclusion	204

Conclusion générale.....	206
Bibliographie.....	211
Liste des tableaux.....	219
Liste des figures et annexes	223
Annexe.....	225
Glossaire.....	246
Table des matières.....	250

Liste des abréviations

ADN: Agences de Notation.

AR : Abnormal Return

BFR : Besoin en fonds de Roulement

BICRA: Banking Industry Country Risk Assessments

CAF: Capacité d'Auto financement.

CAR: Cumulative Abnormal Return.

CDS: Credit Default Swap

CET1: Common Equity Tier One.

CGFS: Committee on the Global Financial System

EBE: Excedent Brut d'Exploitation.

EBITDA: Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

FCF: Free Cash Flow.

MSS : Mises Sous Surveillance

MSSN: Mises Sous Surveillance Négative

MSP: Mise Sous Perspectives

N.R.S.R.O: Nationally Recognized Statistical Rating Organization

SEC: Securities and Exchange Commission

S&P: Standard and Poor's

SPV: Special purpose Vehicle

OAT: Obligations Assimilables au Trésor

RA : Rentabilité Anormale

Introduction générale :

Depuis ces dernières années, il ne se passe pas une semaine sans que les médias ne signalent qu'une agence de notation a modifié la note d'un Etat, d'une entreprise, ou d'une institution financière, ce qui entraîne d'importantes conséquences financières. En effet, depuis la crise de 2008 les agences de notation procèdent à des dégradations massives, provoquant ainsi des réactions de la part des acteurs économiques et sont devenues la proie des critiques les plus virulentes, les accusant de provoquer et parfois d'aggraver la crise, en jetant la suspicion sur leurs méthodes de notation et les critères pris en compte dans leur processus de notation.

La globalisation financière, l'instauration de nouveaux instruments financiers, l'ouverture plus grande des marchés financiers domestiques aux investisseurs étrangers, ont permis à la notation financière ou rating de connaître un développement considérable et est devenue désormais un acteur à part entière des marchés financiers. Ces notations financières sont édictées par les agences de notation qui ont pour activité d'évaluer les risques liés aux titres de dettes ainsi que les émetteurs de titres eux-mêmes, qui peuvent être des entreprises, des banques, des compagnies d'assurance, des collectivités locales ou des Etats. Elles permettent donc, à priori, d'améliorer l'information sur les marchés financiers.

Trois Agences de notation captent 95% du marché de la notation financière, Moody's, Standard and Poor's et Fitch. Ces trois agences exercent un quasi monopole, qui s'explique par des barrières à l'entrée, difficilement contournables par les nouvelles agences qui tentent de pénétrer le marché de la notation.

Ces agences ont été mises en cause lors de la dernière crise financière, pour leur manque d'anticipation sur les risques potentiels, liés notamment aux produits structurés et leur insuffisance de réactivité au cours de la crise financière. En effet, leur influence ne cesse de s'agrandir, le rôle et la crédibilité dont bénéficient aujourd'hui les agences, suscitent de nombreuses interrogations liées à leur

indépendance réglementaire, à leur financement direct et exclusif par les entreprises et aux incidences de leurs décisions qui dépasseraient le cadre du marché obligataire.

C'est à cet aspect là que notre recherche est orientée, notre objectif dans ce travail de recherche est ainsi de s'inscrire dans le développement du courant de recherche consacré à la notation financière qui précise l'incidence de la notation financière sur les marchés financiers ; et plus précisément l'incidence sur le marché obligataire et le marché des actions. L'objectif est donc de comprendre la réaction des marchés financiers face aux modifications de notes financières.

Les annonces faites par les agences de notation ont un impact considérable sur les marchés financiers. En effet, plusieurs études ont tenté de démontrer qu'il existe une corrélation entre les modifications de notes et la valeur des actifs financiers comme les obligations, les actions et les CDS. Une annonce négative tend en principe à augmenter le spread de crédit ce qui signifie l'augmentation des frais financiers de l'entité dégradée. Un rehaussement de note provoquerait par contre une contraction des primes de risques de l'émetteur dont la note est mutée.

L'étude qui va être menée est de nature dynamique, et est relative aux changements de notes. Il s'agit d'effectuer à échéances régulières les études d'impact de modification de notes. Le suivi de changement de note est l'occasion de tester l'aspect informatif ou non de l'activité de notation : Pour que l'on puisse considérer qu'un *upgrading* ou un *downgrading* transmet de l'information aux marchés financiers, il faut en effet pouvoir observer une modification significative et postérieure à l'annonce du *spread* du titre concerné ou de la valeur d'une action¹.

Ce travail est bien sûr relativement important et nécessite beaucoup d'attention : constitution de base de données, sélection des titres, mise en place des méthodes statistiques, etc. Il peut être éventuellement souhaitable de ne travailler, dans un premier temps, que sur un marché de taille relativement restreinte (par exemple,

¹ Philippe Raimbourg Les enjeux de la notation financière, *Revue française de gestion*, 2003/6 no 147, p. 67-76.

obligations *high yield* de la zone euro) pour ensuite étendre l'étude à des marchés plus importants.

- **Problématique :**

La crise de la dette souveraine, a relancé le débat autour des agences de notation au sein de la presse. En effet, plusieurs critiques sont lancées à leur encontre. On leur reproche leur caractère pro cyclique, c'est-à-dire leurs interventions par des dégradations massives en cas de crise économique et financière et leur passivité en cas de croissance économique. On leur reproche aussi leur manque de réactivité et d'avoir maintenu des bonnes notes pour des produits financiers déficients. Dans son communiqué le sénat a précisé en avril 2010, le rôle des agences de notation dans la crise financière et les principales critiques attribuées à leur encontre (Voir l'annexe 2).

Malgré ces nombreuses critiques, la notation bénéficie d'un pouvoir institutionnel important mais également le fonctionnement de la psychologie financière a fourni un ressort puissant pour relayer ce pouvoir au cœur des marchés. Si la notation a acquis tant de poids dans la décision d'investissement, c'est d'abord parce qu'elle répond intrinsèquement à la logique du marché. Elle offre aux investisseurs l'avantage de la rapidité d'analyse et de la simplicité d'interprétation. Elle intègre dans un système de codification un ensemble de données considérées comme suffisamment fiables pour l'intégrer dans la prise de décision. Au final, il semblerait que cette notation résume en quelques lettres (de AAA à D, synonyme de défaut) ce qui à un moment « t » de la vie du marché, s'impose comme la croyance collective, que chacun admet comme valable et immédiatement utilisable dans l'analyse².

Dans cette assertion, la notion d'anticipation est fondamentale et ce, qu'analystes et investisseurs basent leurs activités sur ce travail de prédiction des

² Céline BEGON, Le rôle des agences de notation dans la crise de la dette européenne : Pouvoirs et insuffisances du rating souverain en zone euro, science po de Toulouse, 2011 ; pages 9-10.

évolutions futures des fondamentaux et de la structure de la dette. Alors que la notation de produits structures ou le rating *corporate* correspondent à une évaluation en aval de la fiabilité des titres, le rating souverain prétend offrir une analyse anticipée de la situation des Etats.

Les trois plus grandes agences de notation, ont un pouvoir considérable et continuent de peser très directement sur la possibilité des émetteurs d'accéder aux marchés des capitaux. La récente crise qui a touché la zone euro, a montré l'incapacité des gouvernements à négliger les décisions de ces agences. En effet, nous avons tous constaté que les agences, dictaient aux gouvernements ce qu'ils devraient faire: reculer l'âge de départ en retraite, réduire les dépenses publiques, suppression des emplois publics, tailler dans les dépenses sociales, privatiser les services publics.... Conséquence : les plans de rigueurs se succèdent, et les gouvernements assument que dorénavant les mesures prises sont pour « *rassurer et calmer les marchés financiers* ».

C'est dans ce contexte de crise et d'instabilité que s'inscrit ce travail de recherche, qui a pour objectif de comprendre la réaction des marchés financiers à un changement de note d'un Etat, ou d'une entreprise. Notre problématique qui sera le fil conducteur de notre recherche, est traduite par les termes suivants : **Quel est l'impact des annonces des agences de notation sur les marchés financiers ? En d'autres termes, les notations financières dictées par ces agences ont elles une valeur informationnelle sur les marchés financiers ?**

Cette problématique impose une série d'autres questions :

Dans le cadre de la crise européenne, *quelle analyse de leur responsabilité peut-on faire : un rôle de révélateur de la crise, d'accélérateur de la crise ? Avant d'y répondre nous devons trouver des réponses à des interrogations plus techniques : A quoi les agences de notation servent-elles ? Quel est leur rôle et leur activité ? Quelles sont les méthodes dévaluation, les déterminants et les critères pris en compte afin d'établir une notation financière ?*

L'objectif de ce travail de recherche n'est aucunement de pointer le doigt sur la culpabilité des agences de notation dans la crise souveraine européenne, mais simplement de rejoindre le courant de recherche qui traite l'incidence de la notation financière sur les marchés financiers, et d'analyser l'impact des dégradations et des up-gradations premièrement sur le marché obligataire, avant d'étudier l'effet de modification du rating sur le marché d'actions.

- **Hypothèses de travail :**

Afin de donner une orientation à notre travail de recherche, nous nous appuyerons sur les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : L'annonce d'une upgradation/ dégradation d'une notation financière est négativement corrélée aux taux d'intérêt obligataire, aux primes de risque et aux CDS spread.

Hypothèse 2 : Les marchés anticipent l'annonce des changements de note ou les mises sous surveillance (négatives/positives).

Hypothèse 3 : Une dégradation/ augmentation de la notation souveraine, influence positivement/négativement la capacité d'emprunter des entreprises de ce même pays.

Hypothèse 4 : La valeur actionnariale d'une entreprise est sensible aux annonces des notations financières.

- **Méthodologie de recherche :**

La méthode de recherche mise en place, consiste en une lecture approfondie des articles et ouvrages récents entourant le débat sur les agences de notation. Il s'est avéré utile de creuser le sujet à l'aide d'ouvrages spécialisés sur cette question comme les

deux livres de Norbert Gaillard³, de suivre les débats télévisés entre spécialistes, afin de replacer les agences de notation dans le contexte plus large de leur évolution et de comprendre le processus d'institutionnalisation qui leur confère leur poids actuel. Cet aspect fera l'objet d'une première partie de cette étude, point qui paraît indispensable pour comprendre le rôle qu'elles peuvent avoir aujourd'hui dans le système économique et financier. En outre, il nous a semblé indispensable de consulter et s'inscrire sur les sites officiels des trois agences, dans le but d'avoir accès à des rapports périodiques publiés de leur part, qui peuvent contenir des informations utiles à notre recherche et ainsi apporter une analyse concrète et de vérifier la mise à jour des données, intégrer des informations récentes mais surtout de voir la réactivité des agences face aux différentes critiques et pressions subies, en vérifiant les changements apportés par les agences quant aux méthodes de notation et aux nouveaux critères d'analyses pris en compte au grès de la crise.

La recherche bibliographique a pour objectif d'apporter un éclairage sur le rôle des agences mais surtout de mettre en lumière d'une part, les déterminants et les critères de dévaluation, en vue de comprendre comment elle procède à la notation d'un émetteur, d'autre part, recenser les travaux touchant à l'incidence de modification de note sur les marchés financiers. En effet, plusieurs études ont été entreprises et orientées vers ce sens, et tentées de trouver des éléments de réponse à la problématique posée. Les anciennes études se concentraient sur l'effet de la notation d'entreprise, alors qu'actuellement il semble que les travaux sont plutôt orientés vers l'impact de la notation souveraine sur les marchés financiers.

Une fois une revue littéraire générale présentée, nous procéderons à notre analyse de l'incidence de la notation financière sur le marché obligataire européen. Le choix du marché européen ne relève pas du hasard, en effet le contexte de crise et le type de données dont nous disposons, nous imposent de nous orienter vers le choix

³- Norbert Gaillard, les agences de notation, Edition la découverte, Paris 2010, - Norbert Gaillard, A Century of Sovereign Ratings, Edition Springer New York Dordrecht Heidelberg London, 2011

de ce marché. Cette étude s'appuie sur une méthode appelée « étude d'événement », ce qu'on appelle en anglais, « *event study* », elle consiste en la mesure autour de la date de l'évènement de l'écart, appelée rentabilité anormale, (*abnormal return*) entre la valeur réelle d'un actif et un prix attendu calculé sur la base de l'historique de la valeur au cours de la période d'estimation. La non disponibilité des données adéquates nous empêchent d'appliquer la méthode d'étude d'événement telle qu'elle est définie. Nous nous contenterons dans ce travail d'observer l'évolution et la tendance de certains paramètres comme le taux d'intérêt sur dix ans, les CDS et les primes de risques avant et après une annonce c'est-à-dire autour d'un événement précis, avant de procéder à l'analyse proprement dite. La deuxième étude qui va être entreprise concerne l'impact de modification de note sur le marché des actions. Dans le souci de précision, nous avons opté pour un secteur bien déterminé, celui du secteur bancaire. En effet, nous avons appliqué la même méthode à savoir l'étude d'événement sur un échantillon de banques en vue de vérifier l'évolution des cours boursiers avant et après l'annonce d'une mise sous surveillance négative et d'une dégradation.

Il faut toutefois souligner, que le manque de données et la difficulté d'y avoir accès ainsi que le contexte particulier de crise, ne nous donne pas la possibilité de vérifier l'impact d'un rehaussement de note sur les marchés financiers. De ce fait, notre analyse est réduite à l'observation de la réaction des marchés obligataires à une dégradation souveraine ou à la réaction des prix des actions bancaires à une dégradation d'une banque. Notre étude est par conséquent limitée.

Les sources de nos données sont multiples. Concernant la première étude, à savoir l'impact de la notation financière sur le marché financier obligataire de la zone euro, nos données sont en provenance du site officiel de Bloomberg. Les annonces des agences de notations quant à elles, notamment les dégradations, sont recensées de notre part après suivi quotidien des informations télévisées ou par la voie de la presse écrite et en ligne, ainsi que les sites officiels des trois agences. La deuxième étude quand à elle, relative à l'impact de l'annonce négative sur le marché boursier bancaire,

a été entreprise grâce aux données en provenance des deux sites spécialisés dans la publication des cours boursiers en temps réel : Boursorama.com et EuroInvestir.fr.

• **Structuration du mémoire de recherche :**

Afin de répondre à la problématique ainsi posée et confirmer ou infirmer nos hypothèses, nous structurons notre travail comme suit :

- **Premièrement** nous présenterons la notation financière et tous les aspects s'y rattachant, le but étant de comprendre l'évolution historique de l'industrie de notation, et le rôle que jouent les agences de notation sur les marchés financiers (*chapitre 1*).
- **Deuxièmement** nous tenterons d'expliquer d'une part l'activité de notation par la présentation de toutes ces dimensions, en passant par l'analyse des types des annonces faites par les agences de notation, l'échelle de notation, et surtout apporter un éclairage sur la notion du risque de défaut qui est le noyau dur de l'industrie de la notation. D'autre part, nous présenterons les étapes de développement de la notation financière, en d'autres termes nous décrirons l'architecture du processus de notation. (*Chapitre 2*).
- **Troisièmement**, nous examinerons et analyserons la méthodologie de notation des trois grandes agences de notation Standard and Poor's, Moody's et Fitch. L'analyse qui va être menée dans ce chapitre est employée pour identifier les facteurs en communs affectant la notation des émetteurs. Trois niveaux d'analyse seront appréhendés, selon la nature des émetteurs de dettes. En effet, les méthodologies utilisées par ces agences afin de noter les émetteurs diffèrent selon la nature de l'entité. Notre analyse de cette évaluation repose sur des documents méthodologiques publiés par les agences. Nous sommes d'avis que l'utilisation de la littérature d'ordre pratique nous permet ici de saisir

de manière concrète les différents paramètres menant à l'attribution de notes.
(*Chapitre 3*)

- **Finalemment**, dans le *Chapitre 4* de notre étude, nous analyserons l'impact de l'annonce de la notation financière et son influence sur les marchés financiers. L'objectif ici est de démontrer qu'il existe une corrélation entre le changement de la note et la fluctuation des taux d'intérêts, et du prix de l'action. Pour ce faire, nous essayerons en premier lieu de vérifier l'incidence de modification de note sur le marché obligataire de la zone euro, avant d'observer la réaction des cours bancaires à un changement de note.

Il faut souligner que le but de notre recherche, n'est pas de remettre en cause la légitimité des agences de notation ou de pointer du doigt la responsabilité des agences dans la crise actuelle en Europe, mais notre objectif est d'étudier l'impact que pourrait avoir une annonce qu'elle soit positive ou négative sur les marchés financiers, en prenant comme cas le marché financier de la zone euro qui s'inscrit dans une conjoncture particulière, « *la crise souveraine* ». Nous nous inscrivons donc, comme préciser auparavant, dans la continuité du courant de recherche traitant la problématique de l'incidence des annonces des agences de notation sur les marchés financiers.

Chapitre 1 : Présentation de la notation financière et des agences de notation.

Introduction :

Les agences de notation jouent un rôle central dans le fonctionnement du système financier actuel et notamment dans de nombreuses réglementations financières. En effet, les agences de notation ont vu leur rôle considérablement évoluer et s'agrandir en un siècle et cela pour de nombreuses raisons. Un véritable processus d'institutionnalisation des agences d'abord, et des ratings ensuite, s'est mis en place, leur conférant une légitimité désormais contestée. Afin d'analyser ce processus et d'en comprendre les mécanismes, il convient de revenir sur le contexte de l'émergence des agences de notation, avant de mettre en exergue le développement rapide de l'activité de la notation. En effet, Il nous semble nécessaire, pour mieux appréhender leur fonctionnement, de retracer un peu l'histoire de ces agences avant d'aborder les aspects plus techniques.

L'objectif de ce premier chapitre est donc de présenter les agences de notation, de comprendre pourquoi elles étaient créés à quoi servent elles ?, pourquoi elles ont connu une telle évolution ?, et pourquoi en ces temps de crise elles sont vigoureusement critiquées alors qu'initialement elles étaient considérées comme indispensables.

La structure de ce premier chapitre se présente comme suit : premièrement après avoir défini les spécificités de la notation et proposé une typologie des agences de notation, nous tenterons d'en expliquer le développement rapide au cours des dernières décennies. En effet, les agences de notation ne cessent de gagner en puissance, ceci s'explique par plusieurs raisons que nous allons étaler dans ce chapitre. Mais avant un aperçu sur les fondements et les caractéristiques de la notation financière est inéluctable (*section1*). Ensuite, nous nous intéresserons aux

justifications théoriques de la notation financière en exposant les raisons d'être des agences de notation (*Section 2*).

Section 1 : Fondements et caractéristiques de la notation financière.

Afin de comprendre l'évolution du rôle et la crédibilité des agences de notation sur les marchés financiers, il nous paraît nécessaire de définir la notation financière, ses spécificités, et de présenter la typologie et les principales agences de notation dans le monde.

1- Présentation générale de la notation financière :

La notation financière mise en œuvre depuis le 20^{ème} siècle s'est répandue dans le monde entier, mais surtout dans les pays développés où elle est devenue incontournable pour accéder au marché des capitaux. Le monde de la notation de crédit est extrêmement intense, plus de 745 000 titres émis par 42 000 émetteurs, représentant au moins 30 milliard de dollars, sont notés de la plus haute notation AAA à la plus basse C. Ces notations sont attribuées par 150 agences de notation éparpillées dans le monde^{1 2}. *Que représente exactement la notation financière ? Ou plus précisément qu'est ce que la notation de crédit ?*

Il n'existe pas une définition standard de l'industrie de la notation et de la notation de crédit. Mais durant la période 2003 / 2006 plusieurs revues ont repris les définitions proposés par certaines institutions. Pour l'US Securities and Exchange Commission (SEC) qui est l'organe de régulation des marchés financiers aux Etats Unis : *« la notation de crédit représente une opinion formulée par une agence de notation, sur la solvabilité d'une entité sur les titre émis ».*

¹ Bolger, R.M., Managing Director, Global Regulatory Affairs & Associate General Counsel – Standard & Poor's, 2005, The credit rating agency duopoly relief act of 2005, Testimony before the House Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises, June 29, 1–17, Exhibit A.

² Estella, A., 2000, Credit ratings and complementary sources of credit quality information, *Basel Committee on Banking Supervision Working Papers* No. 3: Bank for International Settlements, Basel, August, 1–186, and page 14.

Selon la commission européenne : « *les agences de notation émettent les opinions sur la solvabilité des émetteurs particuliers ou des institutions financières. En d'autres termes elles évaluent la probabilité qu'un émetteur n'a plus la possibilité d'assurer le service de l'ensemble de ces dettes financières (issue rating)...* »³

L'ensemble de ces définitions nous donnent un aperçu général sur la notation financière. Pour plus de clarification, nous proposons les définitions adoptées par les trois plus grandes agences de notation (ADN) :

Pour Moody's : « *la notation de crédit est simplement une opinion indépendante sur le risque de crédit, c'est une évaluation de la capacité d'un émetteur de titre de rembourser sa dette à l'heure convenue* »⁴

Pour standard and poor's : « *la notation de crédit est une opinion sur la solvabilité générale d'un émetteur de dette. Ou la capacité, et la bonne volonté de respecter les engagements de remboursement des dettes financières, en se basant sur les facteurs de risque* »⁵ Pour Fitch's : « *la notation de crédit donne une opinion sur la relative capacité d'une entité à faire face à ces engagements...elles sont utilisées par les investisseurs comme un indicateur leur indiquant la probabilité de recevoir leur argents prêtés...* »⁶

Les différences entre ces définitions illustrent la divergence entre ces trois agences. En effet, Fitch's insiste sur la relativité des notes, et sur le risque de défaut, par contre Moody's se concentre sur l'indépendance de l'opinion, tout en intégrant la bonne volonté de l'émetteur de performer, dans la détermination de la note. S & P quant à elle, insiste sur la solvabilité de l'émetteur, l'opinion étant basée sur les facteurs de risque. Malgré ces légères différences les trois agences de notation s'accordent à dire que la notation est une opinion sur le risque de défaut.

³ Commission of the European Communities, 2005, Communication from the Commission on credit rating agencies, December 23, 2005/11990, 1–9, page 2.

⁴ Moody's Investors Service, 2004, Guide to Moody's ratings, rating process, and rating practices, June, Report 87615, 1–48, page 9.

⁵ Standard & Poor's, 2005, *Corporate Ratings Criteria* 1–119, page 8.

⁶ <http://www.fitch's.com> Consulté le 16/03/2012 ;

La notation financière est donc une opinion, formulée sous forme de note, sur le risque de défaut d'une dette. La note est attribuée par une agence de notation en utilisant une échelle qui lui est propre. Elles peuvent être attribuées à une personne physique ou morale, entreprise, institution financière, mais également un pays ou une collectivité locale.

Il faut souligner que la procédure d'évaluation du risque de défaut, n'est pas une procédure propre aux agences de notation, mais qu'il existe un grand nombre d'institutions qui ont ce savoir faire. Parmi ces institutions, on trouve, le comité de Bâle, organe faisant réunir les banques centrales, émettant les règles prudentielles, les compagnies d'assurance à l'exportation (la COFACE en France), les banques d'investissement et les banques d'affaire (morgane stanley,...) pour l'évaluation du risque de crédit des entreprises.

1-1 Comparaison avec des concepts proches :

Il est important de distinguer le concept de notation financière des autres concepts relativement proche, pour éviter toute confusion.

1-1-1- Rating

Le mot Rating est un mot d'origine américaine dont la traduction littérale signifie évaluation. Il désigne à la fois un processus (l'analyse du risque) et son résultat final (la note). Les professionnels retiennent la définition suivant du mot *rating* : *c'est un processus d'évaluation du risque attaché à un titre de créance, synthétisé en une note, permettant un classement en fonction des caractéristiques particulières du titre proposé et des garanties offertes par l'émetteur »*⁷

⁷ Abhir Zineb, la notation financière, national school of management, Maroc 2006, page 09.

1-1-2- Notation financière

La traduction littérale du mot rating est "évaluation". Cependant, en France, l'association française des banques a retenu le terme de notation vu qu'il s'agit d'attribuer une note. La notation financière peut être définie comme étant 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. Elle permet aux investisseurs de déterminer leurs choix en fonction du risque qu'ils souhaitent prendre, et de la rémunération qu'ils cherchent. 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.

La notation financière exige de déterminer les risques de crédit, d'analyser les opérations de marché figurant hors bilan, de suivre les créances douteuses et les provisions. Elle se heurte aux modifications de présentation. Elle implique un rapprochement des données de gestion et de la comptabilité, répartition des informations entre annexes et rapport de gestion.

1-1-3- Crédit-scoring

Le crédit-scoring comme la notation, se définit comme une indication de la capacité d'un emprunteur à rembourser en date et en heure. Mais si elle s'adresse aux investisseurs, et aux prêteurs, quelques différences peuvent être apportées. Le crédit-scoring est une étude menée par un établissement de crédit de la solvabilité de l'emprunteur lors de l'octroi d'un crédit. Elle synthétise l'évaluation de son patrimoine alors que la notation ne concerne théoriquement que l'évaluation de l'émetteur quant à un titre de créance bien précis. En outre, le crédit-scoring fait intervenir l'emprunteur et l'établissement de crédit. La note est confidentielle et n'est donc en aucun cas communiquée. La notation fait intervenir quant à elle trois parties : les agences, l'émetteur et les investisseurs. La notation a, de ce fait, un intérêt plus large que le scoring puisqu'elle a un impact sur le marché financier. Enfin, les méthodes divergent également étant donné que le crédit-scoring est une méthode statistique reposant sur la pondération d'une batterie de ratios classiques d'analyse financière. Le modèle utilisé est élaboré à partir d'un échantillon d'entreprises et

constitue donc un modèle empirique pour distinguer les bons des mauvais payeurs. La notation ne présente pas de caractère automatique dans son analyse et des études réalisées aux Etats Unis dans les années 60/70 ont montré qu'il n'y avait pas de critère déterminé.

1-2 - Spécificité de la notation financière :

Les notes émises par les agences de notation présentent trois grandes caractéristiques qui les distinguent des autres institutions émettrices d'information sur le risque de défaut : La nature juridique de la note, son contenu informationnel, et l'indépendance des agences.

1-2-1- La nature juridique de la note :

La note constitue une opinion, fondée sur des arguments et sur une démarche méthodologique propre à chaque agence. Les agences de notation sans dans l'obligation de présenter un rapport, ou un communiqué de presse pour expliquer les arguments qui fondent la note attribuée. La note s'applique soit sur la dette émise par l'emprunteur, soit sur l'emprunteur lui-même.

Il est intéressant de souligner que la note ne concerne pas une évaluation de la qualité du management de l'emprunteur, ni de sa situation financière ou de son positionnement sur le marché, même si ces facteurs sont considérés comme primordiaux dans leurs études. Ainsi certaines entreprises peuvent présenter une situation financière dégradée mais jouissent d'un soutien de la part d'une entité publique qui se porte garant de leurs obligations financières. Ce qui leur permet d'obtenir une note élevée.

1-2-2- L'intégration du caractère qualitatif dans le fondement de la note :

Les agences de notation fondent leurs opinions à travers une démarche d'analyse financière, économique et juridique dont le but est d'évaluer le risque de crédit des

émetteurs, ainsi que les mécanismes de soutien dont bénéficie l'emprunteur. L'approche est alors similaire à celle suivie par les autres institutions telles que les banques centrales....Cependant, pour les agences de notation, la notation ne se fonde pas uniquement sur une approche statistique, telle la méthode des scores utilisée par la banque centrale, qui consiste à évaluer le niveau de risque de défaillance des entreprises à partir d'un algorithme dont les facteurs sont les variables financières. Mais la démarche d'analyse adoptée par ces agences consiste, à étudier des *critères qualitatifs*. Cette approche permet d'intégrer dans la note des informations qualitatives qui n'ont pas été rendues publiques par les entreprises ou entités notées. C'est-à-dire des informations confidentielles qui confèrent à la note une connotation plus importante que les informations destinés au grand public.

Les notations financières attribuées par les agences de notation se fondent alors sur des analyses et informations quantitatives et surtout qualitatives, à la différence des autres institutions qui fondent leurs opinions à la base des études statistiques. En outre, contrairement aux autres analystes, les analystes des agences de notation ont un *statut d'initié*, et ont accès à des informations non diffusées au public. C'est pourquoi les agences de notation sont soumises à un code éthique strict. (Cette question sera approfondie dans les prochains chapitres).

1-2-3- Indépendance des agences de notation :

Cette notion est très importante à relever, car c'est l'indépendance dont jouissent ces agences qui leur confèrent la crédibilité des opinions qu'elles émettent. Selon C Gerst & D, Groven dans leur ouvrage consacré aux agences de notation, l'indépendance leur permet de se démarquer des autres diffuseurs d'information sur le risque de crédit et de crédibiliser l'opinion qu'elles émettent.⁸ Par indépendance, on entend la liberté, tant financière que d'expression vis-à-vis des actionnaires. A l'origine les agences de notation étaient individuelles, puis devenues des filiales de

⁸ C Gerst & D, Groven, *to be or not to be: le pouvoir des agences de notation en question* Village mondial, Paris 2004, page 25.

groupe de presse d'informations financière (Dun & Bradstreet pour Moody's, McGraw-hill pour S&P)⁹ ou bien de holding financier (Fimalac pour Fitch Rating). Cette structure leur permis de ne pas dépendre d'actionnaires industriels ou bancaires, notés par elles et vis –à-vis desquels elles auraient nécessairement été en conflit d'intérêt.

2- Aperçu historique des agences de notation :

La naissance de la notation financière a été quasiment concomitante avec le développement du marché financier américain et cette activité s'est étendue au rythme de l'expansion de la place financière.¹⁰ Plusieurs facteurs expliquent l'évolution et l'expansion de l'activité de la notation financière :

2-1- La crise financière américaine de 1837 :

Cette crise a été à l'origine de la création en 1841 de la première entreprise de vente d'informations financières : "The Mercantile Agency" à New York. Elle a répondu à un besoin accru d'informations des investisseurs en les renseignant sur la solvabilité d'entreprises. Un nouveau métier apparaissait ainsi nécessaire, celui de mieux informer les investisseurs afin de les protéger. Le succès de cette première tentative de vente d'informations financières fut tel qu'il suscita de nombreuses vocations.

L'histoire des agences de notation se confond donc, à ses débuts, avec celle des sociétés d'analyse financière de crédit. Le développement du marché financier américain et notamment du marché obligataire va permettre à cette activité d'acquérir une autre envergure.

⁹ C Gerst & D, Groven, to be or not to be: le pouvoir des agences de notation en question Village mondial, Paris 2004, page 25.

¹⁰ Abhir Zineb, la notation financière, national school of management, Maroc 2006, page 07.

2-2- Développement de l'appel public à l'épargne :

Le développement des chemins de fer aux Etats-Unis fut le véritable moteur derrière la création des premières agences de notation. En effet, les besoins de financement colossaux ont engendré d'importantes opérations financières, comme des appels publics à l'épargne sous forme d'obligations. Pour répondre au besoin croissant d'informations du grand public et des investisseurs institutionnels, John Moody commercialisa des études financières classiques d'obligation de compagnies de chemin de fer, mais sans véritable notation. Plus tard, en 1909, il donna naissance à la toute première agence de notation, Moody's Investors Services Incorporation, qui proposait une compilation d'informations statistiques décrivant l'activité de la compagnie concernée. Elle introduisit ensuite les symboles de son échelle de notation les "triple A to C" qui devinrent célèbres.

D'autres agences de notation furent ensuite créées : 1916: The Poor's Publishing Company, 1922: The Standard Statistic Company, 1924 : The Fitch Publishing Company (spécialisée dans la notation du secteur bancaire et des autorités communales), 1932 : The Duff and Phelps (elle couvre surtout les compagnies d'électricité et l'Amérique latine).

Cette nouvelle activité a été, pour l'essentiel, bien accueillie. Ce développement sur le continent nord américain peut s'expliquer par deux raisons principales : D'une part, la collecte d'informations était difficile à cause de l'absence de moyens de communication efficaces et de la grande étendue du territoire. D'autre part, la réglementation américaine permettant aux entreprises de ne pas provisionner une partie du remboursement de leurs créances, pour toute obligation ayant une note au moins égale ou supérieure à Baa délivrée par l'agence de notation Moody's et BBB pour les autres agences. En somme, cette réglementation a institutionnalisé le rôle des agences de notation et les banques devenaient alors un marché captif.

2-3- La crise de 1929 :

La crise de 1929 dévoilera les limites de la notation et ce lorsque de nombreux émetteurs bien notés firent faillite. Une révision de cette activité a été alors effectuée.

L'attribution des notes fut plus sévère et une meilleure définition de critères a été entreprise. Ainsi, la note triple A ne doit être attribuée qu'à une société dont la solidité financière est suffisante pour surmonter une crise d'une telle ampleur.

2-4- La crise de 1970 :

Le développement de la notation a été très long aux Etats-Unis et en fait, seul un événement important imposa définitivement le rating : la faillite en Juin 1970 de la première entreprise de transport américaine, la Penn Central Transportation Company. Jusqu'au début des années 70, la notation s'est principalement attachée aux dettes à long terme, les obligations. Mais pendant cette décennie, elle s'est développée en s'étendant davantage aux titres à court terme, les programmes de "commercial paper" (c'est-à-dire l'équivalent américain des billets de trésorerie). Cette faillite démontra la nécessité d'une meilleure information sur le marché des créances à court terme. En effet, elle fit faillite après avoir émis 80 millions de dollars de "commercial paper " et obtenu le meilleur rating. Pourtant, cette affaire, au lieu de remettre en cause la notation, a renforcé au contraire sa légitimité. En effet, cet incident d'un intervenant de tout premier rang par sa taille et sa réputation a contribué à accroître les exigences des investisseurs quant à la notation.

Par cette rétrospective, on perçoit que l'activité de notation a évolué au gré des crises financières qui lui ont permis de se renforcer et de devenir ainsi plus efficace avec le temps. L'utilisation de la notation est devenue progressivement une tradition et une institution sur le territoire américain et européen.

3- Les principales agences de notation :

Selon le comité de Bâle, en 2011, il existe 150 agences de notation de par le monde¹¹. Le tableau 1 précise les principales agences de notation selon leur ancienneté, l'origine géographique de la dette notée, leur marché de référence (reconnaissance des autorités de supervision bancaire ou de marchés financiers) ainsi

¹¹ Eric Paget-Blanc la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation, Edition Dunod Paris 2007 page 34.

Chapitre 1

que leurs actionnariats. Cette analyse montre que peu d'agences ont atteint une envergure internationale, pour la notation des dettes obligataires. Certaines agences sont reconnues dans le monde ce sont des agences globales, d'autres par contre sont reconnues localement elles sont alors régionales. Une catégorie est dite agences spécialisée, dans la notation d'une catégorie spécifique de dette.

Nous pouvons lire à travers le tableau, que lorsque l'actionnariat est privé, le marché de référence de l'agence de notation devient restreint c'est-à-dire que la reconnaissance des autorités de supervision bancaire est faible, ceci s'explique sans doute par l'interprétation qui est faite. En effet, certains investisseurs ne croient pas à la crédibilité des notations financières émises et à l'indépendance financière de l'agence.

Tableau n° 1 : Principales agences de notation dans le monde.

Agences	Implantation du siège	Année de création	Reconnaissance	Origine de la dette notée	Actionnariat
Agences globales					
Dominion Bond Rating Services	Canada	1976	OUI	Canada	Indépendant
Fitch Rating	EU	2000	OUI	Tous pays	FIMALAC (conglomérat français)
Moody's Investor Services	EU	1909	OUI	Tous pays	Majorité des titres cotés en bourse
Standard and Poor's	EU	1941	OUI	Tous pays	McGraw-Hill (Groupe d'éditor US)
Agences régionales					
Bonniers Krditfakka Norden AB	Suède		NON	Suède	Bonnier g(oupe privé)
Canadian Bond Rating Services	Canada	1972	OUI	Canada	Privé
Credit Safe AB	Suède		NON	Suède	Groupe privé
Egan Jones Credit Rating	Etats unis		NON	Etats-Unis	Privé
Instantia Cretsistem AB International	Suède	1982	NON	Suède	Privé familiale
Japan Credit Rating Agency	Japan	1985	OUI	Tous pays	Institutions financières

Chapitre 1

Tableau n°1 (suite1):					
Agences	Implantation du siège	Année de création	Reconnaissance	Origine de la dette notée	Actionnariat
Japan Rating and Investment Information	Japan	1985	OUI	Tous pays	Groupe Nikkei
Mikuno & Co	Japan	1975	OUI	Japan	Indépendant
Neufeld's Credit Information AB	Suède		NON	Suède	Indépendant
R@S Rating Services AG	Allemagne	1999	NON	Allemagne	Association patronale allemande
SVEA Kredit-Informatin AB	Suède		NON	Suède	privé
SVEFO Sverige AB	Suède		NON	Suède	Telia groupe de télévision
Unternehmensrating agentur AG (URA)	Allemagne		NON	Allemande	Indépendant
Upplysningscentralen AB (UC AB)	Suède		OUI	Suède	Banques
Agences Spécialisés					
AM Best (assurance)	EU	1899	NON	Tous pays	Indépendant
Dun & Badstreet (créancse commerciales)	EU	1933	NON	Tous pays	Indépendant
Lace Financial Corp (Institutions Financières)	EU	1984	NON	Tous pays	Indépendant

Source : Eric Paget-Blanc la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation, Edition Dunod Paris 2007 page 12-13.

3-1 - Un marché oligopolistique :

L'industrie de la notation financière a entamé, dans les années quatre-vingt dix un mouvement de concentration qui a donné lieu à la constitution d'un oligopole.

Aux États-Unis et dans le reste du monde, le marché de la notation est oligopolistique « *Moody's Standard & Poor's et Fitch accaparent plus de 90% du marché de la*

Chapitre 1

notation », ¹² et cette spécificité n'a pas manqué de susciter des critiques, en particulier de la part des promoteurs de la compétition non-entravée. Il existe cependant des agences de notation locales ou spécialisées, dont la taille reste généralement limitée, comme le montre le tableau ci-dessus. Seules trois agences se partagent en réalité le marché de la notation de crédit : Moody's Investors Service, Fitch Ratings et Standard & Poor's. Moody's et S&P détiennent environ chacune 40 % du marché au niveau mondial, Fitch reste à la traîne en regard de la part de marché détenue par les deux autres géants de la notation, elle détient environ 14% du marché mondial. ¹³

En Europe, plusieurs tentatives ont eu lieu pour concurrencer les agences américaines, mais en vain, ceci s'explique principalement par la non-reconnaissance de leurs notes par les investisseurs internationaux, en particuliers les investisseurs anglo-saxons. Une autre raison qui explique l'échec des agences européennes à s'imposer est, le fait qu'elles ne bénéficiaient pas toujours du degré d'indépendance nécessaire pour asseoir leur crédibilité sur les marchés. ¹⁴ Pour la plupart d'entre elles, l'actionnariat était dominé par des institutions financières locales et leurs revenus étaient entièrement constitués des honoraires versés par les entreprises notés.

Le tableau N° 2 illustre la dominance des trois grandes agences de notation qu'on qualifie de « big three ».

Tableau n° 2 : Dominance des trois agences de notation.

	<i>S&P</i>	<i>Moody's</i>	<i>Fitch</i>	<i>Others*</i>
Chiffre d'affaire (USDm)	1696	2032	657	---
Part en % (du total)	39%	46%	15%	---
Résultat opérationnel	762	773	200	35
Part en % (du total)	43%	44%	11%	2%
Résultat hors exploitation	1190	1039	505	81,88
Part en % (du total)	42%	37%	18%	3%

Source: Annual reports and the SEC (2011a and 2011b), *AM best, Egan Jones, Kroll Bond Rating Agency, Morningstar, Dominion Bond Rating service, Japan Credit Rating Agency, and Rating and Investment Information.

¹² Benjamin Toupin, le maintien institutionnel comme travail de justification : cas de l'industrie de la notation, thèse de doctorat en science de gestion, Paris dauphine, 2006, page 19.

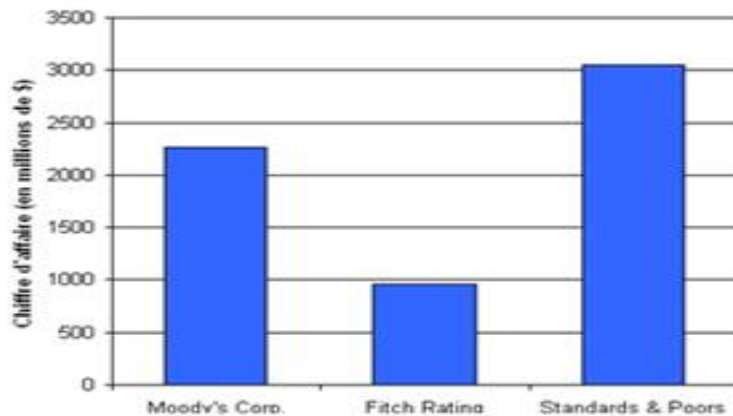
¹³ Rapport agences de notation 2009, Autorité des marchés financiers page 21.

¹⁴ Eric Paget-Blanc la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation, Edition Dunod Paris 2007 page 29.

Chapitre 1

D'après le wall street journal, c'est standard and poor's qui détient le plus grand chiffre d'affaire en 2011, la figure 1 montres que le chiffre d'affaire de S&P est de plus de 3000 millions de dollars, Moody's possède un chiffre d'affaire de 2300 millions de dollars et Fitch 900 millions de dollars

Figure n°1 : Chiffres d'affaire des big three



Source: The wall street journal, le Dimanche 23/ 03/2009¹⁵

La forte concentration résulte de barrières importantes à l'entrée. Tout d'abord, et ce depuis 1975, les agences américaines doivent obtenir un agrément délivré par la SEC, appelé statut N.R.S.R.O. (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) D'autre part, afin d'être crédibles, ces agences doivent acquérir une bonne réputation, ce qui ne peut se faire qu'avec une forte expérience. Enfin, les investisseurs préfèrent ne pas multiplier les intervenants et ont tendance à rester fidèles à leur agence de notation.

3-2- The big three :

En 2009, un dixième des entreprises sont notées au niveau mondial est européen. La quasi-totalité des émetteurs publics d'obligations aux États-Unis et plus de 85% des

¹⁵ <http://www.farhedg.fr/mp-content/uploads/2011/04/CA-agences-de-ratinjpg>. Consulté le 25/03/2012.

émetteurs sur les marchés publics en Europe, sont notés par au moins une agence¹⁶. Comme nous l'avons déjà constaté trois grandes agences partagent le marché de la notation, il nous paraît utile de les présenter et comprendre leur évolution.

3-2-1- Standard and Poor's

L'agence Standard and Poor's (S&P), acquise par le groupe McGraw-Hill en 1966, est issue de la réunion en 1974 de deux spécialistes de l'information : Poor's Publishing fondée en 1860 et Standard Statistics Bureau créée en 1906. Elle note plus de 280 000 entités dans une centaine de pays et emploie 8 500 salariés. La partie notation emploie actuellement plus de 1800 personnes dans 21 bureaux différents, dont environ 350 analystes en Europe regroupés dans 7 bureaux. Au niveau européen, l'agence noterait 384 entreprises et 502 institutions financières, 2 200 émetteurs en Europe dont 350 en France parmi lesquels quasiment toutes les entreprises du CAC 40.

3-2-2- Moody's Investors Service :

Créée en 1909 par John Moody (1868-1958), Moody's Investors Service est cotée à la bourse de New-York depuis l'an 2 000 par son propriétaire Dun and Bradstreet. L'agence Moody's note plus de 210 000 entités et emploie 2 500 salariés, dont 1 300 analystes implantés dans 16 pays (parmi lesquels la France depuis 1988). Sa croissance est désormais permise par la hausse de ses bénéfices, hors États-Unis et plus précisément en Europe occidentale et au Japon, ce qui représente plus d'un tiers de son chiffre d'affaires. Elle a adopté en 2007 une nouvelle organisation qui vise à séparer son activité de service de notation et ses activités hors notation dont Moody's KMV (conseil en matière d'analyse crédit auprès des banques) et Moody's Economy (outils informatiques d'analyse des financements structurés)

¹⁶ François Lantin, Impact de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009 Page 34.

3-2-3- Fitch

L'agence Fitch est une société détenue à 60% par le groupe français Fimalac dont l'actionnaire principal est Marc Ladreit de Lacharriere. Fimalac a revendu 20% de ses parts en 2006, puis à nouveau 20% en 2009 au groupe de médias et de communication américain Hearst Corporation. Conformément à un accord signé en 2006, Fimalac devrait poursuivre sa stratégie en préparant une dernière cession de 10% dans les prochaines années. Fitch résulte de rapprochements successifs de structures de taille moyenne. Elle a racheté successivement IBCA, Fitch Investors Services, Duff and Phelps, 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 notation de celle de ses autres produits et services regroupés dans Fitch Solutions. Fitch est le troisième acteur mondial de la notation financière et procède à l'évaluation de 154 000 émetteurs grâce à 2 400 salariés dont 1 300 analystes. Se définissant souvent comme la seule agence européenne, Fitch présente un chiffre d'affaires ayant progressé de 20 à plus de 600 millions de dollars entre 1997 et 2007.

3-2-4- Dominion Bond Rating

En dépit du label *NSRO* délivré par la SEC en 2003, l'agence canadienne Dominion Bond Rating ne concurrence pas directement les trois autres *leaders* de la notation financière compte tenu de son faible volume actuel d'activité. Il s'agissait de la première accréditation décernée depuis 1991, date à laquelle Thomson Bankwatch avait accédé à ce statut avant d'être rachetée par Fitch.

4- La montée en puissance des agences de notation :

Ces dernières nous constatons la montée en puissance des agences de notation. L'importance croissante des notations s'explique par leur intégration dans les

réglementations financières et plus encore par le développement des marchés obligataires.

Au tout début, les ratings concernaient principalement les entreprises. Les analystes cherchaient à évaluer les risques pris par les créanciers et ont donné une probabilité au fait que l'entreprise ne rembourse pas ses dettes. A partir de 1918, les agences de notation se mettent également à noter les Etats. Aujourd'hui Standard & Poor's, l'agence la plus influente est présente dans 23 pays, note 126 Etats à travers le monde pour un encours de 32 trillion de dettes et émet un million de rating par an. La notation souveraine représente selon Norbert Gaillard 15% des revenus de ces agences¹⁷.

Plusieurs phénomènes concomitants expliquent l'expansion de l'activité de la notation financière : le développement des flux privés, l'apparition de nouveaux emprunteurs et le mode de financement des pays. L'accroissement de la dette des Etats industrialisés, combiné à la désintermédiation bancaire qui conduit les Etats à chercher de nouveaux modes de financement sur les marchés (émissions d'obligations), une plus grande capacité des pays émergents et en développement d'emprunter sur les marchés des capitaux avec une exigence accrue des investisseurs en matière de transparence des comptes publics et qui contribue à faire du rating un instrument de gestion des risques incontournables¹⁸. De plus, dans une économie globale où les capitaux circulent librement, les agences de notation financière jouent un rôle crucial dans la mesure où elles accompagnent le développement des mouvements de capitaux privés. Sans une analyse fiable en laquelle il estime avoir confiance, l'investisseur ne décidera pas d'acheter les obligations de pays qu'il ne connaît pas.

¹⁷ Gaillard Norbert, *Les agences de notation*, Paris, La Découverte « Repères », 2010, page 26.

¹⁸ François Lantin, Op Cit P 44-45

Section 2 : Le rôle et la raison d'être de la notation financière.

Cette section fait ressortir d'une part, les raisons théoriques de la notation financière, en d'autres termes nous répondrons à la question à quoi servent les notes attribuées par les agences de notation ? Quels est leur rôle ? Quels sont les besoins que la notation satisfait ? Qui sont les utilisateurs des notes ? et d'autre part, nous verrons de près l'activité principale des agences de notation qui consiste, à diffuser et surveiller des notes attribuées à des émetteurs de dettes obligataires ainsi que le rôle des agences de notation dans la réglementation bancaire.

1- La raison d'être de la notation financière :

Plusieurs théories ont tenté d'expliquer l'extension du rôle des agences de notation sur les marchés financiers. Toutes ces théories insistent sur le concept d'asymétrie de l'information. Avant d'analyser ces théories, il est particulièrement intéressant de voir, qui sont les utilisateurs de la notation de crédit, qui sont ceux qui la demande, et qui sont prêts à payer les agences de notation juste pour être noté?

1-1- Les utilisateurs de la notation financière :

Plusieurs agents économiques ont besoin de la notation de crédit pour plusieurs raisons. Nous jetterons un aperçu sur, l'utilité et la valeur qu'apporte la notation financière pour les intervenants sur les marchés financiers, et pour l'économie en générale.

La notation de crédit diminue la distance entre les prêteurs et les emprunteurs, car elle satisfait les besoins des deux acteurs. En effet, les investisseurs (les prêteurs) ont besoin des informations relatives à leurs investisseurs alors que les émetteurs (emprunteurs) quant à eux ont besoin de fond. Satisfaire ces deux types de besoins facilite l'optimisation de la décision d'investissement pour la première partie, et l'optimisation de la décision d'émission pour la seconde.

En fait, la notation de crédit réduit le coût de l'information pour les investisseurs, et permet aux émetteurs de réduire le coût d'accès au marché.

Les investisseurs et les émetteurs sont tous deux des intervenants sur les marchés financiers, et constituent principalement, les clients potentiels des agences de notation. Pour les utilisateurs, la notation financière est une référence pouvant fournir toute les informations nécessaire à la conclusion d'un contrat.

Mesurer le risque de crédit, et la probabilité de défaut d'un émetteur est la fonction principale de la notation financière. Avant le développement de l'industrie de la notation financière, cette fonction était remplie par les rapports de certaines institutions qui décrivent la capacité d'un émetteur à faire face à ces engagements, mais cette description n'était pas matérialiser sous forme de notes.

La notation de crédit est considéré comme un moyen de réduire l'asymétrie de l'information. Au niveau macro économique elle met en valeur l'efficience des marchés financiers par l'amélioration de la transparence ceci est la *raison d'être* de la notation financière. Ce point sera développé ultérieurement.

1-1-1- Fonction de la notation pour l'émetteur :

La demande de la notation par un emprunteur est motivée par la volonté de mesurer le risque de son émission, en effet les émetteurs ont besoin d'informer les investisseurs qu'ils sont solvables. Les émetteurs peuvent être des particuliers, des sociétés, des entreprises anonymes comme les SPV, des institutions financières, ou même des Etats, et des collectivités.

Certaines entreprises, particulièrement les entreprises d'assurance, ont besoin non seulement d'être noté par une agence de notation financière mais aussi d'obtenir une note élevé, pour avoir la possibilité d'empocher de nouveaux contrats, et de rassurer les clients. Dans le cas contraire, elle risque leur annulation. Concernant le secteur bancaire, les banques font appelle aux agences de notation, afin de pouvoir emprunter sur le marché interbancaire. En effet, certaines banques peuvent exiger une notation

élevée d'une autre banque pour accepter de lui accorder un crédit. Dans le contrat de distribution, qui engage un distributeur et un producteur, posséder une note élevée est parfois une condition dans la conclusion du contrat. On trouve un certain nombre d'entreprises qui ne peuvent exister sans être noté par une agence de notation, il s'agit par exemple des sociétés anonymes appelées des Spécial Purpose Vehicule SPV qui sont génératrices d'actifs financiers, ou de cash flow financiers. Ce sont des entreprises ad hoc créés pour un objectif particulier, dès que l'objectif est réalisé elles disparaissent. Elles assurent l'émission de titres, la récolte des fonds, et le remboursement des coupons aux investisseurs. Les SPV ont besoin du rating pour accéder aux fonds des investisseurs qui acceptent d'acheter les titres émis par ces derniers.

Plus généralement, la notation financière donne à l'émetteur la possibilité d'accéder aux marchés financiers. Une entité notée par une agence de notation a plus d'alternatives dans le choix de région géographique du marché financier, la monnaie utilisée, le choix de l'instrument financiers...ceci est d'autant vrai, que les entreprises notées par les agences de notation ont 35% plus de chance d'avoir un crédit¹⁹. Devenant ainsi plus indépendantes financièrement, et ayant plus de flexibilité dans la réalisation de leurs projets.

Il existe une corrélation négative entre la notation de crédit et la marge, qui est la prime de risque (spread). Une notation élevée est associée à un coût de capital faible (taux d'intérêt faibles). Cette situation constitue un vrai avantage compétitif pour l'entreprise. En effet, une entreprise accédant à des fonds avec un coût de capital faible à plus de chance de vendre sa production à des prix compétitifs, et vice versa. Dans ce cas précis, la notation financière est un facteur créant un avantage compétitif pour l'entreprise, lui permettant de défier la concurrence.

Les entreprises et les collectivités qui sont à la recherche de fonds, et qui se tournent vers des marchés financiers désormais mondialisés, ont besoin de se faire connaître de tous les investisseurs mondiaux potentiels. Cette double demande explique que les

¹⁹ Faulkender, M., and Peterson, M., 2006, Does the source of capital affect capital structure?, *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 14, 45–79, page 45

recours aux agences de notation se sont donc très fortement accrus et accélérés avec la mondialisation financière. En effet une entité qui émit des obligations sur le marché domestique n'a pas besoin d'être noté par une agence de notation puisqu'elle est connue et peut facilement jouir de la confiance des investisseurs domestiques, par conséquence elle peut facilement lever des fonds.

Aujourd'hui les entreprises sont contraintes à faire leurs émissions dans des marchés loin géographiquement, là où elles sont méconnues du grand public, dans ce cas elles seront obligés de faire appel à une agence de notation afin de renforcer leur crédibilité. Une entreprise connue à Benelux ne peut espérer lever des fonds aux États-Unis sans une notation financière. Généralement, les institutions américaines tendent à exiger une notation aux émetteurs internationaux pénétrant le marché américain. La notation financière devient un pré requis pour les émissions internationales

1-1-2- Fonction de la notation pour les investisseurs :

Les investisseurs sont ceux qui acceptent d'acheter les titres émis par les émetteurs dans le but de constituer leurs portefeuilles. La majorité des investisseurs voient le risque de crédit comme le risque le plus important comparativement aux autres risques auxquels ils font face. D'après une étude faite par Tompson, G.R., and Vaz,²⁰, **80%** des investisseurs trouvent que le risque de crédit est d'une extrême importance, contre 78% pour le risque management, 75% pour le risque marché, 67% trouvent que c'est le risque opérationnel qui est le plus important, et enfin 29% estiment que le risque géographique a plus d'influence que les autres risques.

Cette étude fait donc ressortir la sensibilité auquel font preuve les investisseurs concernant les questions liés aux risques crédit, et aux risques de défaut.

La notation financière est un moyens de ce prémunir du risque crédit. En effet, elle donne la possibilité aux investisseurs de faire un étalonnage (benchmarking) des

²⁰ Tompson, G.R., and Vaz, P., 1990, Dual bond ratings: a test of the certification function of rating agencies, *Financial Review*, Vol. 25, No. 3, August, 457-471.

risques de défaut auxquels ils font face, leur permettant d'optimiser leurs décisions dans la constitution de leurs portefeuilles.

Depuis 1990, les flux de capitaux privés vers les pays développés ont augmenté rapidement. En 1989, le montant estimé était de 16.1 Milliards de dollars. Ces capitaux ont pénétré le marché des pays développés sous forme de prêts bancaires, achats d'actions et d'obligations, importations (commerce)...En 2006, le montant des flux dépassait les 250.6 Milliards de dollars soit 44% du total. ²¹

De ces chiffres nous pouvons déduire, que les opportunités d'investissement deviennent globales et diverses, par conséquent, il est de plus en plus difficile de savoir non seulement quelle entreprise choisir pour investir, mais aussi dans quel pays. En effet, plusieurs avantages et opportunités d'investissements à l'étranger existes, mais en parallèle les risques deviennent aussi importants, il s'agit par exemple des risques liés au rapatriement des revenus, qui n'existe pas si l'investissement est réalisé dans le pays domestique.

La notation dans ce cas aide les investisseurs à comprendre la nature des risques, les aides dans leurs analyses et leur évaluation en se basant sur des informations plus ou moins crédibles, prenant la forme d'une notation financière. Avec la généralisation de la liberté donnée progressivement par tous les états aux capitaux pour leur permettre de circuler librement sur l'ensemble de la planète, sans contrôles et sans réglementation ou presque, les agences de notation ont pris une place plus importante dans un monde de plus en plus financiarisé. Les Investisseurs potentiels ont des possibilités d'investissement à l'échelle de la planète, et sont le plus souvent dans l'impossibilité de pouvoir mesurer eux-mêmes le niveau de garanties financières des entreprises ou des collectivités auxquelles ils vont confier des fonds.

²¹ Herwing Langohr, Crédit rating agencies and their credit rating, Edition Wiley, England 2008 page 100.

1-2- Le rôle des agences de notation dans la réglementation bancaire Bâle II :

Les notations ont été incorporées dans la législation pour déterminer le type des produits financiers que peut détenir un investisseur institutionnel ou une company d'assurance. Les Standards bancaires de Bâle II retenus en juin 2004, en complément aux normes du Comité de Bâle de 1988, ont modifié le rapport qu'il doit y avoir entre les fonds propres des banques et l'ensemble de leurs engagements de crédits (ne Pas être inférieur à 8%), en y ajoutant une mesure plus pertinente du risque en prenant en compte le risque de l'emprunteur. C'est alors qu'interviennent les agences de notations. La réglementation bancaire du Bale II exige que les banques qui n'ont pas leurs propres mécanismes d'évaluation des risques utilisent les agences de notation dans leur approche dite standardisée. Cette approche permet aux banques d'avoir recours aux notes des agences de rating, pour déterminer leur niveau de fonds propre approprié. Les agences de notation peuvent exercer leur activité uniquement si elles sont agréées. Et pour cela elles doivent remplir certains critères qui sont les suivants :

L'objectivité : les méthodes de notation doivent être rigoureuses et pertinentes, l'indépendance : elles ne doivent pas être des institutions publiques, ni compter des banques dans leur actionnariats, car cela amènerai des conflits d'intérêt, nuisibles à un jugement indépendant et objectif, la transparence : les notes doivent être accessibles à tous, mais ceci ne signifie pas que les notes sont gratuites, niveau de ressources suffisant : elles doivent disposer de ressources suffisantes pour mener à bien leurs missions, il leur faut des experts dans le secteur dans lequel elles interviennent, pour une note plus fondées, la crédibilité : est le résultat de tous les critères précédents, c'est le niveau de confiance que font les tiers aux agences de notation. Ces critères sont difficiles à remplir, ce qui explique sans doute la prépondérance des trois agences globales.

Une nouvelle méthode qui calcule le niveau de fonds propres minimum requis en tenant compte du risque individuel de la clientèle d'emprunteurs, via un système de pondération fonction du risque individuel de chaque client. Cette pondération est définie par comparaison à l'échelle de notes des grandes agences de rating.

Chapitre 1

Dans les accords de Bâle II, l'évaluation du risque de crédit de la clientèle d'un établissement de crédit peut s'effectuer selon deux méthodes : la méthode standard utilise les notes d'agences de notation reconnues par le superviseur ; la méthode interne conçue par la banque si la qualité de son évaluation est reconnue par le superviseur bancaire. (*Tableau 3*)

Dans un cas comme dans l'autre le rôle des agences de notation s'est trouvé valorisé. Dans la première méthode leur rôle est direct puisque c'est leur note qui est utilisée, dans la deuxième elles interviennent souvent comme un référent dans la méthode interne : les banques examinent les informations externes disponibles soit comme intrants dans leur système de notation interne, soit comme élément de comparaison des résultats.

Tableau n°3 : Comité de Bâle I, Bâle II, et les agences de notation

Notes	AAA à A	A+ à A-	BBB+ BBB-	BB+ BB-	B-	non noté
<u>Pays souverain</u>						
Coefficient %	0	20	50	100	150	100
Bâle II						
Coefficient %	0 % pour les pays de l'OCDE et 100% pour les pays non appartenant					
Bâle I						
<u>Banques</u>						
Coefficient %	20	50	50	100	150	50
Bâle II						
Coefficient %	20% pour les pays de l'OCDE, autrement c'est 100%					
Bâle I						
<hr/>						
Notes	AAA à A	A+ à A-	BBB+ BBB-	BB+ BB-	non noté	
<u>Les firmes</u>						
Coefficient %	20	50	100	150	100	
Bâle II						
Coefficient %	100					
Bâle I						

Source: Andreas Kruck, Private ratings, public regulations, teaching and research association, university of Munich, Germany, Edition Palgrave Macmillan, UK 2011 P58.

2- Justification de la notation par la théorie financière :

Plusieurs théories montrent comment les agences se sont vues accorder une place grandissante dans la régulation de l'activité financière. En effet, elles tentent s'expliquer le rôle des agences de notation dans le marché financier. Nous nous intéressons à la légitimité des agences telle que décrite par la théorie financière.

Dans une économie où les marchés seraient parfaits, efficients et complets, si les agences de notation réalisaient sur tous les marchés des évaluations de qualité susceptibles de lever l'asymétrie d'information, celles-ci mettraient effectivement au service de l'économie un bien public, « la notation », permettant une meilleure allocation des ressources

2-1- La théorie d'agence, et l'asymétrie informationnelle :

Les marchés financiers, comme tous les marchés, sont un lieu où l'information est imparfaite, plus précisément asymétrique : certains agents détiennent une information que les autres ne détiennent pas. Par exemple, lorsque tel organisme financier vend sous la forme de titres un "package" de créances sur le marché de titrisation, il connaît le contenu de son produit et, normalement, sa viabilité, ce qui n'est bien sûr pas le cas des acheteurs potentiels. De manière plus générale, tout organisme financier proposant des prêts ne dispose pas d'un certain nombre d'informations concernant les agents auxquels il prête et que ces agents détiennent²².

Face à l'incertitude concernant le profil exact des emprunteurs, les prêteurs rehaussent leurs exigences pour se prémunir du risque, excluant de ce fait tout un ensemble d'agents, rétrécissant ainsi le marché. De ce point de vue, les agences de notation sont un rouage essentiel des marchés financiers : en donnant des notes sur la viabilité financière des agents économiques ou des produits, elles rendent publiques des informations qui autrement resteraient privées. Elles contribuent donc à atténuer les asymétries d'information.

²² Cahier de l'évaluation, volume 2 la notation financière, N°5 février 2011, page 02.

Chapitre 1

Il y a donc asymétrie d'information quand, lors d'une transaction économique, l'un des cocontractants a plus d'informations que l'autre, ce qui le place dans un contexte favorable pour son calcul économique et pour la négociation financière ; il peut exploiter cet avantage informationnel en adoptant un comportement opportuniste (que ce soit ex ante, d'où le risque de sélection adverse, ou ex post, d'où le risque d'aléa moral). La sélection adverse est le fait que l'investisseur à moins d'information que l'émetteur sur la qualité de son émission avant l'opération d'achat. L'aléa moral apparaît une fois que le titre est vendu. En effet, l'aléa moral se réalise lorsqu'un agent (ici l'émetteur) prend des actions qui affectent négativement le revenu du principal (ici l'investisseur).

L'information qui circule sur les marchés n'est pas parfaite, ne serait-ce que parce que l'univers décisionnel des participants est marqué par l'incertitude. En effet, parce que les marchés sont des lieux d'échange d'actifs -financiers ou non- ce sont des lieux d'échange de promesses de revenus futurs, ces promesses prenant des caractéristiques très changeantes puisqu'elles dépendent à la fois des "états de la nature", des états de la prévision des agents et des comportements stratégiques et tactiques de ceux-ci.

L'asymétrie d'information fait que les informations que certains participants peuvent cacher, de même d'ailleurs que les informations que d'autres participants, en particulier les entrepreneurs-investisseurs, ont du mal à communiquer sur la qualité distinctive de leurs projets, ne sont pas transmises par les prix affichés par les marchés. Cela a au moins deux séries de conséquences : d'une part, pour les marchés, des déséquilibres prenant en particulier la forme de rigidités, et d'autre part, pour les agents en déficit d'informations, des décisions coûteuses pour réduire les inconvénients de l'asymétrie d'information. Les théories de l'agence et du signal développent des analyses complémentaires sur les stratégies d'incitations possibles pour les agents défavorisés par l'asymétrie d'information ; mais de toute façon ces stratégies entraînent des coûts (coûts d'agence et coûts de signalisation).

Une relation d'agence au sens de Jensen et Meckling (1976) 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.

Le recours à un mandataire se justifie en situation d'asymétrie d'information, ce qui est le cas sur le marché obligataire où les détenteurs de titres n'ont pas accès à toute l'information nécessaire. Ceci place les détenteurs de titres en situation défavorables, l'émetteur peut en effet investir dans des projets risqués sans que l'investisseur ne le sache. Même s'il n'y a pas de défaut, l'investisseur subit un coût d'opportunité, car son exposition au risque de crédit se trouve insuffisamment rémunérée. Les agences de notation réduisent cette asymétrie d'information.

En effet, l'agence de notation assure 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 crédit²³.

Le marché obligataire est optimisé par l'action des agences de notation. Elles envoient des signaux sous forme de notes à long et à court terme.

Ces données supplémentaires, sur le risque de défaut de remboursement du capital et des intérêts liés aux obligations, conduisent à une réduction de l'asymétrie d'information pour les investisseurs et à une amélioration de l'efficacité du marché obligataire.

Les investisseurs disposeraient d'informations fiables pour évaluer le risque de chaque entreprise et ils seraient alors en mesure de composer leur portefeuille

²³ François Lantin, Impact de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009, page 57.

obligataire en fonction de leur degré d'aversion au risque et des rendements globaux attendus. La notation permettrait ainsi un élargissement de l'accès des emprunteurs aux marchés obligataires.

En définitif, la notation financière réduit les conséquences de l'asymétrie d'information, en donnant plus d'information sur la solvabilité de l'emprunteur. Les agences de notation limitent à la fois le risque de sélection adverse, et le risque d'aléa moral. Le risque de sélection adverse est réduit en empêchant, les emprunteurs de cacher des informations sur la qualité des actifs qu'ils émettent, avant la signature de tous contrats. Le risque d'aléa moral quant à, lui est réduit par un suivi vigilant, et une surveillance permanente, nécessaire à l'exécution du contrat.

Malgré, ces avantages de la notation financière en termes de limitation de l'asymétrie d'information, certains auteurs dont Steiner et Heinke 2001, estiment, que parfois les agences de notation accentuent le risque d'aléa moral, et crée par conséquence de nouveaux problèmes d'agence. Pour illustrer cette situation, supposant qu'un investisseur détient des obligations avant le changement du rating par une agence de notation. Tout changement favorable de la notation, engendrerai une réduction de la valeur de l'obligation d'où la baisse des coûts de la dette. Dans ce cas, la dette remboursée à un coût moindre augmenterait en effet les bénéfices des actionnaires au détriment des investisseurs. Ceci constitue donc, un aléa moral que doit supporter les investisseurs.

2-2- La théorie des marchés efficients :

La théorie de l'efficience informationnelle constitue le noyau dur de la théorie financière moderne. Conformément à la définition donnée par Fama [1970], *l'efficience des marchés représente une situation où les prix des actifs financiers reflètent toute l'information disponible*. L'efficience informationnelle renvoie à la question de la transparence et à la divulgation d'informations nécessaires à la prise de décisions d'investissement. Sur un marché efficient, le prix des actifs tient compte de toute l'information disponible, reflétant ainsi toute leur valeur économique.

Au fondement de la théorie de l'efficience, se trouve l'hypothèse selon laquelle les titres possèdent une vraie valeur appelée valeur fondamentale. Ainsi, la valeur fondamentale d'un titre est définie comme le flux de revenus futurs auquel il donne droit. Dans le cas des actions, de tels revenus sont constitués des dividendes distribués par l'entreprise émettrice. La valeur fondamentale d'une action est donc égale à la valeur actualisée du flux des dividendes distribués par l'entreprise. Bien entendu, les dividendes futurs sont inconnus. Les investisseurs doivent en conséquence les anticiper sur la base des informations dont ils disposent. A cet égard on suppose que les individus utilisent l'information de façon optimale, et donc ils font des anticipations rationnelles. *L'hypothèse d'efficience informationnelle, dont la rationalité des investisseurs est une condition nécessaire, stipule ainsi que le prix observé reflète au mieux, compte tenu de l'information disponible, la valeur fondamentale.*²⁴

Appliquée au cas des annonces de *rating* 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.

Fama propose trois formes d'efficience informationnelle, selon l'information contenue :

L'efficience au sens faible : dans la forme faible de l'efficience l'ensemble d'information disponible comprend uniquement l'historique des prix. Ainsi, un marché est efficient au sens faible si toute l'information fondée sur les cours passés est pleinement reflétée dans le prix des titres. Les tests dans ce cas ont pour objet de déterminer si il est possible de prévoir la rentabilité future avec des informations passées.

L'efficience au sens semi-forte : elle renvoie à un ensemble d'information contenant toute l'information publique. Cet ensemble regroupe toute l'information concernant l'entreprise, telle que les rapports annuels, les annonces des résultats, les

²⁴ Sandrine Lardic, l'efficience informationnelle des marchés financiers, Edition la découverte, Paris 2006, page 53.

rumeurs...L'objet est alors de tester si les prix s'ajustent rapidement à cette information, c'est-à-dire si le marché a correctement anticipé l'événement.

L'efficience au sens fort : cette forme est restrictive puisque l'ensemble d'information comprend, en plus de l'information publique, toute l'information privée. L'efficience au sens fort renvoie notamment au délit d'initiés. Les tests attachés à cette hypothèse ont pour objet de déterminer si les investisseurs ayant l'accès à ces informations, sont capables de réaliser des profits supérieurs aux autres agents. Le marché est efficient dans ce cas, si toutes les informations publique et privé sont reflétées dans les prix.

Les agences de notation contribuent donc à l'efficience des marchés, par la mise à la disposition des agents des informations (sous forme de notations financières) nécessaires à leurs anticipations et à leur prise de décisions d'investissement ça d'une part, et d'autre par la contribution à la réduction de l'asymétrie d'information entre l'émetteur et l'investisseur. En réduisant l'incertitude sur le risque de crédit des émetteurs, les agences de notation ont permis d'attirer des investisseurs sur le marché obligataire, et ainsi contribué à réduire le taux d'intérêt qu'il était nécessaire d'offrir. Elles ont également contribué à rendre le marché obligataire efficient, puisque les prix des titres reflètent, outre l'information connue publiquement, l'information détenue de manière confidentielle par les agences et intégrée dans les notes.²⁵

Conclusion :

Ce premier chapitre nous a permis de donner un aperçu global sur les agences de notation et leur métier. La notation financière représente une opinion formulée, sur la solvabilité d'une entité sur les titres émis. Elles jouent un rôle essentiel auprès de l'ensemble des intervenants du marché financier.

La notation est apparue en 1909 lorsque Moody's devient la première société à attribuer des notes (*ratings*) aux entreprises américaines, à partir du milieu des

²⁵ Eric Paget-Blanc la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation, Edition Dunod Paris 2007, page 33.

Chapitre 1

années 1910, Standard Statistics, Poor's puis Fitch se lancent à leur tour dans la « notation *corporate* ». En 1918, Moody's innove à nouveau en attribuant des notes aux États : le « rating souverain » est né. La notation connaît un développement rapide sous le double effet de la croissance des marchés obligataires et d'actions et de l'explosion du nombre de fonds de pension et d'investisseurs individuels. Le développement des marchés financiers depuis les années 1980 et la fiabilité des *ratings* émis expliquent la multiplication et la diversification des services proposés par les agences qui notent désormais les pays, des institutions financières, les provinces, les collectivités locales.

Le marché de la notation est monopolisé par trois grandes agences S&P, Moody's et Fitch, cette concentration s'explique par les barrières à l'entrées élevées, et la difficulté de gagner en crédibilité par les agences qui tentent de pénétrer le marché.

La théorie financière tente d'expliquer le rôle de la notation financière, elle met en exergue la contribution des agences dans la réduction de l'asymétrie informationnelle. Deux principaux acteurs y ont recours : d'une part les émetteurs de titres qui peuvent ainsi être reconnus plus facilement par les investisseurs étrangers, ce qui est primordial dans un contexte de mondialisation de la finance. Forts d'une meilleure notoriété, ils pourront donc accéder plus facilement au marché financier. D'autre part, les investisseurs qui ont besoin d'éclairage sur le risque lié à leur investissement. La notation leur fournit une information synthétique sur la qualité des émetteurs, ainsi que sur les titres, et leur permet de procéder à une première sélection des produits offerts sur les marchés financiers.

Chapitre 2: Activité et processus de la notation financière.

Introduction :

La détermination de la solvabilité d'un emprunteur est une composante essentielle de l'activité de tout prêteur. En effet, une classification des débiteurs en fonction de leur capacité à honorer leurs engagements a ainsi toujours fait objet d'une analyse interne des établissements de crédit²⁹. Les agences de notation en plus de s'approprier cette activité, ont le privilège de publier les opinions externes en vue de guider les investisseurs et les aider dans leurs choix d'investissement.

Après avoir présenté le métier des agences de notation et leur évolution, ce deuxième chapitre nous renseignera sur la nature de l'activité des agences de notation, et leur mode de fonctionnement. Il est divisé en trois sections, la première a pour objectif de présenter les caractéristiques des notations et de donner la signification aux échelles de notes. La seconde section tentera d'expliquer la relation ou bien la corrélation existant entre le risque de crédit et les notes. Enfin la dernière section présentera le processus de notation financière, en précisant toutes ses parties intégrantes

Section1 : Activité, interprétation et typologie des notations de crédit.

Les notations des agences sont des opinions indépendantes. Au moment du lancement d'une émission, les agences de notation attribuent une note, qui pourra être modifiée jusqu'au remboursement. La note se fonde sur des informations officielles (relatives à l'émission, l'entreprise et le contexte), mais aussi sur des informations plus confidentielles (sur les performances et les projets de l'émetteur) résultant d'entretiens avec les principaux dirigeants.

²⁹ Norbert Gaillard, les agences de notation, Edition la découverte, Paris 2010, P 04

Chaque agence de notation financière possède son propre système de notation. Dans cette section, nous verrons de près l'activité principale des agences de notation qui consiste, à diffuser et surveiller des notes attribuées à des émetteurs de dettes agences, et les typologies des notations financières.

1- Caractéristiques des notes :

Cette sous-section expose dans un premier temps l'étendue de la notion, de « *credit rating* » ou note de crédit attribuée par les agences. Ces dernières font ensuite, évoluer cette note au gré du suivi annuel ou d'un évènement important grâce à différents types d'annonces précisées dans un second temps.

1-1- Typologie de notes:

Le champ essentiel de la notation comporte les titres de dette et les émetteurs, ce qui découle du principe même de la notation c'est à dire de l'appréciation de la capacité émetteur de rembourser sa dette en temps et en heure.

La notation couvre un très vaste champ d'émetteur : les entreprises industrielles, et commerciales, les établissements financiers, les Etats (pays), et les collectivités locales (aux Etats Unis en particulier, la plupart des collectivités locales et des organismes qui en dépendent font l'objet d'une notation), la dette émise par des véhicules de titrisation (obligation, et dette à court terme), les compagnies d'assurance et les OPCVM.

Depuis le milieu des années 2000, les agences attribuent essentiellement trois type de notes :³⁰

- La « note d'émetteur », qui mesure la qualité globale de signature d'un émetteur de dette.
- La « note d'émission », qui est spécifique à chaque type de dette émis sur le marché obligataire. Un même émetteur peut ainsi avoir émis plusieurs obligations qui ont des rating différents. ces différences de notes sont

³⁰ Norbert Gaillard, les agences de notation, Edition la 2010, p 19

généralement dues aux garanties ou clauses spécifiques que présentent certains titres.

- La « note de recouvrement », qui mesure le risque de non recouvrement associé à un titre.

Chaque note correspond en effet à un taux de défaut donné et devrait permettre aux investisseurs de se positionner sur le niveau de risque souhaité. Les notes se différencient selon leur objet, leur devise et leur maturité.

1-1-1- Note d'émetteur et note d'émission :

Les notes d'émetteur sont une appréciation de la capacité globale d'un émetteur à faire face à ces obligations financières. L'analyse apprécie ainsi sa capacité et sa volonté à respecter le calendrier contractuel de ses obligations financières. Elle donne par exemple une appréciation de la situation d'une entreprise à ses fournisseurs, et contractants, qui ont des transactions financières avec l'entreprise concernée. Les collectivités locales ont recours à ce type de note pour attirer les investisseurs étrangers.

Les notes d'émission quant à elles, fournissent une évaluation des obligations, des titres d'État (OAT, *Treasuries* américains, *Bunds* allemands) et de toute autre forme de titres de créances (prêts syndiqués ou non, certificats de dépôt, billets de trésorerie, *commercial paper* et des titres hybrides comme les actions préférentielles). Ces notes prennent en considération les mêmes éléments que les notes d'émetteur, mais elles intègrent une analyse des critères propres à l'émission. La note attribuée à un émetteur peut différer de plusieurs crans par rapport à celle associée à l'émetteur.

1-1-2- Notes en devises locales et notes en devises étrangères :

Dans ce contexte de globalisation financière, beaucoup de facteurs liés au marché de change doivent être pris en compte dans l'évaluation d'un émetteur. En effet, le pouvoir de chaque Etat, vis-à-vis des monnaies étrangères est par définition beaucoup plus limité, les taux de change peuvent être très volatiles, et certaines monnaies

nationales ne sont pas convertibles, dans ce cas la capacité d'un émetteur de rembourser sa dette à un moment donnée peut être différente en fonction de la devise dans laquelle la dette a été contractée. Les notes attribuées par les agences de notation prennent en compte ces difficultés, en effet, la note en devise locale est différente de la note en devise étrangère. Les notes d'une entité en devise étrangère est généralement inférieure à celle en devise locale³¹, cette situation s'explique par la difficulté d'une entité d'avoir accès aux devises étrangères à tout moment.

1-1-3- Notes à long terme et notes à court terme :

La notation à court terme juge de la capacité du débiteur à remplir ses engagements à un an au plus. La notation à long terme estime la capacité du débiteur à remplir ses obligations à plus d'un an.

1-1-4- Les notes sur échelle nationale :

La caractéristique de ce type de note, est qu'elles sont des appréciations de la qualité de crédit relative aux émetteurs dans un pays donné. Elles sont généralement sollicitées par des investisseurs qui considèrent que l'échelle de notation globale ne constitue pas un moyen de différencier de façon pertinente la solvabilité des émetteurs d'un même pays. Moody's est la première agence à avoir créé ce type de note en 1999 puis adoptées par S&P et Fitch. Ces ratings sont différents d'un pays à l'autre, les agences reprennent leurs notes de l'échelle globale et y ajoutent un préfixe ou un suffixe en référence au pays concerné (exemple Aaa. mx : qui signifie selon Moody's la meilleure note attribuée à un émetteur mexicain, ce même émetteur peut avoir une note inférieure sur l'échelle globale). L'avantage de ce type de note est de donner une plus grande possibilité de repérer les émetteurs les plus solvables dans un pays donné.

³¹ Jeanne-Françoise de polignac, la notation financière, l'approche du risque de crédit, Edition revue banque Paris, 2007

1-2- Signification des échelles de notation :

Il est indispensable d'appréhender la signification des échelles de notation, pour une compréhension du risque de crédit pris en compte par les agences de notation.

La répartition des notes attribuées aux titres de long terme et de court terme par les agences de rating tel que le montre le tableau 4, se fait globalement sur deux grandes catégories : la première (*Investment grade, Catégorie investissement* ou *Niveau d'investissement de sécurité*) permet de classer les titres de qualité, la seconde (*Speculative grade, Catégorie spéculative* ou *Niveau d'investissement spéculatif*) répertorie les titres à l'égard desquels une attitude prudentielle est fortement recommandée.

Soulignons en outre que les notes de long terme introduites ci-dessus sont des notes de base.

C'est la raison pour laquelle chaque agence de rating propose des nuances supplémentaires à son système de départ :

- Moody's stratifie davantage son échelle en associant aux catégories allant de Aaa à Caa, les indices 1, 2 et 3 afin de déterminer la position exacte de chaque émetteur au sein de la catégorie à laquelle il appartient (1 : tête de catégorie, 2 : milieu de catégorie, 3 : fin de catégorie).

- S&P en fait autant avec l'adjonction des signes + et - aux catégories allant de AA à CCC afin de déterminer avec plus de précision la position relative d'un émetteur dans l'échelle des notes (+ : tête de catégorie, aucun : milieu de catégorie, - : fin de catégorie).

- Fitch applique aussi les nuances + et - aux catégories allant de AA à CCC (+ : tête de catégorie, aucun : milieu de catégorie, - : fin de catégorie).

Par ailleurs, en tenant compte de ces nouvelles échelles, il est possible de regrouper les notes en sous-catégories suivant la qualité du titre sujet au rating, en préservant toutefois la limite entre les catégories d'investissement de sécurité et spéculatif.

Chapitre 2

Tableau n° 4 : Système de notes des Big Three.

Moody's		S&P		Fitch	
Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme
<i>Investment grade</i>		<i>Catégorie investissement</i>		<i>Niveau d'investissement de sécurité</i>	
Aaa	Prime-1	AAA	A-1	AAA	F1
Aa	Prime-2	AA	A-2	AA	F2
A	Prime-3	A	A-3	A	F3
Baa		BBB		BBB	
<i>Speculative grade</i>		<i>Catégorie spéculative</i>		<i>Niveau d'investissement spéculatif</i>	
Ba	No Prime	BB	B	BB	B
B		B	C	B	C
Caa		CCC		CCC	D
C		CC		CC	
		C		C	
		D		DDD	
				DD	
				D	

Source : Guessoum Yasmine, « *Evaluation du Risque Pays par les Agences de Rating : Transparence et Convergence des Méthodes* », Doctorante au Centre d'Economie et de Finances Internationales (CEFI), CNRS – Université de la Méditerranée (Aix-Marseille II), Février 2004, page 08.

1-2-1- Interprétation de l'échelle globale de notation :

En somme, les agents économiques disposent d'une grille de lecture détaillée permettant de se faire une idée précise du niveau de risque encouru lors de l'investissement dans un titre ou un pays sujet au rating. Nous avons cependant relevé que certaines agences notamment Fitch et S&P, proposent un système de notes plus stratifié, composé d'une sous-catégorie supplémentaire (D). Comme le montre le tableau 5.

Il ne faut pas perdre de vue que tout rating représente une image ponctuelle de la situation politique et économique-financière d'un pays. C'est pourquoi, afin de lui donner un caractère dynamique, les agences de notation effectuent une mise sous surveillance permettant de signaler les tendances éventuelles que pourrait subir

Chapitre 2

Tableau n°5 :L'échelle de notation de Moody's, S&P et Fitch

Moody's	S&P	Fitch	Interprétation
Catégorie d'investissement			1^{ère} catégorie
Aaa	AAA	AAA	La note AAA indique que le risque de crédit est le plus faible. Cette note n'est attribuée que dans les cas où l'aptitude à honorer les engagements financiers à leur échéance est exceptionnellement forte. Les obligations étant de meilleure qualité
Aa1	AA+	AA+	Indique que le risque de crédit est très faible. L'aptitude à honorer les engagements à échéance est très forte.les obligations sont considérées de grande qualité.
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Indique que le risque de crédit est faible. L'aptitude à honorer les engagements à échéance est forte. les obligations sont considérées comme se situant dans la moyenne supérieure.
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	Indique que le risque de crédit est actuellement faible. L'aptitude à honorer les engagements à échéance est suffisante, bien qu'une évolution défavorable des conditions économiques et financières soit susceptible d'altérer cette aptitude. Les obligations sont soumises à un risque de crédit modéré, la qualité est moyenne.
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Catégorie spéculative			2^{ème} catégorie
Ba1	BB+	BB+	Indique la possibilité d'apparition du risque de crédit, du fait d'une évolution défavorable des conditions économiques et financières ; des ressources d'exploitation ou financières sont susceptible d'être mobilisées pour honorer les engagements contractés.
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Indique qu'il existe un risque de crédit significatif. Le respect des engagements financiers est encore assuré. Toutefois, le maintien de l'aptitude à honorer des engagements dépend de la persistance de facteurs d'exploitation et de conditions économiques favorables. Les obligations sont jugées comme présentant un caractère spéculatif, avec un risque de crédit élevé.
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa1	CCC+	CCC+	Engagement sur lesquels la possibilité d'un défaut de paiement est réelle. Les obligations notées affichent une mauvaise qualité de signature et un risque de crédit élevé. La défaillance est probable.
Caa2	CCC	CCC	
Caa3	CCC-	CCC-	

Chapitre 2

Tableau n° 5 (suite 1) :

Moody's	S&P	Fitch	Interprétation
Ca	CC	CC	L'éventail de note indique que la défaillance est imminent (risque élevé), les obligations ont un caractère hautement spéculatif, avec une situation proche de défaut.
	C	C	
C	D	DDD	Situation de défaut de paiement sur une partie ou une totalité des titres émis. Le potentiel de récupération du principal et des intérêts est limité. Risque excessif.
		DD	
		D	

Source: Guessoum Yasmine, « *Evaluation du Risque Pays par les Agences de Rating : Transparence et Convergence des Méthodes* », Doctorante au Centre d'Economie et de Finances Internationales (CEFI), CNRS – Université de la Méditerranée (Aix-Marseille II), Février 2004, page 12.

le rating ultérieurement. Pour ce faire, chaque note est systématiquement associée à l'un des qualificatifs suivants : *positive* (indiquant la possibilité d'une hausse), *négative* (pour une baisse), *évolutive* (pour un changement dont la direction n'est pas déterminée) et *stable* (pour un maintien de la note au niveau actuel). Ce point sera développé ultérieurement.

Le tableau nous illustre deux grandes catégories ; cette ligne de séparation qui se situe aujourd'hui entre les notes BBB- et BB+ pour Fitch et S&P et entre Baa3 et Ba1 pour Moody's, est plus important que jamais. Il est en effet essentiel pour les émetteurs de se maintenir dans la 1^{ère} catégorie, pour bénéficier de taux plus bas, elle constitue ainsi un seuil psychologique important pour les investisseurs. En outre, de nombreuses réglementations interdisent aux investisseurs d'acquérir des titres spéculatifs. Enfin pour des raisons de prestige: le passage à la catégorie investissement est souvent présenté comme un succès de gestion.

1-2-2- Les notes de recouvrement de l'agence Fitch :

L'échelle de notation du tableau précédent mesure la probabilité de défaut d'un émetteur. L'agence de notation Fitch à la différence des autres, a créé un type de note supplémentaire, exclusivement destinée aux titres des institutions financières, entreprises, et Etats notés B+ et en dessous. Ce nouveau rating prend en compte le taux de recouvrement dans le cas où survient un défaut de paiement.

Chapitre 2

Le taux de recouvrement est la valeur en unité monétaire récupérée par le prêteur en cas de défaut. Pour les notes des dettes souveraines, les notes de recouvrement sont en fonction des critères suivants : part de la dette en monnaie étrangère, part de la dette détenue par les institutions internationales, soutenabilité de la dette, volonté de faire face aux engagements, revenu par habitant, rééchelonnement de la dette. Il existe six notes de recouvrement :

Selon le tableau 6, la note de recouvrement qui coïncide avec RR1, le taux de recouvrement est jugé, supérieur à 90%. Cette note conditionne la note en échelle globale, en effet les obligations notés RR1, sont susceptibles d'être notées, B, B-, CCC+. La note de recouvrement RR6, est pour les titres dont le taux de recouvrement est estimé inférieur à 10%, leur note se voit s'échelonner entre CCC- et C.

Tableau n°6 : Les notes de recouvrement de Fitch.

Notes de recouvrement	Taux de recouvrement%	Les notes en échelle globale
RR1	Supérieur à 90%	B, B-, CCC+
RR2	71-90	CCC+, CCC
RR3	51-70	CCC, CCC-
RR4	31-50	CCC- à C
RR5	11-30	
RR6	Inférieur à 10%	

Source : Norbert Gaillard, les agences de notation, Edition la découverte, Paris 2010
Page 91.

1-2-3- La corrélation entre les notes :

Il existe une réelle corrélation entre les notes à long terme et les notes à court terme. En effet un émetteur ne peut se voir attribuer des notes long terme et court terme radicalement différentes, il ne serait pas logique d'attribuer au même émetteur par exemple une note, court terme de niveau investissement, et une note long terme spéculative. Le tableau de comparaison de note entre les trois agences de notation fait apparaître, des écarts de notes appelé « *split rating* ».

Ainsi, Kish et *al.* (1999) relèvent, sur un échantillon de 1 607 notes, 771 notes équivalentes, 500 émetteurs mieux classés par S&P que par Moody's et 336 dans le cas inverse. De plus, 111 notes sont distinctes de plus d'un cran de différence entre les deux agences³².

2- Typologie des annonces de notation :

Les agences de notation procèdent à trois types d'annonces pour varier les notes des entités qu'elles évaluent. Les annonces reprises par la presse économique et financière et qui est largement diffusées par les médias, concernent le changement de notes, mais les modifications peuvent concerner uniquement les perspectives attachés à la note. La mise sous surveillance est une annonce qui signifie, qu'il existe une très forte probabilité de changement de la note, qu'elle soit positive ou négative.

2-1- Le changement de note : (rating change)

Le changement de note consiste à passer d'une note à une autre. Le changement de note à la hausse ou à la baisse se limite à un ou deux crans dans la grande majorité des cas, mais il peut atteindre 4 à 5 crans, voire davantage dans des cas particuliers. Les émetteurs dont la note bascule de la catégorie investissement à la catégorie spéculative sont appelés des *fallen angels* (ou anges déchus). Leurs titres de créances intègrent le rang des *junk bonds* (ou obligations pourries), également appelées *high yield bonds* (ou obligations à haut rendement), ce n'est pas très fréquent, mais certaines sociétés peuvent se retrouver dans cette situation, c'est le cas par exemple des *start-ups* de la télécommunication, des médias et de la haute technologie, et toutes les sociétés présentant une situation de marché fragile ou qui sont fortement endettées à la suite d'acquisitions et de restructurations.

³² François Lantin, Impact de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009 P 32.

2-2- Changement de perspective : (Outlook change)

Les notes à long terme sont assorties d'une perspective stable, positive ou négative. La perspective indique l'évolution potentielle des notes dans les deux ou trois ans à venir, sans présenter toutefois un caractère certain. Une baisse de perspective entraîne par exemple une modification de la perspective attachée à la note qui passe de positive à stable, de positive à négative, ou de stable à négative. Contrairement à la mise sous surveillance, la perspective serait liée à l'analyse réalisée par les agences des données fondamentales de l'entreprise et elle ne constituerait pas une réaction à un événement particulier. Chaque rating est doté d'une perspective de notation, mais une mise sous perspective n'implique pas forcément un changement de note que se soit à la baisse ou à la hausse. Durant les années 90 un autre type de perspective est née, il s'agit de la « perspective évolutive », qui signifie que l'évolution de la note n'est pas connue, et que le changement de la perspective est lié à un événement d'un phénomène donné. Dans ce cas, la note peut être inchangée, upgradée, ou downgradée. Mais il faut souligner le caractère rare de ce genre d'annonces.

2-3- Mise sous surveillance : (rating watch)

La mise sous surveillance (rating watch selon Fitch, ou watchlist selon Moody's, creditwatch pour S&P), signifie qu'il existe une forte probabilité de changement de note à court terme. La mise sous surveillance peut, avoir une implication positive, négative ou indéterminée (évolutive ou neutre) selon la nature de l'évènement qui la provoque. Cette procédure est utilisée généralement lorsqu'un fait susceptible d'induire une modification de note se produit de manière inattendue comme la déclaration d'une OPA, déclaration de mauvais indicateurs macroéconomique d'un Etat donnée. L'agence prévient alors par la mise sous surveillance, qu'elle va procéder à une évaluation de l'impact de l'évènement sur la note de l'entité concernée.

Une fois cette étude achevée, l'agence de notation rend publique la nouvelle note qui peut être différente ou non de son niveau précédent la mise sous surveillance.

Une étude de Moody's³³ portant sur l'ensemble des ratings mis sous surveillance au cours de la période octobre 1991-Juin 1998 montrait que la durée moyenne du rating watch était de 180 jours. Il est également souligné, que 76% des émetteurs mis sous surveillance positive ont effectivement bénéficié d'un rehaussement de notes, alors que 66% des émetteurs placés sous surveillance négative ont fini par être dégradés. Enfin, 59% des mises sous surveillance évolutives se sont traduites par des confirmations de notes.

La connaissance du type d'annonces (changement de note, changement de perspective, mise sous surveillance) semble prépondérante puisque le contenu informationnel pourrait différer en raison de leurs fondements et de leurs objectifs divergents³⁴. La qualité du crédit des émetteurs, et leur solvabilité n'est pas fixe et stable à travers le temps. Le changement de la note (la transition de la note), reflète la variation intrinsèque de la position de l'émetteur et ses obligations. Le changement de la notation peut donc survenir à n'importe quel moment de la durée de vie de l'émission. Par conséquent, les agences de notation, observent la solvabilité des émetteurs, et tout changement signifie que l'émetteur, dont la note était mutée, n'est plus aussi solvable qu'avant, et que la qualité de ses titres s'est détériorée. Ceci bien sûr dans le cas de la dégradation de la note.

La transition (mutation) de la notation ou bien le changement de la note, est fortement influencé par le climat ou l'environnement. Le tableau 7 illustre cette influence du climat de crédit sur le changement de la note. Nous entendons par climat de crédit, l'environnement favorable ou non quant à la contraction de crédit, et la capacité de remboursement (mesures gouvernementales incitatives, croissance économique, dynamique entrepreneuriale...). En effet, le tableau montre le taux annuel de migration du rating. Nous pouvons constater l'évolution du climat de crédit, nous remarquons une augmentation constante du nombre d'émetteurs notés sur le

³³ Norbert Gaillard, les agences de notation, Edition la découverte, Paris 2010, Page 56

³⁴ François Lantin, Impact de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009, page 79.

Chapitre 2

Tableau n°7 : Taux annuel de migration de la notation (1983-2004)

Année	Nombre D'émetteur	% Upgradé	% Dégradations	% Inchangé	% Retirer	Ratio D/U
1983	1370	8.25	12.41	75.55	3.80	1.50
1984	1422	12.87	11.74	72.93	2.46	0.91
1985	1620	9.63	13.02	73.02	4.32	1.35
1986	1834	8.51	17.23	68.16	6.11	2.03
1987	2064	6.59	11.87	74.56	6.98	1.80
1988	2195	6.61	13.26	73.90	6.24	2.01
1989	2271	6.61	13.78	73.76	5.86	2.09
1990	2361	4.96	19.06	68.95	7.03	3.85
1991	2267	5.78	18.70	69.25	6.26	3.24
1992	2287	6.69	17.10	67.77	8.44	2.56
1993	2415	7.99	13.13	70.35	8.53	1.64
1994	2725	7.60	7.30	79.38	5.72	0.96
1995	3055	9.95	8.67	76.82	4.55	0.87
1996	3361	11.34	7.53	75.75	5.39	0.66
1997	3741	9.92	8.47	76.37	5.24	0.85
1998	4234	8.57	17.67	68.21	5.55	2.06
1999	4650	8.09	20.56	66.73	4.62	2.54
2000	4923	11.01	12.09	72.27	4.63	1.10
2001	4925	8.49	16.75	68.79	5.97	1.97
2002	4921	5.10	21.19	66.35	7.36	4.16
2003	4813	6.61	14.98	70.41	8.00	2.27
2004	4810	13.58	8.77	70.69	6.96	0.65

Source: Moody's Investors Service, 2005. *Annual Default and Recovery Study: 1920–2004*, June 29, Exhibit 29, Page 178

marché financier Américain, en 1983 le nombre était de 1370 émetteurs, ce chiffre est passé à 4810 en 2004, le nombre a été multiplié par 4. Le tableau montre aussi les pourcentages annuels, des dégradations, des up gradations, le pourcentage des notations restées inchangées, ainsi que le ratio des dégradations / des up gradations, qui est le rapport entre les deux éléments. Ce ratio est un indicateur du climat de crédit pendant les périodes présentées.

Le ratio D/U le plus élevé est de 3.85 en 1990. Pour 2361 émetteurs, 117 ont connues une augmentation dans leurs notes (4,96%), contre 450 émetteurs soit 19,06% qui ont été dégradé. Le climat de crédit durant cette période était extrêmement

pauvre. Le nombre de dégradation est largement plus important que le nombre des up gradations. A l'opposé, en 2004, quand le climat de crédit était favorable, le ratio D/U était de 0,65. Pour 4810 émetteurs, 422 ont été dégradé (8,77 %), contre 653, augmentations de notes (upgrades) soit 13,58%. Le nombre d'émetteurs upgradé est plus important que celui des émetteurs dégradés, conséquence de l'amélioration du climat de crédit.

Section 2: Le risque de crédit, la notation et le taux de défaut.

L'existence et le développement de la notation financière a permis d'améliorer la transparence sur les marchés obligataires, mais surtout d'apprécier et d'améliorer l'analyse du risque crédit. Le risque crédit est l'une des notions les plus ambiguës en droit, néanmoins, l'analyse de ce risque est le noyau dur du business des agences de notation.

Une évaluation du risque crédit est fondamentale dans l'évaluation des instruments de crédit, l'appréciation de leurs performances, et l'estimation de l'efficience des marchés. Dans cette section nous tenterons de définir le risque de crédit et ses différentes composantes, en faisant apparaître le lien entre le risque de défaut et la notation financière.

1- Le risque de crédit :

Le risque de crédit se définit comme l'éventualité d'une perte subie par un prêteur sur une opération de crédit (prêt, obligation, créance commerciale, produits dérivés). Il peut se matérialiser sous plusieurs formes, la plus courante étant la perte de crédit subie par le créancier suite à un défaut de paiement du débiteur sur le principal ou les intérêts. Dans le cas où la créance prend la forme d'une dette négociable sur un marché secondaire, le risque de crédit désigne également la perte de valeur potentielle induite

par la dégradation de la qualité de signature de son émetteur.³⁵ Deux principaux paramètres sont importants pour la mesure du risque crédit : le risque de défaut de paiement, et le risque de non recouvrement.

1-1- Le risque de défaut de paiement:

Le défaut peut se définir comme « *le non remboursement de l'argent dû* »³⁶, cette définition donnée par un dictionnaire, nous permet d'avoir un aperçu général sur la notion du risque de défaut. Le risque de défaut concerne l'ensemble des émetteurs, en d'autres termes, tous les émetteurs sont confrontés à ce risque, mais à des degrés différents, un émetteur peut avoir une grande ou une faible probabilité de défaut, mais personne, et aucun titre ne peut être absolument garanti, suite à l'incapacité de prédire le future.

Qu'est ce que le non remboursement ? Selon Moody's³⁷ c'est un événement qui change la relation entre l'obligataire (porteur d'obligation), et l'émetteur du titre, d'une relation qui était à l'origine contractée, à une relation qui soumit l'obligataire à des pertes économiques. Toujours selon Moody's, un émetteur de dette obligataire est en défaut si au moins l'un des trois événements se produit :

- Retard dans le remboursement des intérêts et /ou le principal.
- Déclaration de mise en faillite du débiteur, ce qui engendre la mise sous chapitre 11 aux Etats Unis, et l'ouverture de la procédure judiciaire en Europe.
- Modification du contrat initial, l'émetteur offre à l'obligataire de nouvelles garanties, comme la diminution de la valeur de la créance, dans le seul but d'éviter le défaut de paiement.

³⁵ Eric Paget-Blanc la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation, Edition Dunod Paris 2007 Page 87.

³⁶ Webster's New World Dictionary of the American Language, 1970, Second college edition, The World Publishing Company, New York and Cleveland, Page 92.

³⁷- Moody's Investors Service, Default and recovery rates of corporate bond issuers, Global Credit Research, Février 2002 page 43

1-2- Le risque de non recouvrement :

Le risque de non recouvrement se mesure par la part de la créance que le créancier s'attend à ne pas recouvrer à l'issue de la procédure judiciaire engagée à la suite de défaut de paiement, en d'autres termes, il s'agit ici de la sévérité de la perte³⁸. Ce risque dépend de deux facteurs : le rang du titre de la créance, et l'existence de garantie à la créance.

Si un émetteur se trouve dans une situation de défaut de paiement, il sera dans l'obligation de rembourser en priorité les obligations, avant de procéder à la répartition des dividendes. Les titres obligataires sont plus exigibles que les titres de propriété. Quant aux garanties qui constituent une protection pour le créancier contre la défaillance du débiteur, peuvent prendre la forme de garantie inconditionnelle, le garant s'engage à honorer les engagements du débiteur dès qu'un défaut de paiement est constaté par le créancier. Peut également prendre la forme de lettre de confort, dans laquelle une autre entité s'engage à honorer les engagements du débiteur en cas de défaut, c'est le cas de la maison mère, et les filiales d'un même groupe. D'autres formes de garanties peuvent être citées, les sûretés, qui sont des actifs apportés en garantie par le débiteur, ils peuvent être saisis par le créancier en cas de défaut.

2- La notation et le défaut de paiement :

Les agences de notation publient une probabilité de défaut associée à chaque niveau de note pour une maturité donnée. Ces statistiques aboutissent aux deux conclusions suivantes : Plus la note d'origine, est basse plus courte est la période qui conduit à un éventuel défaut. En outre, plus la note initiale est élevée, plus le taux de défaut, à quelque horizon qu'il soit, est faible. La figure 2 illustre ces conclusions.

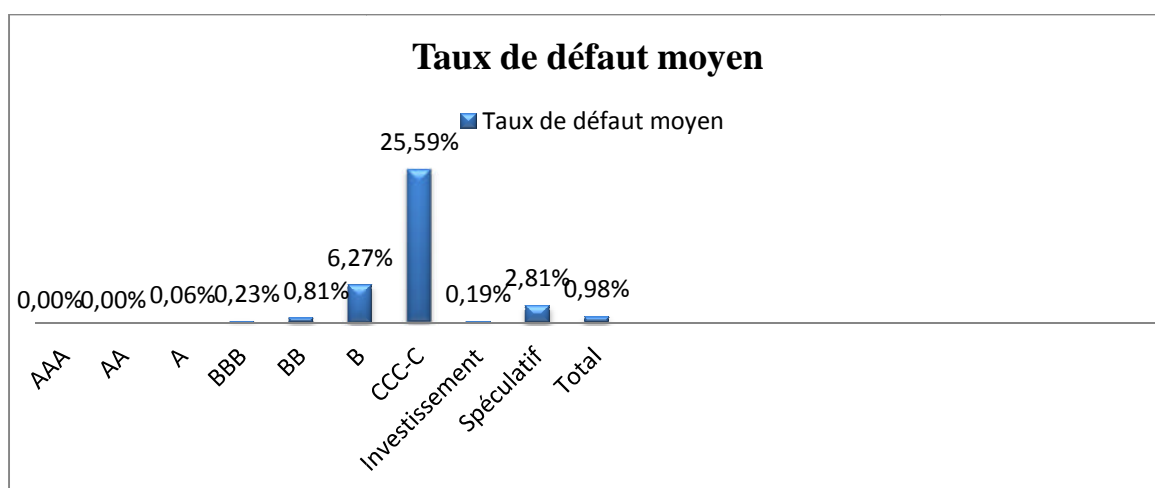
En effet, la figure montre le taux de défaut noté par l'agence Standard and Poor's pour chaque catégorie de note de 1981 à 2007, la probabilité de défaut annuelle d'une obligation est de 0,98%. Pour une obligation de catégorie d'investissement elle est de

³⁸ Eric Paget-Blanc la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation, Edition Dunod Paris 2007 page 102

0,19%, et pour une catégorie spéculative elle est de 2,81%. Il faut aussi souligner que les obligations notées AAA et AA, l'agence leur associe un risque de défaut égale à 0.00%.

Il existe donc une relation entre le taux de défaut (la probabilité de défaut) et la notation financière, le taux de défaut est égale à zéro pour les notes élevées, faible pour les catégories d'investissement et très important pour les catégories spéculatives.

Figure n°2: Le taux de défaut moyen sur obligations par niveau de note, 1981-2007.



Source: Standard and Poor's corporate ratings criteria, 2005, page 12.

Le taux de défaut moyen, par catégorie de notes constituent la mesure la plus simple il s'agit pour chaque notation de déterminer le pourcentage de titres ou d'émetteurs tombés en défaut de paiement sur une période typiquement une année. Ces taux de défaut moyens peuvent être calculés sur plusieurs années consécutives, dans ce cas on parle de taux de défaut moyens cumulés. (Voir tableau 8)

Le tableau 8 permet ainsi aux investisseurs d'estimer la probabilité de défaut de l'entreprise en fonction de la durée de remboursement de l'emprunt obligataire auquel ils souhaitent souscrire. Sur un horizon de 6 ans proche de la moyenne des maturités des emprunts obligataires, les résultats sont compris entre 0,25% (AA) et 4,60%

Chapitre 2

(BBB-) pour la catégorie investissement (moyenne de 1,42%) et entre 6,71% (BB+) et 45,62% (CCC/ C) pour la catégorie spéculative (moyenne de 17,23%).

Tableau n° 8 : Taux de défaut moyens cumulés de S&P pour les entreprises, 1981-2007.

Notes	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
AAA	0.00	0.00	0.09	0.18	0.28	0.41	0.48	0.95	0.63	0.67	0.67	0.67	0.67	0.73	0.79
AA+	0.00	0.06	0.06	0.13	0.20	0.28	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35
AA	0.00	0.00	0.00	0.09	0.18	0.25	0.35	0.63	0.48	0.72	0.81	0.88	1.03	1.10	1.14
AA-	0.02	0.09	0.20	0.32	0.45	0.61	0.76	0.86	0.96	1.08	1.21	1.35	1.41	1.53	1.60
A+	0.05	0.10	0.25	0.45	0.61	0.77	0.95	1.10	1.29	1.46	1.66	1.88	2.08	2.31	2.51
A-	0.07	0.18	0.30	0.42	0.60	0.80	1.00	1.21	1.42	1.73	1.98	2.12	2.26	2.35	2.61
A	0.06	0.20	0.32	0.49	0.73	1.02	1.44	1.71	1.95	2.12	2.19	2.32	2.42	2.53	2.65
BBB+	0.15	0.46	0.91	1.30	1.74	2.22	2.58	2.91	3.36	3.71	4.07	4.27	4.62	5.14	5.72
BBB	0.23	0.54	0.85	1.39	1.95	2.47	2.95	3.48	3.93	4.44	5.00	5.44	5.93	6.12	6.50
BBB-	0.31	1.02	1.78	2.78	3.74	4.60	5.25	5.87	6.33	6.91	7.42	7.94	8.54	9.37	10.03
BB+	0.52	1.41	2.85	4.20	6.71	7.88	8.41	9.39	10.2	11.41	11.85	12.35	13.0	13.3	13.6
BB	0.81	2.50	4.62	6.53	8.38	10.13	11.5	12.7	13.8	14.62	15.71	16.63	17.1	17.1	17.28
BB-	1.44	4.16	7.04	9.90	12.3	14.66	16.5	18.3	19.8	21.03	21.93	22.62	23.5	24.2	24.87
B+	2.53	6.97	11.22	14.9	17.6	19.7	21.6	23.2	24.7	26.11	27.32	28.29	29.2	30.3	31.19
B	6.27	12.74	17.75	21.2	23.8	26.0	27.4	28.5	29.4	30.43	31.40	32.36	33.4	33.9	34.21
B-	9.06	16.94	22.27	26.6 6	29.4 4	31.56	33.3 8	34.5 3	35.2 5	35.73	36.64	36.84	37.0 7	37.3 2	38.01
CCC/ C	25.5	34.06	39.04	41.8	44.5	45.62	46.6	47.2	48.8	49.76	50.50	51.26	51.8	52.5	52.50
Invest	0.1	0.30	0.52	0.81	1.11	1.42	1.69	1.95	2.19	2.44	2.66	2.85	3.05	3.24	3.47
Spec	2.81	6.54	10.00	12.9	15.2	17.23	18.8	20.2	21.4	22.54	23.52	24.34	25.1	25.7	26.43

Source : François Lantin, Impact de la notation financière sur le pris des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009 Page 27.

Ainsi, les probabilités de défaut moyennes de la catégorie spéculative (« spécul. ») sont environ 20 fois plus élevées sur un horizon de 1 à 3 ans, 15 fois plus élevées sur un horizon de 4 à 6 ans, et 10 fois plus élevées au-delà, en comparaison des taux de défaut de la catégorie investissement (« invest. »).

Les notations sont plus faibles pour un horizon temporel court, une année, à cinq ans.

- Les taux de défaut associés aux notations les plus élevées sont nuls ou très bas

- Le taux de défaut augmente au fur et à mesure qu'on descend vers le bas de l'échelle de notation (passage de note de catégories d'investissement à la catégorie spéculative).

2-1- La matrice de transition :

Entre les notes de court et de long terme, les agences proposent encore un instrument important : les **taux de transition réalisés** (matrices de migration historiques) entre classes de notes de long terme. Les taux de transition réalisés sont les pourcentages suivant lesquels, au coup suivant, l'entreprise conserve sa note de crédit à long terme ou bien migre ou transite vers une note à long terme soit inférieure ou supérieure ou bien fait défaut. Pour ce faire, les agences de notations calculent le pourcentage d'émetteurs notés ayant conservé la même note et les pourcentages de ceux qui en ont obtenu une autre pour chaque classe. Ces matrices de migration historiques permettent de se donner une idée des probabilités de transition. Les tableaux 9 et 10 concernent la matrice de transition en % à un an de S&P. cette matrice est un indicateur important de la stabilité de la notation financière. Les notes se maintiennent généralement dans 65 à 85% des cas à un horizon d'un an alors que les autres systèmes ne dépassent pas 40 à 50% des cas³⁹. Une note ne devrait en effet pas enregistrer de variations importantes d'une année sur l'autre car la variation maximale annuelle admise par les agences est, sauf exception, de trois crans. La lecture des matrices de transition publiées chaque année par les agences semble confirmer ces objectifs dans la majorité des cas.

Les pourcentages en gras sur la diagonale représentent les notes qui sont restées inchangées au cours d'une année civile durant la période 1981-2008. Les pourcentages à gauche de la diagonale traduisent les augmentations de notes, ceux de la droite représente les dégradations de notes survenues au cours d'une année pendant la période déjà citée.

³⁹ Carey et Hrycay, 2001 Page 56

Chapitre 2

Tableau n°9 : Matrice de transition à un an des notes du secteur corporate de S&P (Pourcentage moyens pour 1981-2008).

Note initiale	Note finale							
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC-C	SD-D
AAA	88,39	7.63	0.53	0.06	0.08	0.03	0.06	0.00
AA	0.58	87.02	7.79	0.54	0.06	0.09	0.03	0.03
A	0.04	2.04	87.19	5.35	0.40	0.16	0.03	0.08
BBB	0.01	0.15	3.87	84.28	4.00	0.69	0.16	0.24
BB	0.02	0.05	0.19	5.30	75.74	7.22	0.80	0.99
B	0.00	0.05	0.15	0.26	5.68	73.02	4.34	4.51
CCC-C	0.00	0.00	0.23	0.34	0.97	11.84	46.96	25.67

Source : Norbert Gaillard, les agences de notation, Edition la découverte, Paris 2010 page 83

Entre les années, 1981 et 2008, 87,02% des entreprises notées dans la catégorie AA par S&P au premier Janvier de l'année N, ont vu leur note rester inchangées au cours de la même année N. En revanche, 0,58% en moyenne des notations AA ont été upgradées en catégorie AAA au cours de l'année N, 7,79%, en moyenne des notations AA ont été dégradé à la catégorie A au cours de l'année N.

Le tableau 10 indique que les valeurs indiquées sur la diagonale de la matrice correspondent aux taux de maintien de la note à un horizon d'un an. Ces taux stagnent ou diminuent globalement au fur et à mesure de la baisse des notes, la lecture de la matrice se fait comme suit :

On remarquera, par exemple, que pour une entreprise notée CCC le pourcentage de chance d'être en défaut (à partir des données réalisées dans le passé) est de 28.8 % tandis qu'il n'est que de 0.06% pour une entreprise notée A. De même, on notera que la persistance des notes est importante, mais varie en fonction du niveau absolu de qualité (note) de l'émetteur.

En somme, la matrice de transition indique que pour chaque catégorie de note, la probabilité de demeurer au même niveau dans un an est nettement plus élevée que celle de migrer à un niveau différent. Pour le rating le plus élevé comme AAA et AA, la probabilité de migrer de plus de trois crans au cours d'une année est quasiment nulle.

Chapitre 2

Tableau n°10 : Exemple de matrice de transition à horizon d'un an (en pourcentage) pour les USA (toutes industries confondues), 1981-2001

Note initiale	AAA	AA	A	BBB	BB	B	C	D
AAA	93.57	5.84	0.47	0.08	0.04	0	0	0
AA	0.69	91.79	6.77	0.63	0.07	0.09	0.03	0.01
A	0.07	2.14	91.8	5.21	0.48	0.18	0.05	0.06
BBB	0.04	0.26	4.788	89.26	4.49	0.72	0.17	0.29
BB	0.03	0.08	0.47	6.67	82.57	8.01	0.89	1.28
B	0	0.1	0.28	0.35	5.33	83.14	4.18	6.61
CCC	0.14	0	0.29	0.86	1.86	9.89	58.2	28.8

Source: Standard and Poor's corporate ratings criteria, 2005 Page 18.

Ces matrices fournissent une mesure de la volatilité des ratings attribués par les agences. Elles indiquent que les notes attribuées sont peu volatiles. Elles montrent que les modifications pour les ratings élevés sont stables, il est très rare qu'une entreprise bien notée se retrouve dans la catégorie spéculative, dans un horizon d'un an. L'instabilité est élevée pour les catégories spéculatives, dans le tableau 7, 28.8 entités notées CCC à C fond défaut dans l'année qui suit. Cette instabilité s'explique par la fragilité, et la sensibilité de ces entités.

2-2- La notation et le spread de crédit :

Il existe une relation entre la note et le spread. Le spread consiste en la rémunération du prêteur pour le risque de crédit auquel il s'expose. Plus la note est

basse plus le spread (prime de risque) est important. Toutefois définissant d'abord le spread.

2-2-1- Le spread de taux d'intérêt :

Le taux exigé par les prêteurs est constitué du taux sans risque qui demeure fixe (généralement lié aux obligations de l'Etat) auquel s'ajoute le spread (prime de risque). En effet, les taux d'intérêt appliqués aux emprunts des entreprises sont généralement différents de ceux consentis aux États. Ils incorporent une prime de risque supplémentaire, ou *spread*, qui varie selon la fiabilité des emprunteurs. Le *spread* peut être défini comme l'écart entre le taux d'intérêt d'un emprunt donné et un taux dit de référence sur la même maturité. Il compense le risque de défaut de l'emprunteur, c'est-à-dire le risque que l'emprunt ne soit pas servi aux conditions prévues dans le contrat.

2-2-2- Le taux de référence du marché :

Les taux de référence, ou taux sans risque, dans une monnaie donnée, sont généralement ceux des emprunts d'État. Les États sont, en effet, considérés comme les emprunteurs les plus sûrs du marché, lorsqu'ils s'endettent dans leur propre monnaie. En effet, la probabilité pour que les emprunts d'État en monnaie locale ne soient pas remboursés est faible, puisqu'en cas de menace d'insolvabilité, un État peut faire appel à l'impôt, voire demander à la banque centrale de le renflouer pour éviter la crise. Ainsi, les États bénéficient généralement des taux d'intérêt les plus bas du pays lorsqu'ils s'endettent dans leur propre monnaie. Leurs taux servent de référence aux autres emprunteurs. Le taux des obligations d'État est considéré comme le taux de référence sur le marché obligataire, celui des bons du Trésor, pour les emprunts à court terme.

Soit la formule suivante : $yt = it + st$.

Yt : taux d'intérêt sur la dette.

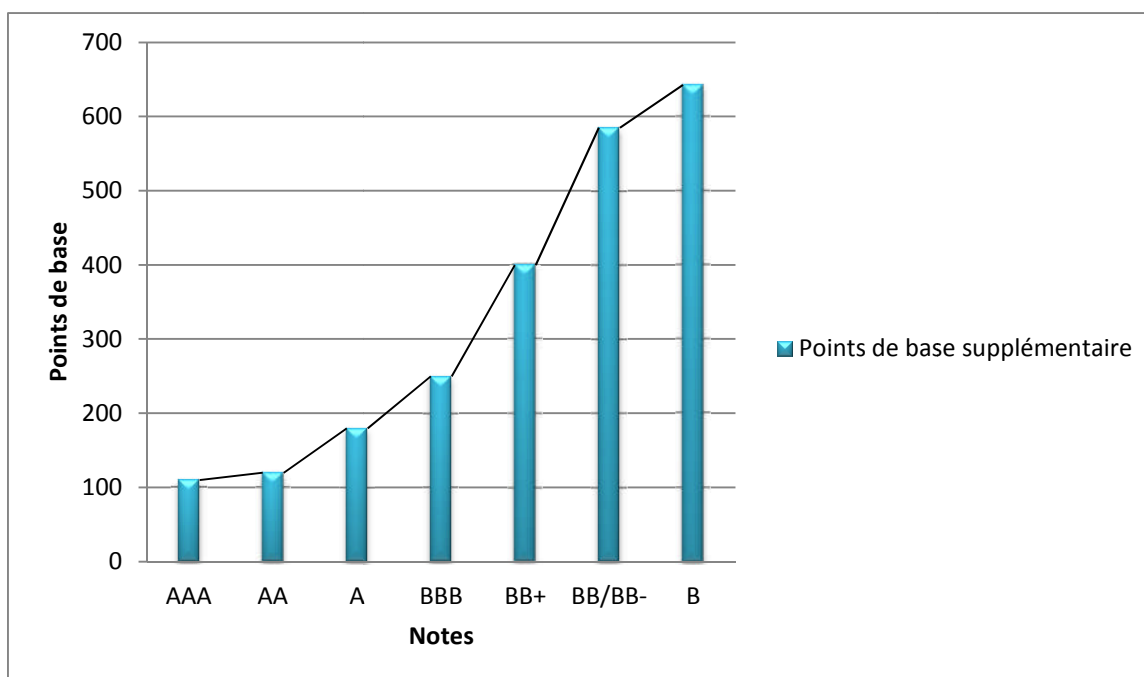
it : taux sans risque. (De référence).

st : spread.

Il existe plusieurs déterminants du spread (prime de risque), on trouve par exemple :

- la *probabilité de défaut* : plus la probabilité est grande plus le spread est grand.
- Le spread dépend aussi du *taux de recouvrement* : plus ce taux est grand, plus le spread est faible.
- La prime de risque dépend, de *l'aversion au risque* des investisseurs, c'est ainsi qu'en période de crise, les spreads des emprunteurs risqués ont tendance à augmenter.
- Un autre facteur, important est celui de la *notation des agences de notation*, on constate en effet, une très forte corrélation entre les spreads et les notations financières. Comme le montre la figure suivante.

Figure n° 3 : Relation entre le spread et la notation financière.



Sources : François Lantin, Impact de la notation financière sur le pris des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009 Page 52.

Selon la figure 3, le taux d'intérêt supplémentaire que doit payer un émetteur ayant la meilleure note dans la catégorie investissement (AAA), est de 110 *bps*⁴⁰ (ou 1,10%) au-dessus du taux de référence, Un émetteur noté BB+, soit le cran le plus élevé dans la catégorie spéculative, doit verser un spread de 400 *bps* soit 2,86 % de plus qu'un émetteur AAA. Le passage à la plus faible note B, fait augmenter encore plus la prime de risque, l'emprunteur est soumis à un spread de 643 *bps*, au dessus du taux de référence.

On remarque donc le spreads de taux, qui augmentent à la suite de la diminution de la note. Mais il faut insister sur le fait que la notation ne semble refléter qu'une partie de l'information retenue par les investisseurs et ne permettrait pas à elle seule d'expliquer le niveau des *spreads* de rendement.⁴¹

Section 3 : Le processus de la notation financière.

Cette section nous montre comment obtenir une notation financière, en décrivant l'architecture du processus de notation. Afin de procéder à la notation de leurs clients, les agences de notation s'engagent dans une procédure dès le premier contact avec l'émetteur. Une fois la demande de notation est attribuée à l'agence, celle-ci entreprend une profonde étude sur laquelle elle se base, pour procéder à la notation.

1- Le processus de notation :

Les notes publiées par les agences de notation, passent en réalité par un long processus qui engage deux grandes parties : l'émetteur (entreprise, pays....) et l'agence elle-même. Ces deux parties sont appelées à travailler en collaboration, pour une appréciation de qualité du risque de défaut. Le processus de notation est matérialisé par un ensemble d'étapes que nous allons étaler dans cette section.

⁴⁰ Bps : points de base

⁴¹ François Lantin, Impact de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009, page 53.

Chapitre 2

Dans un premier temps, une entité publique ou privée contacte une agence. Un haut responsable faisant partie des analystes leader est désigné par l'agence. Celui-ci est chargé de réunir des informations sur l'émetteur en vue de mesurer son risque de crédit. Si l'émetteur est une entreprise, l'analyste rencontre le management de l'entreprise, s'il s'agit du rating souverain, il se déplace dans le pays en question, pour s'entretenir soit avec le ministre de l'économie, soit avec le directeur de la banque centrale, chef du gouvernement, ou avec de hauts fonctionnaires de l'Etat concerné. L'analyste rédige un rapport (mémoire), qui est présenté au comité de notation qui fera objet de discussion. Le comité est composé d'analystes leaders. Au terme de la discussion, il est procédé à un vote qui aboutit à l'attribution d'une note. L'agence a le droit de ne pas noter l'émetteur en cas d'information insuffisante. Ce dernier a la possibilité de faire appel en fournissant plus d'information. Le comité se réunit une seconde fois pour la délibération. L'annonce de la notation par voie de presse marque la fin du processus. La note est mise sous surveillance, en effet, l'agence de notation suit l'évolution économique, financière, et politique des entités qu'elle note. Si des événements en cours et sont susceptibles d'influencer le risque de crédit, l'agence convoque le comité pour une réunion extraordinaire afin de modifier la note attribuée.

Jusqu'à maintenant, nous avons présenté brièvement le processus que suit la notation financière, les pages suivantes présenteront en détails ce même processus, en insistant sur les grandes étapes depuis la demande de notation jusqu'à son annonce au grand public. Les étapes sont les suivantes :

1-1- Demande de notation :

Le processus débute par une demande de notation qui est faite par l'émetteur (l'entreprise, institution financière, pays). Mais il faut signaler qu'avant la présentation de la demande, l'émetteur est dans l'obligation de présenter un dossier à l'agence de notation. Le dossier comporte des documents qui permettront à l'agence de décider de

Chapitre 2

la capacité de l'émetteur de s'engager dans l'étude et l'appréciation de risque de crédit. Le dossier comporte généralement ⁴²:

- Un extrait de registre de commerce.
- Des documents retraçant le positionnement de l'entreprise.
- Les cinq derniers rapports annuels, bilans, et comptes de résultats.
- Un business plan.
- Tout autre document pouvant aider à apprécier la situation financière de l'entreprise.

Une fois l'agence de notation accorde son accord, elle demande à l'émetteur de présenter une demande signée par le directeur de l'établissement.

Cette demande comporte une adhésion explicite ⁴³ :

- Aux conditions de publications et de révision éventuelle de la notation quand le demandeur a accepté la publication de la notation initiale,
- Aux obligations de communications d'informations (toutes publications légales ou privées, bilans, situations comptes provisoires et définitifs, tout événement susceptible d'affecter la vie de l'entreprise),
- Aux conditions dégageant l'agence des responsabilités qu'elle pourrait encourir vis-à-vis de l'entreprise notée quant à l'incidence de la note ou de ses modifications éventuelles,
- Au prix de l'étude et aux conditions de règlement.

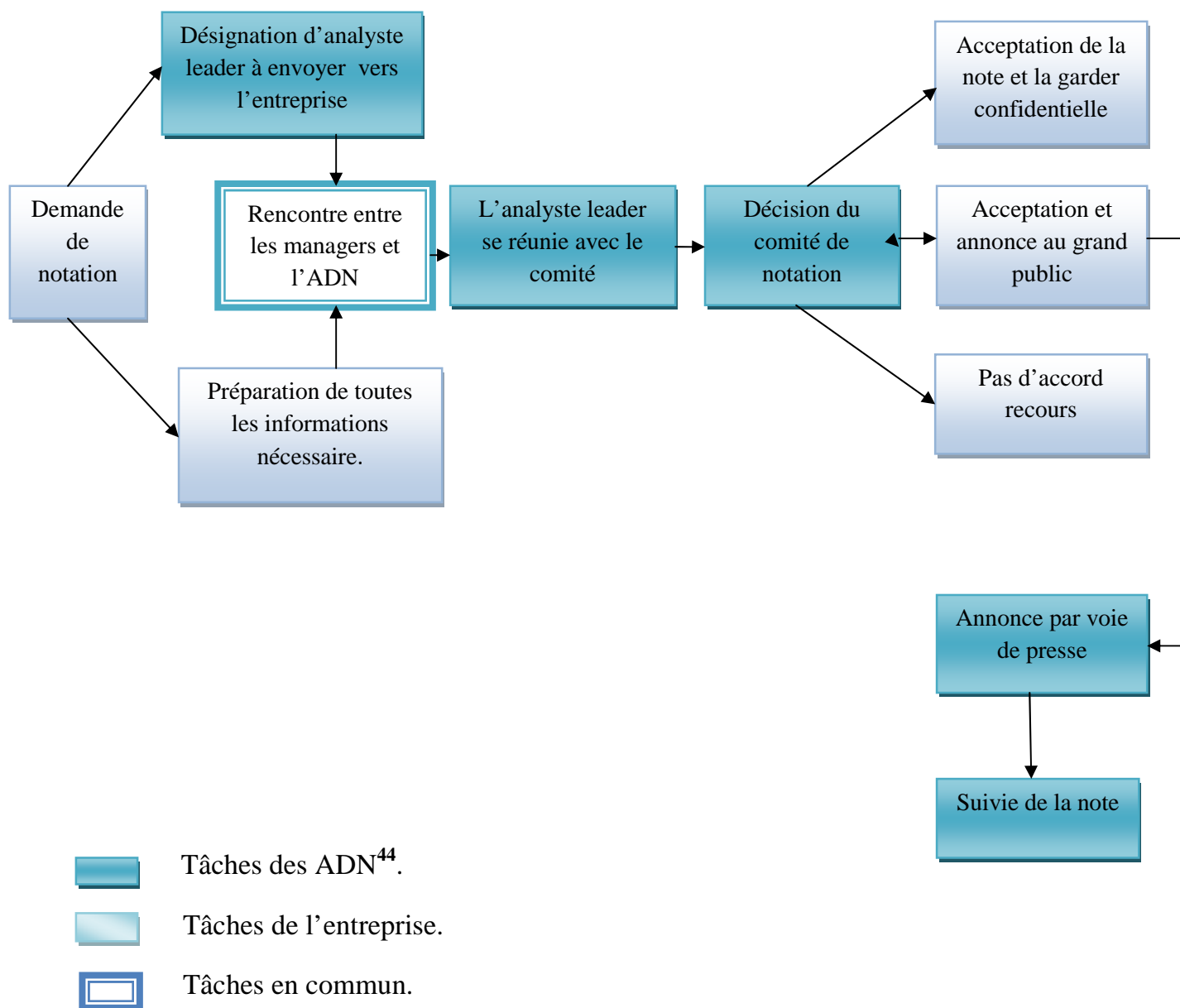
La demande requiert également l'autorisation explicite pour l'agence de prendre connaissance de toutes les informations qui lui paraîtront nécessaires sur l'entreprise auprès de toute personne physique ou morale également tenue au secret professionnel, étant précisé que l'agence informera préalablement l'entreprise de toute démarche dans ce sens.

La figure suivante schématise en détail, le processus de la notation financière, en montrant les tâches de chacune des parties concernées, l'émetteur et l'agence.

⁴² Herwing Langohr, *Crédit rating agencies and their credit rating*, Edition Wiley, England 2008 page 164

⁴³ ABHIR Zineb, *la notation financière*, l'université de Tanger (Maroc), 2006 page 18.

Figure 4: Le processus de notation financière



Source: Morgan Stanley Credit Advisory Group, 2006, Pros and cons of obtaining credit ratings, Overview of the credit rating process – Morgan Stanley's integrated rating advisory approach, December 12, 1–3.⁴⁵

⁴⁴ ADN : Agences de notation

⁴⁵ In Herwing Langohr, Crédit rating agencies and their credit rating, Edition Wiley, England 2008 page 166.

1-2- Etude et réunion avec le dirigeant de l'entreprise :

Après le dépôt de la demande, l'agence de notation désigne un analyste leader, qui se dirige vers l'entreprise concernées, en vue de récolter les informations nécessaires à l'évaluation du risque de crédit. L'étude est menée par une équipe dirigée par l'analyste désignée au part avant. Elle comporte obligatoirement un ou plusieurs entretiens avec le dirigeant de l'entreprise.

Le management de l'entreprise constitue donc une partie intégrante du processus de notation. En effet, S&P⁴⁶ considère que la réunion avec les managers de l'entreprise comme capital, en affirmant que le but est de voir de près le fonctionnement de l'entreprise, son état financier, la politique managériale, les stratégies de croissance, et tout autant de facteurs qui sont susceptible d'avoir un impact sur la note. (Ce point sera développé dans les prochains chapitres). L'entreprise communique outre les informations publiques, des informations confidentielles dont elle garantit la confidentialité.

1-3- Réunion avec le comité de notation :

Le leader analyste chargé de l'étude prépare un rapport qu'il communique au comité de notation de l'agence. Ce comité interne est composé d'analystes confirmés de l'agence et de spécialistes de secteurs dans lequel l'entreprise opère. En général, les membres du comité engagent une discussion approfondie concernant l'émetteur, et réalise des comparaisons internationales dans le but de préserver la cohérence des notes dans le même secteur d'activité. L'adoption finale de la note se fait par le principe « une voix/ un vote ».

Avant que la notation ne soit rendue publique, il est toujours possible pour l'entreprise de faire appel de la décision du comité. En revanche si la décision est acceptée, l'information est publiée auprès de la communauté financière, sous la forme d'un communiqué de presse. Dans certains cas il s'agit d'une notation privée, dans ce cas la note ne peut être rendue publique et devrait faire d'usage confidentiel.

⁴⁶ Standard and Poor's corporate ratings criteria, 2005, Pages 15-18;

1-4- Le suivi de la note :

L'agence s'engage vis-à-vis des investisseurs à en assurer le suivi tant que les encours de dette subsistent sur le marché. L'entreprise s'engage à communiqué régulièrement les informations nécessaires à cette mise à jour.

La révision de la note peut aboutir à un changement de la notation (augmentation ou baisse de la note), ou à la mise sous surveillance avec des implications positives ou négatives. Notons que le client n'a pas la possibilité d'empêcher la publication d'une révision de note.

2- Mode de rémunération des agences de notation :

Avant 1970, l'industrie de la notation financière opérait sous le model investisseur-payeurs. En effet, les investisseurs demandaient aux agences de notation de leur donner une appréciation du risque de crédit des émetteurs auprès duquel ils achetaient les titres, en vue d'avoir des informations précieuses leur permettant d'optimiser leurs portefeuilles. Les profits des agences provenaient principalement de la vente des publications et des investisseurs qui sollicitaient leurs notes.

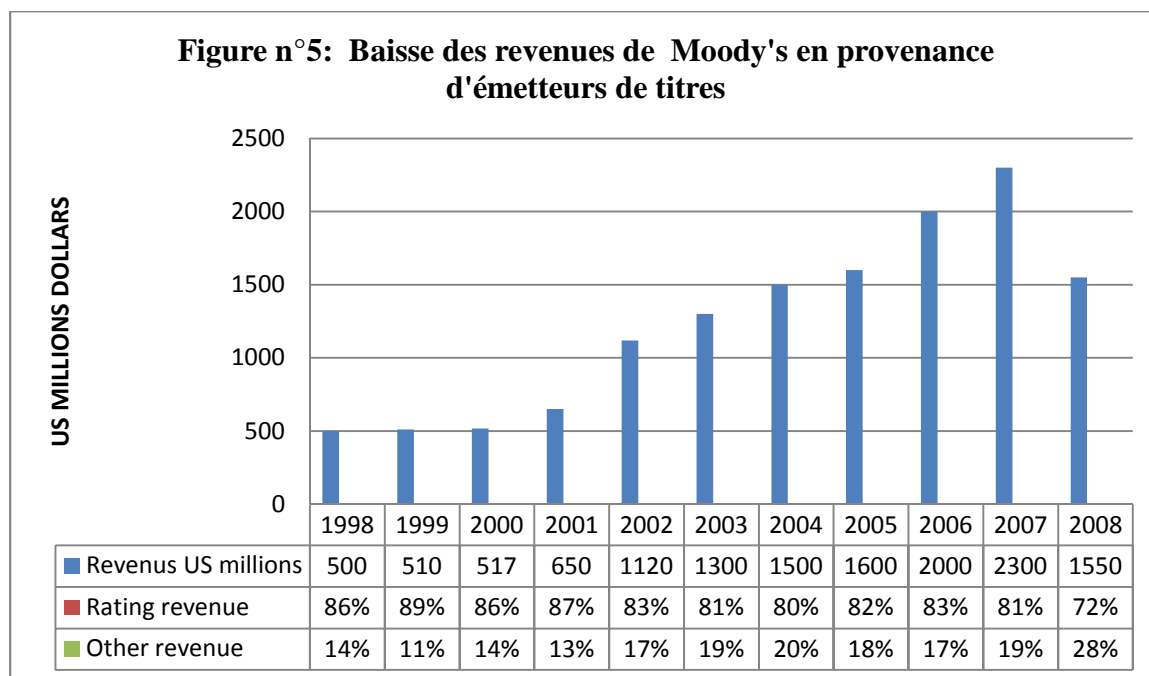
Le début des années 70 constitue un tournant majeur pour les agences de notation qui vont désormais facturer leurs notes aux émetteurs de dettes obligataires : le principe devient alors, celui de l'émetteur payeur. Cette transition s'explique par deux facteurs, les investisseurs ont réussi à se procurer les informations et les ratings sans les avoir achetées, en raison du développement de la photocopieuse⁴⁷. L'autre facteur qui a contribué à renverser la tendance est le défaut de paiement de la compagnie de chemins de fer Penn Central en 1970, un nombre croissant d'émetteurs ont sollicité directement les agences de notation afin de rassurer les investisseurs. En effet, Canter et Parker 1994, insistent sur le faite que la demande de notation augmente par les émetteurs en période de ralentissement économique.

⁴⁷ Cantor R. and Packer F. "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, October 1996, page 36.

Chapitre 2

Les agences de notation rédigent des rapports, parfois se basant uniquement sur les informations publiques, en cas de non sollicitation de la notation. Lorsque l'agence est sollicitée par un émetteur, ce dernier paye les frais en plus de communiquer des informations qui peuvent être confidentielles. Le revenu global des trois grandes agences, S&P, Moody's, et Fitch rating est d'environ 3.7 milliards de dollars en 2008.⁴⁸ Selon Gerst et Groven, une émission obligataire de 500 millions d'euros apporterait à S&P 195 000 euros, à Moody's 241 500 euros, à Fitch 185 000 euros.

La figure 5 montre l'évolution du revenu de l'agence Moody's en dix ans, de 1998 à 2008. Nous constatons une augmentation constante des revenus en provenance d'émetteurs, en 2007, 81% des revenus sont versés par les émetteurs de dettes ; mais en 2008, les résultats de Moody's baissent, en effet seulement 72% des revenus sont du au model émetteurs/ payeurs. Cette baisse s'explique par la perte de confiance après la crise financière 2007, les agences ont jugé solvable des émetteurs au bord de la faillite.



Source: Pragyam Deb and Gareth Murphy, Credit Rating Agencies, an alternative model, November 2009, P 04

⁴⁸ Pragyam Deb, et Gareth Murphy, Credit Rating Agencies, an alternative model, November 2009, P 03.

Les agences de notation sont soupçonnées d'être minées par les conflits d'intérêts : elles notent des émetteurs qui les paient pour ce service. De plus, l'implication de la notation de crédit dans la crise de la finance structurée a renforcé la méfiance envers les agences de notation. Les deux observations précédentes sont à l'origine d'une forte remise en cause des agences de notation. On constate une contestation apparente de la légitimité sur laquelle repose la notation de crédit⁴⁹.

Conclusion :

Ce présent chapitre est important dans la mesure où il met en exergue l'activité de la notation financière et son rapport avec le risque de crédit, ainsi que le processus permettant l'élaboration d'une notation financière.

L'évaluation du risque de crédit constitue le noyau dur de l'activité des agences de notation, il se définit comme l'éventualité d'une perte subie par un prêteur sur une opération de crédit, il est composé de deux paramètres, le risque de défaut et le risque de recouvrement. Les études montrent qu'il existe une relation claire entre le risque de défaut et la notation financière. En effet, plus la note d'origine est basse, plus courte est la période qui conduit à un éventuel défaut. En d'autres termes une note élevée est associée à un risque de défaut quasi nul à court et moyen terme.

L'élaboration d'une notation financière passe par plusieurs étapes, la demande faite à l'agence, réunion d'un analyste leader avec l'entreprise en vue de recueillir les informations nécessaires à son étude, réunion du même analyste mais cette fois-ci avec le comité de l'agence de notation, avant de décider de rendre publique ou de garder confidentielle la note proprement dite.

Actuellement les agences de notation sont vigoureusement critiquées, les agences sont accusées d'être au centre de conflits d'intérêts. Il est important de rappeler que le

⁴⁹ Benjamin Taupin, le maintien institutionnel comme travail de justification, le cas de l'industrie de la notation financière, thèse de doctorat, université Paris dauphine, octobre 2011 page 231.

Chapitre 2

mode de rémunération des agences a profondément évolué depuis les origines, passant du modèle investisseur- payeur, au modèle émetteur- payeur. Ce mode de rémunération a été régulièrement dénoncé au motif que les agences manquent d'objectivité et sont inévitablement tentées de « sur noter » les émetteurs.

Dans ce chapitre nous avons mis en relief les fondements de l'activité de la notation et défini les typologies des notes et annonces ainsi que le processus de notation, mais il nous semble qu'une étude plus profonde traitant la méthodologie et les déterminants de la notation doit être menée en vue d'être plus exhaustif et surtout de comprendre les facteurs d'analyses sur lesquelles les agences se basent pour élaborer une note. Ce dernier point fera l'objet de notre prochain chapitre.

Chapitre 3 : Méthodologies de notation des émetteurs, et déterminants de la notation financière.

Introduction :

L'objectif de ce chapitre est d'examiner la méthodologie de notation des trois grandes agences de notation Standard and Poor's, Moody's et Fitch. L'analyse qui va être menée dans ce chapitre est employée pour identifier les facteurs en communs affectant la notation des émetteurs. Trois niveaux d'analyse seront nécessaires à appréhender, selon la nature des émetteurs de dettes. En effet, les méthodologies utilisées par ces agences afin de noter les émetteurs diffèrent selon la nature de l'entité. Nous nous intéresserons tout d'abord à la méthode de notation des entités privées, en d'autres termes la notation des entreprises industrielles et commerciales, (*corporate rating*), (*Section 1*). Le deuxième niveau d'analyse consistera à examiner la méthode de notation des institutions financières, (*Financial institution rating*) notamment les banques (*section 2*). Nous terminerons enfin, par les critères de notation des Etats et des entités publiques (*sovereign credit rating*), (*Section 3*).

Notre analyse de cette évaluation repose sur des documents méthodologiques publiés par les agences. Nous sommes d'avis que l'utilisation de la littérature d'ordre pratique nous permet ici de saisir de manière concrète les différents paramètres menant à l'attribution des notes.

Si de nombreux observateurs estiment que les critères de notation des agences ne jouissent pas de toute la transparence nécessaire, les agences de *rating* multiplient depuis quelques années leurs efforts de communication pour démontrer le contraire.

Les trois grandes agences transnationales (Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings) ont procédé ces dernières années à une refonte de leur site internet, avec un enrichissement notable du contenu proposé, même si certaines rubriques ne sont consultables qu'après enregistrement⁵³. En effet, pendant la crise financière, et la crise souveraine en Europe, les agences de notation ont procédé à de nombreuses dégradations des entreprises, des banques ou mêmes des Etats, ce qui a jeté la suspicion sur leurs méthodes de notation et leurs critères d'analyse, de plus la

⁵³www.Moody's.com, www.Standarandpoor's.com, www.fitchrating.com;

réglementation notamment européenne a obligé ces agences de faire preuve de plus de transparence et de publier de façon régulière leur méthodologie de notation. En réaction à cette situation les agences de notation ont renforcé leurs études en introduisant d'autres facteurs qui sont devenus au gré de la crise très prépondérants.

Section1 : La notation des entreprises industrielles (corporate rating)

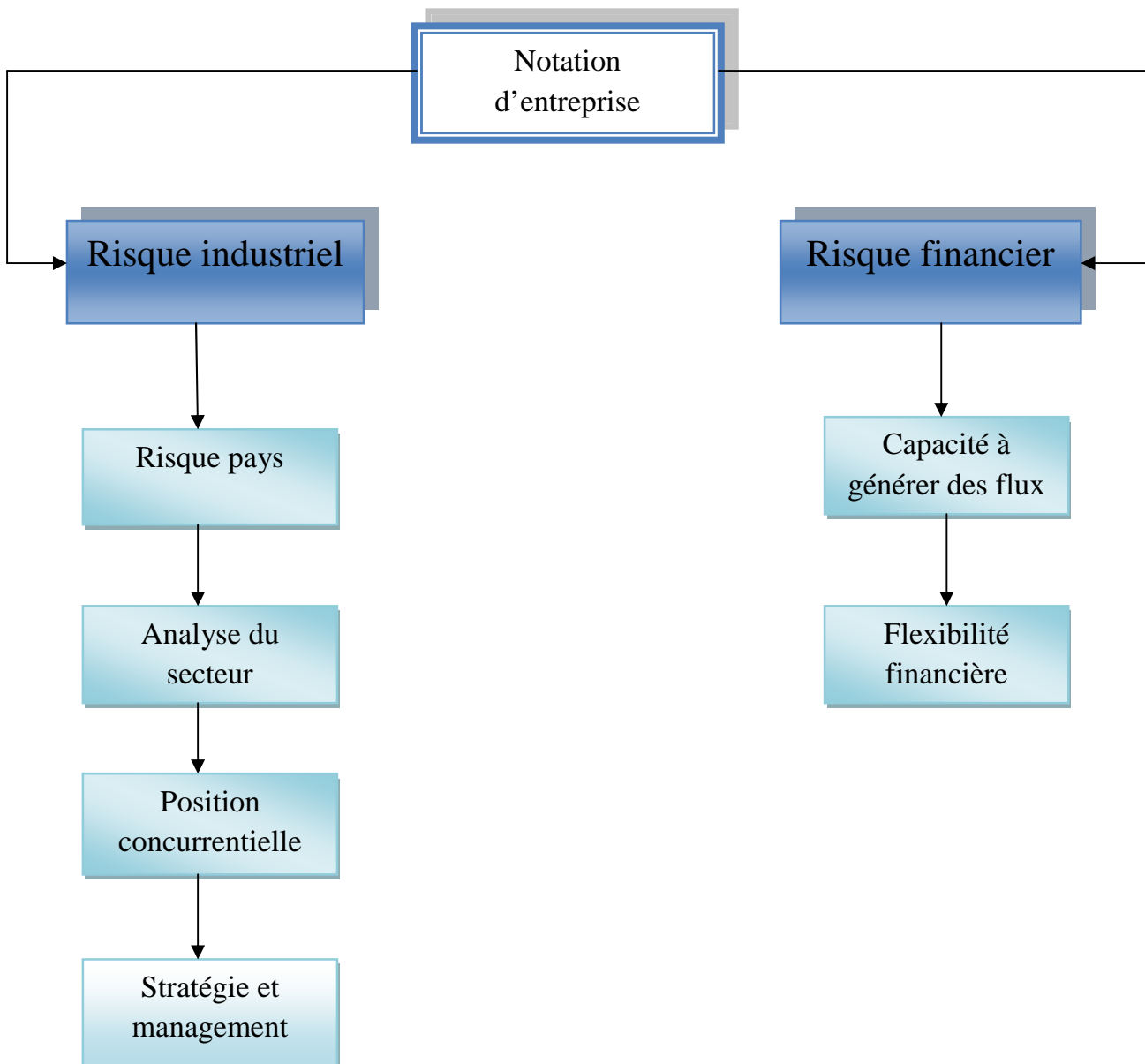
La notation des entreprises, constitue le fondement du métier des agences de notation. Les méthodes de notation *corporate* ont évolué, mais elles se sont toujours reposées sur une analyse quantitative et qualitative du risque de crédit des entreprises. Le *rating* est ainsi basé à la fois sur des informations publiques au travers des états financiers audités et sur des informations confidentielles : rapports internes, budgets prévisionnels, détails de la stratégie d'investissement, évaluation de la qualité du management, vision des perspectives stratégiques de la firme et position au sein de son secteur⁵⁴. Dans cette section nous exposerons les critères d'évaluation publiés par les agences de notation qui expliquent la méthode de notation des entreprises industrielles et commerciales.

L'analyse de crédit de l'entreprise peut se scinder en deux catégories : l'analyse du risque industriel (*Business risk*), et l'analyse du risque financier (*Financial risk*). Le premier prend en considération les perspectives d'évolution du secteur auquel appartient l'entreprise. L'analyse du risque financier quant à lui aide à mesurer le degré de solvabilité et de liquidité de l'entreprise, en se basant sur des indicateurs économiques et comptables.

La figure suivante illustre les risques et les critères de la notation corporate.

⁵⁴ Choy et *al.*, 2006

Figure 6 : Critères d'analyse de corporate rating



Source: adapté selon les rapports suivants: Corporate rating criteria, Standard and Poor's 2008 Page 04, et Rating corporate methodology, Moody's September 2006 Page 05.

1- Le risque industriel:

Le risque industriel est d'une importance capitale pour l'analyse du risque de crédit de l'entreprise. Les agences de notation apprécient ce risque par l'analyse de quatre facteurs : le secteur de l'entreprise, l'impact du risque pays sur le secteur d'activité, le positionnement concurrentiel et enfin la cohérence de la stratégie et la qualité de

management de l'entreprise en question. L'analyse du risque industriel se base sur une approche à la fois qualitative et quantitative.

1-1- Le risque pays :

Les agences de notation prennent d'abord en compte l'impact que peut avoir le risque pays (souverain) sur la solvabilité d'une entreprise. Un pays qui présente un risque élevé à forcément un impact sur les secteurs notamment stratégiques de ce même pays. Cette situation se répercutera sur la qualité de la notation d'une entreprise appartenant à ces mêmes secteurs.

1-2- L'analyse du secteur :

La démarche suivie par les agences de notation consiste à étudier les caractéristiques du secteur auquel appartient l'entreprise. Un outil d'analyse permet aux agences d'appréhender ce risque il s'agit du modèle développé par M. Porter.⁵⁵ Les principaux éléments pris en considération par les agences sont les suivants :

- *La croissance du secteur* : le potentiel de croissance est étudié pour tous les segments de marché. Les agences étudient aussi la corrélation entre la croissance du secteur et l'évolution du PIB. Ce genre de secteurs sont dits cycliques, ils présentent plus de risque que les autres secteurs acycliques qui ne sont pas corrélés aux évolutions du PIB. (Parmi les secteurs cycliques : bâtiments et travaux publics, et l'industrie de l'automobile).
- *L'intensité capitalistique* : un secteur à forte intensité capitalistique nécessite des dépenses d'investissements importantes comparativement à la valeur ajoutée créée. Ce facteur peut constituer un facteur positif, car l'intensité capitalistique peut être considérée comme une barrière à l'entrée.
- *La maîtrise de la technologie* : la maîtrise de la technologie est un facteur qui influence positivement sur la qualité de crédit. En effet, cette maîtrise confère à

⁵⁵ M. Porter Choix stratégique et concurrence, Edition Economica 1982

Chapitre 3

l'entreprise un avantage compétitif par rapport aux concurrents. Notant toutefois qu'une technologie dépassée par une innovation technologique, est un facteur qui influe négativement sur la notation. (c'est le cas du secteur informatique).

Le tableau 11 présente les caractéristiques et les facteurs de risque de certaines industries. Ainsi nous pouvons lire que le secteur aéronautique est cyclique, hautement compétitif, avec une grande intensité capitalistique, un risque technologique et réglementaire modéré, et une grande dépendance énergétique. Cette grille d'analyse présentée par S&P est un moyen d'identifier les caractéristiques d'un secteur donné, et les risque pouvant affecter la solvabilité d'une entreprise appartenant à ce même secteur.

Tableau n°11 : Grille d'analyse du risque industriel pour certains secteurs d'activité.

Facteurs de risques Industries	cyclicité	Compétition et concurrence	Intensité capitalistique	Risque technologique	Risque réglementaire	Dépendance énergétique
Aéronautique (US)	H	H	H	M	M	H
Automobile	H	H	H	M	M	H
Fournisseurs pour le secteur auto*	H	H	M	H	L	H/M
Haute Technologie*	H	H	H	H	M/H	H
Exploitation minière*	H	H	H	L	M	L
Chimie*	H	H	H	L	M	H
Hôtel*	H	H	H	L	L	M
Secteur naval*	H	H	H	L	L	M
Telecom (Europe)	M	H	H	H	H	L

Source: Standard and poor's, corporate rating criteria, 2008, page 34.

H: hautement risqué (hight)

M: risque modéré (medium)

L: faible risque (Low)

*secteur global.

1-3- Le positionnement concurrentiel :

L'étude de la situation concurrentielle se fera sur l'ensemble du secteur et sur le positionnement de l'entreprise concernée.

- *Situation concurrentielle* : il s'agit ici de l'étude de la taille du marché de l'entreprise, de déterminer sa nature (régional, mondial, international) mais surtout d'analyser la situation de la concurrence (le degré de concentration du marché), identifier les nouveaux entrants potentiels
- *Positionnement de l'entreprise* : l'étude se fait à travers les critères suivants : la taille de l'entreprise et part de marché : il est important de déterminer si l'entreprise notée se situe parmi les leaders du marché. Une telle position constitue un avantage stratégique et par conséquent contribue à l'appréciation de son risque de crédit.
- *L'avantage comparatif* : une entreprise ayant un avantage comparatif à plus de chance de maintenir sa position concurrentiel. La pérennité de cet avantage joue en faveur du risque de crédit de l'entreprise.
- *SWOT : strengths, weaknesses, opportunities, and threats* il s'agit ici d'étudier le potentiel de l'entreprise, ces opportunités et les menaces auxquelles elle fait face. Cette étude permet à l'agence d'apprécier les forces et les faiblesses de l'entreprise.

1-4- L'analyse de la stratégie et du management :

Il s'agit d'une part d'évaluer la stratégie suivie par l'entreprise, et juger de sa cohérence par rapport aux capacités financières de l'entreprise, et sa capacité à mettre en œuvre la stratégie d'ensemble. D'autre part, l'agence évalue la crédibilité de l'équipe dirigeante, et la qualité du management.

- *Evaluation de la stratégie* : l'analyse de la stratégie peut se faire selon deux paramètres, la diversification des activités, qui permet de réduire le risque à l'exposition à un seul secteur et l'intégration verticale, qui présente l'avantage

de réduire les coûts de production et d'améliorer la coordination entre les activités. Le modèle de M. Porter présente ce qu'il appelle les stratégies génériques, qui sont : la stratégie de domination par les coûts, stratégie de différenciation, stratégie de niche, et stratégie d'internationalisation. Dans chacune de ces stratégies l'agence de notation identifie les risques qui peuvent avoir un impact sur la situation financière de l'entreprise. Deux autres paramètres sont considérés comme importants pour les agences, la croissance interne ou la croissance externe. En effet, une entreprise qui a une vision de croissance peut être considérée comme un avantage, mais elle peut aussi être perçue d'une manière négative, car une stratégie de croissance est généralement financée par les emprunts.

- *Evaluation de la qualité du management* : afin d'apprécier l'équipe dirigeante d'une entreprise, les agences de notation utilisent les critères suivants : les réalisations passées des dirigeants, l'écart entre les engagements et les réalisations, le style du management, c'est-à-dire l'attitude du manager prudent, offensif, aimant prendre des risques. Généralement, les agences préfèrent ceux qui ont une attitude plutôt prudente. Soulignant toutefois qu'il est extrêmement difficile de mener une telle évaluation.

2- Le risque financier :

Selon la figure 1, le second risque analysé par les agences de notation pour établir le corporate rating est le risque financier. L'analyse de ce risque se fait grâce à l'analyse des données comptables et financières inscrites dans les business plans confidentiels fournis par l'entreprise notée. Deux paramètres sont pris en compte dans l'analyse du risque financier : la capacité à gérer les flux financiers, et la flexibilité financière de l'entreprise.

2-1- La capacité à gérer les flux financiers :

L'étude se fait par l'analyse de la politique financière de l'entreprise, l'analyse des cinq derniers exercices et de manière prospective par l'étude des trois exercices à venir. Les agences souhaitent déterminer si l'entreprise se fixe des objectifs internes tels que les niveaux absolus et relatifs d'endettement, le taux de retour sur investissement, la croissance des résultats ou le taux de distribution de dividendes. En outre, elles analyseraient les conditions précises de financement des opérations futures présentées dans le business plan. En plus, les agences de notation procèdent à l'analyse de la structure financière de l'entreprise, qui consiste à étudier l'importance de la dette à long et court terme par rapport aux fonds propres et à la capacité d'autofinancement. Les ratios utilisés d'une manière récurrente sont le taux de couverture des frais financiers par le résultat, le taux de couverture par la capacité de financement CAF, dettes par rapport aux fonds. Les ratios utilisés seront présentés ultérieurement.

2-2- La flexibilité financière :

La flexibilité financière de l'entreprise peut se définir comme la capacité de l'entreprise à faire face à ses besoins financiers sous différentes conjonctures. En effet, les agences mesurent la capacité d'une entreprise à maintenir globalement sa situation financière, y compris dans le cas d'un environnement économique défavorable qui pèserait sur les niveaux et la récurrence de ses volumes de ventes et de ses marges. Une entreprise bénéficierait ainsi d'une appréciation favorable de la part des agences si elle est faiblement endettée et dispose d'un potentiel de cessions d'actifs.⁵⁶ L'endettement est analysé relativement au cash flow généré par l'entreprise en mesurant le poids de l'ensemble des dettes le rapportant au cash flow d'exploitation. La flexibilité est aussi étudiée à court terme, ceci revient à la liquidité de l'entreprise, c'est-à-dire sa capacité à faire face aux engagements à court terme.

⁵⁶ François Lantin, Impact de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009, page 39.

2-3- Les ratios financiers utilisés par les agences :

Le sous-cris impose aux agences de notation de communiquer les ratios clés utilisés pour l'analyse du risque de défaut. Les trois grandes agences mettent en ligne (sur leurs sites officiels respectifs) l'ensemble des ratios financiers par types des entités. En voici les principaux :

Tableau n°12 : Ratios clés de Moody's pour les corporate

Ratios	Formule
Couverture des frais financiers (%)	$EBITDA / \text{intérêt}$
Autofinancement / Endettement (%)	$(CAF - \text{Dividendes}) / \text{dettes totales} \times 100$
Marge d'exploitation (%)	$EBITDA / CA \times 100$
Rentabilité des ventes (%)	$\text{Résultat net} / CA \times 100$
Rentabilité du capital (%)	$(\text{Résultat courant avant impôts et intérêts}) / \text{capitalisation}$
Gearing	$(\text{Dettes totales brute} - \text{trésorerie}) / \text{capitaux propres (CP)}$
Actions préférentielles / CP (%)	$\text{Actions préférentielles en valeur liquidative} / CP \times 100$
Actions ordinaires / CP (%)	$(\text{Actions ordinaires} - \text{actions préférentielles}) / CP \times 100$
Capitalisation totale (€)	$\text{Dettes totales} + \text{impôts différés} + \text{IM} + \text{crédits impôts} + \text{actions}$
Dettes totales / capitalis. Boursière (%)	$\text{Dettes totales} / (\text{actions ordinaires} \times \text{cours action}) \times 100$

Source: Rating corporate methodology, Moody's report September 2006 Page 7.

EBITDA: *Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization* égale à l'excédant brut d'exploitation – autres produits et charges.

CAF: Capacité d'auto financement.

CA: Chiffre d'affaire

IM : intérêt minoritaire

CP : capitaux propres.

Chapitre 3

A travers le tableau précédent nous pouvons conclure que l'agence Moody's adopte des ratios de performance financière, en s'appuyant sur la rentabilité, le poids de la dette par rapport au capitaux propre, l'importance de la capitalisation ainsi que le taux de couverture de la dette par la capacité de financement.

Tableau n°13 : ratios clés de Fitch pour les corporate

Ratio	Formule
Variation du chiffre d'affaires (CA) (%)	$((CA_n - CA_{n-1}) / CA_{n-1}) \times 100$
Taux de valeur ajoutée (VA) (%)	$(VA / CA) \times 100$
Poids de la main d'œuvre (%)	$(\text{Charges de personnel} / CA) \times 100$
Rentabilité des capitaux investis (%)	$(EBITDA / (\text{immobilisations brutes} + \text{BFR})) \times 100$
Marge nette (%)	$(\text{Résultat net} / CA) \times 100$
Cash-flows d'exploitation (CFE) (€)	$EBITDA + \text{Variation BFRE} + \text{décalages de trésorerie}$
Cash-flows d'exploitation (CFE) net (€)	$CFE - \text{charges financières nettes} - \text{IS} - \text{dividendes}$
Investissements / dot. amort. (%)	$(\text{Investissements} / \text{dotation amortissement}) \times 100$
Cash-flows d'exploitation (CFE) / Investissements (%)	$(CFE / \text{investissements industriels}) \times 100$
Endettement net / EBITDA (%)	$(\text{Dette brute} - \text{trésorerie} / EBITDA) \times 100$
Endettement net / CAF (%)	$(\text{Dette nette} / (\text{résultat net} + \text{dot. amort. prov.})) \times 100$

Source : François Lantin, Impact de la notation financière sur le pris des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009, P36.

VA : Valeur ajoutée

BFR(E) : Besoin en fonds de roulement (d'exploitation)

CFE : Cash-flows d'exploitation

EBITDA : Excédent brut d'exploitation (EBE) - autres produits et charges

IS : Impôt sur les sociétés

Dot.amort. : Dotation aux amortissements

CAF : Capacité d'autofinancement

Dot.amort. prov. : Dotation aux amortissements et aux provisions

Nous présenterons maintenant les ratios utilisés par Fitch qui sont légèrement différent de Moody's, voir le tableau 13.

L'agence Fitch se démarque essentiellement par ses ratios de performance opérationnelle qui utilisent les *cash-flows* d'exploitation (CFE) et par ses ratios de renouvellement de l'outil productif. Ils intègrent effectivement le niveau d'investissement par rapport aux dotations aux amortissements et par rapport aux CFE.⁵⁷

Il faut toutefois préciser que le risque financier n'est pas une donnée simple qui peut se mesurer avec un nombre réduit de ratios. Les raisons pour lesquelles une entreprise fait défaut sont multiples et variées : un environnement économique défavorable, des prix de revient trop élevés, une perte de clientèle, un endettement trop lourd et coûteux ou encore une stratégie et une gestion hasardeuse, (François Lantin 2009).

3- Méthode d'utilisation des ratios :

Le tableau suivant nous donne un aperçu sur la méthode d'utilisation des ratios. Il nous renseigne sur les notes attribuées par Moody's aux entreprises appartenant à l'un des deux secteurs. Le risque le plus faible pour le secteur du tabac possède un ratio très élevé qui est de 40% ceci signifie qu'une entreprise ayant un ratio flux de trésorerie disponible⁵⁸ / dettes nettes supérieures à 40% sera notée Aaa. Le ratio est plus élevé que celui du secteur de télécommunication qui présente un ratio de 25%.

⁵⁷ François Lantin Impact de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009, P36.

⁵⁸ Free cash flow

Tableau n°14 : ratio de CFL/D% utilisé par Moody's pour deux industries

Flux de trésorerie disponible/ dettes nettes%*			
Industrie de télécommunication			
	Aaa	Baa	B
2007	sup 25%	10-15%	2-6%
2005	sup 25%	10-15%	0-5%
Industrie du tabac			
2007	sup 40%	10-15%	0-5%
2004	sup 40%	15%	0-10%

Source: Herwing Langohr, *Crédit rating agencies and their credit rating*, Edition Wiley, England 2008 page 169.

*Flux de trésorerie disponible (free cash flow) = cash flow d'exploitation +/- cash flow hors exploitation- les dividendes. FCF/D: mesure la capacité de remboursement de la dette par le cash flow dégagé.

Nous remarquons donc la modification du ratio d'une année à une autre. Ceci est une preuve que les ratios mesurant les risques différents d'une industrie à une autre et d'une année à une autre. Si nous prenons l'exemple de l'industrie du tabac, en 2007 pour avoir la note Baa il faut que le ratio soit entre 10% et 15%, alors qu'en 2004 la même note est attribuée aux entreprises enregistrant un ratio supérieur ou égal à 15%.

Standard and Poor's a développé une matrice qui combine les deux risques : le risque industriel, et le risque financier qu'elle appelle : *Business/ Financial risk matrix*. Elle illustre la relation pouvant exister entre les deux risques. La matrice est représentée dans le tableau 15.

Chapitre 3

Tableau n°15: Matrice du risque industriel/Financier de S&P.

Profil du risque financier						
Profil du risque industriel	Faible	Modeste	Intermédiaire	Important	Agressif	Spéculatif
Très favorable	AAA	AA	A	A-	BBB	-
Favorable	AA	A	A-	BBB	BB	BB-
Satisfaisant	A-	BBB+	BBB	BB+	BB-	B+
Raisnable	-	BBB-	BB+	BB	BB-	B
Faible	-	-	BB	BB-	B+	B-
Vulnérable	-	-	-	B+	B	CCC+

Source: European consumer and healthcare corporates, standard and Poor's, August 2011 P 39- 40

Les notations de cette matrice indiquent ce que l'agence S&P observe, mais ne signifient pas que ces notes sont définitives. Une analyse positive d'autres paramètres peut conduire à une meilleure note, inversement une appréciation négative d'autres facteurs peut mener à une note plus basse.

Les cases vides sont ainsi, car les combinaisons des deux types de risques sont rarement vérifiables sur le terrain ; et parfois les combinaisons sont contradictoires.

Tableau n°16: Ratios et risques financiers pour les corporates.

Ratio	FFO/Dettes nettes (%)	Dettes nettes/IBITDA (X)	Dettes nettes/capital (%)
Degré du risque financier			
Faible	Supérieur à 60	Moins de 1.5	Moins de 25%
Modeste	45-60	1.5-2	25-35
Intermédiaire	30-45	2-3	35-45
Signifiant	20-30	3-4	45-50
Agressif	12-20	4-5	50-60
Spéculatif	Moins de 12	Supérieur à 5	Supérieur à 60

Source: European consumer and healthcare corporates, standard and Poor's, August 2011, P 39-40

Chapitre 3

FFO : (*Funds From Operations*) = Résultat net + dépréciation, amortissements et impôts.

Afin de bien comprendre le fonctionnement de cette matrice regardons les deux tableaux 15 et 16 :

Supposons, qu'une entreprise a un profil du risque industriel est satisfaisant, et que le risque financier est intermédiaire, la note de cette entreprise sera dans ce cas BBB. Si nous observons de près le tableau 6, nous pourrions déduire, que le ratio de FFF/ dettes nettes de l'entreprise est compris entre 30 et 45%, ou bien les Dettes nettes sont 1.5 à 2 fois supérieures que l'IBITDA et le ratio dettes nettes /capital est entre 35 et 40%. La performance de ces ratios indique que le risque financier a un profil d'intermédiaire.

L'entreprise ainsi notée BBB, peut améliorer sa notation et atteindre la note A, si elle améliore sa performance, en diminuant ses dettes et en réalisant un ratio FFF/Dettes nettes supérieures à 60%, un ratio Dettes nettes /capital est entre 25- et 35%, et si les dettes nettes sont 1.5 X supérieures que l'IBITDA. Inversement l'entreprise verra sa note se détériorer si les performances de ses ratios se détériorent.

Notons toutefois, que la matrice ne prend en compte que des indicateurs, et facteurs locaux, et internes à l'entreprise. En effet, cette matrice a comme inconvénient de ne pas intégrer les facteurs externes, comme le risque de change, le risque de transfert des revenus... qui peuvent influencer la solvabilité d'une entreprise.

L'entreprise doit donc réaliser un juste équilibre entre le risque industriel et le risque financier pour obtenir les meilleures notes de crédit.

Nous terminerons notre analyse sur les déterminants de la notation corporate par la présentation d'un cas concret d'analyse du risque de crédit d'une entreprise par l'agence de notation Standard and Poor's.

4- Un cas d'analyse de corporate rating :

Le nom de l'entreprise qui va faire objet de notre analyse est : **Hugo Boss Group AG**

4-1- **Présentation de l'entreprise :**

Le secteur d'activité de l'entreprise concerne la consommation durable & habillement. D'après l'analyse menée par l'agence de notation Standard and Poor's le risque industriel est satisfaisant alors que le risque financier est intermédiaire. Le rapport ⁵⁹ nous donne certains indicateurs et détails sur l'entreprise : le revenu de l'entreprise est généré comme suit : Boss Black 68%, Boss Orange 15%, Hugo 9%, BossGreen 5%, Boss Selection 3%. L'entreprise détient 62% du marché en Europe, 22%, en Amérique, 13% en Asie pacifique, et 3% dans d'autres régions. Les Principaux actionnaires d'Hugo Boss sont Permira Holding 88%, Free float 11%, Hugo Boss AG 1%.

4-2- **Analyse du risque de crédit:**

Afin d'évaluer le risque de crédit de cette entreprise, S&P analyse les points forts et les points faibles, nous présenterons ici l'étude qui a été faite par l'agence et qui lui permet d'apprécier le risque de crédit. En d'autres termes nous essayerons de comprendre comment S&P est arrivé au résultat qui affirme que l'Hugo Boss possède un risque industriel satisfaisant et un risque financier intermédiaire.

Les points forts d'Hugo Boss Group AG sont les suivants :

- *Une bonne position concurrentielle* : Le marché de la mode et de luxe dans lequel l'entreprise Hugo Boss opère est estimé à 153 Milliards d'euros. L'Allemagne est son plus grand marché suivie de l'Angleterre, l'Italie et la France. Hugo Boss est l'un des leaders du marché sur ce segment et elle continue de croître. Hugo et Boss sont deux marques nées respectivement en 1970 1990, l'entreprise a pu se construire une image de marque solide. Les produits de Hugo Boss sont disponibles dans 110 pays, possédant 6100 points de ventes.

⁵⁹ European consumer and healthcare corporates, standard and Poor's, August 2011, P 24.

Chapitre 3

- *Une marque facilement reconnaissable* : L'entreprise est représentée dans le marché de la mode par deux marques Hugo et Boss. C'est deux marques sont appréciées par les clients et couvrent l'ensemble des segments du marché. Malgré une période de récession économique, on remarque que la stratégie de prix du groupe n'est pas affectée.

- *Stratégie de diversification efficace, et un marché large* : La diversification géographique donne à l'entreprise un réel avantage. En décembre 2010, 62% des revenus du groupe viennent de l'Europe, suivie de l'Amérique avec 22% des revenus, et 13% de l'Asie pacifique. Le groupe Hugo Boss possède une gamme de produit très diversifiée (habits pour hommes, femmes, enfants, accessoires, parfums....).

- *Performance opérationnelle* : La performance de l'entreprise est globalement bonne malgré qu'on s'attend à une baisse de la marge du à l'augmentation de la matière première.

- *Un risque financier intermédiaire* : Les indicateurs financiers du groupe restent très solides selon le tableau 17, le ratio EBITDA/ intérêt est égal à 17X, c'est-à-dire les services de la dette du groupe peuvent être remboursés avec une rotation de 17x l'EBITDA, le ratio FFO/dettes nettes est de 54%. La liquidité de l'entreprise est adéquate, S&P suppose que le groupe dégagera du cash flow plus important dans les prochaines années.

En parallèle, S&P étudie les points faibles du groupe et ressort avec les conclusions suivantes :

- *Une très grande concurrence* : L'industrie est très concentrée, une grande concurrence y règne, elle est hautement fragmenté, et se caractérise par l'importance des dépenses de communication et de politiques de promotion. Le secteur d'activité est très cyclique dans le sens où la croissance du secteur est drainée par les conditions économiques et les dépenses des consommateurs. Un autre risque spécifique à l'industrie est celui du *fashion risk* qui peut éventuellement avoir un impact négatif sur le cash flow.

Chapitre 3

- *Fragilisé par la conjoncture* : les segments de ce groupe est celui du luxe, par conséquent la vulnérabilité de l'entreprise dans une période de ralentissement économique, dépression ou récession est évidente. Le tableau nous montre clairement la baisse des revenus du groupe en 2009 de 7,4%.

Tableau n°17 : principaux indicateurs financiers d'Hugo Boss

Euro Millions	Dec 2010	Dec 2009	Dec 2008
Revenu	1.729	1.562	1.686
Revenu net	186	104	112
EBITDA	351	273	284
Funds from operation FFO	288	157	178
Dettes totale	533	522	629
Part des actionnaires	361	206	199
Actifs liquides	306	120	38
Total Actif	1.355	1.065	1.162
EBITDA/intérêts X	17.0	11.1	10.1
FFO/Dettes totales %	54	30	28
Retour en capital %	21	17	18
Dettes totales/capital %	60	72	76
Dettes totales /EBITDA %	1.5	1.9	2.2

Source: European consumer and healthcare corporates, standard and Poor's, August 2011 P 24.

D'après le tableau, la situation financière de l'entreprise est dans l'ensemble solide, représentant des indicateurs performants, mais nous remarquons que le groupe a connu une baisse de ces revenus, de l'EBITDA, et le retour en capital en 2009, l'explication réside dans la conjoncture économique mondiale, et la récession qui a touché l'Europe.

Si nous essayons de situer le groupe Hugo Boss dans la matrice de Standard and Poor's, (*Business/Financial risk matrix*) nous pourrions déduire que la note du groupe

est de **BBB**. En effet, le risque industriel étant satisfaisant, le risque financier étant intermédiaire, la note correspondant selon la matrice de S&P est de **BBB**. (Voir le tableau 15). Pour plus de précision voir l'annexe 4 qui reprend une analyse concrète d'une entreprise appartenant au secteur technologique YAHOO Inc. Cette étude est menée par S&P afin d'attribuer une note et d'orienter les investisseurs du grand public dans leurs décisions.

5- Influence des caractéristiques de l'entreprise sur la notation selon la littérature:

L'objectif de cette sous-section est de synthétiser les travaux qui montrent l'influence des caractéristiques de l'entreprise sur le niveau de la note. François Lantin⁶⁰, a réuni les travaux qui montrent les corrélations et régression de certaines variables avec la notation financière. Les travaux mettent en avant la capacité des ratios financiers à prédire les notes de crédit, en intégrant notamment la capacité à rembourser la dette.

Le tableau indique, le caractère significatif (sign) ou non significatif (NS) du coefficient de régression de la variable. Selon le tableau un consensus apparaît pour mettre en exergue le caractère significatif des variables de performance opérationnelle testées notamment par Paget-Blanc (2003).

⁶⁰ François Lantin, Impact de la notation financière sur le prix des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009 Page 40-45.

Chapitre 3

Tableau n°18: Principaux travaux sur les déterminants de rating corporate.

	La performance économique			
	Marge opér	EBITDA/CA	Résultat net /CA	Croissance du CA
Gray et al (2006)⁶¹	Significatif	-	-	-
Paget - Blanc (2003)⁶²	Significatif	Significatif	Significatif	Significatif
Paget - Blanc (2003)	BFR	Délai de règlement des débiteurs	Délai de règlement des créiteurs	Trésorerie
	Significatif	Non significatif	Non significatif	Non significatif
Niveau d'endettement et de capitaux propres				
	DLT/CP	Dettes/EBITDA	Dettes/FP	Dettes/Total actif
Paget - Blanc (2003)	Non sign	significatif	significatif	significatif
Gray et al (2006)	significatif	-	-	-
Purda (2007)	-	-	-	Significatif

⁶¹ Gray S., Mirkovic A., Ragunathan V. (2006), "The determinants of credit ratings: Australian evidence", *Australian Journal of Management*, Dec., Vol.31, n°2, p.333-354.

⁶² Paget-Blanc E. (2003), "Rating et probabilité de défaut des entreprises européennes : Détermination par un modèle de régression logistique ordonné", *Banque et Marchés*, Juil., n°65 page 34.

Chapitre 3

Tableau n°18 (suite1) :

Couverture des frais financiers			
	EBITDA/intérêt	Résultat opérationnel/ intérêt	
Paget - Blanc (2003)	Non significatif	-	
Gray et al (2006)	significatif	-	
Purda (2007)⁶³	-	significatif	
Rentabilité			
	Résultat/CA	Résultat net/total actif	
Paget - Blanc (2003)	Significatif	Significatif	
Purda (2005)	Significatif	Non Significatif	
Purda 2007	-	Significatif	
Taille de l'entreprise			
	Total actif	CA	Capitalisation boursière
Paget - Blanc (2003)	Significatif	Significatif	-
Purda (2007)	-	-	Significatif

Source : François Lantin, Impact de la notation financière sur le pris des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006.

Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009 PP 38-45.

⁶³ Purda L.D. (2007), "Stock market reaction to anticipated versus surprise rating changes", *The Journal of Financial research*, summer, Vol. 30, No.2, p.301-320.

Gray et *al.* (2006), la marge opérationnelle fait partie des quatre variables qui disposent du plus grand pouvoir prédictif. Paget-Blanc (2003) relève une corrélation significative seulement entre la note de crédit et le niveau global du BFR. En effet, les coefficients des délais de rotation, du délai de règlement de ses composantes et la trésorerie brute ne seraient pas statistiquement significatifs. Paget-Blanc (2003) et Gray et *al.* (2006) relèvent des coefficients négatifs et significatifs pour les ratios d'autonomie financière. Ce résultat validerait empiriquement le fait que les entreprises qui disposent notamment d'un faible levier financier obtiendraient les notes les plus fortes. De plus, les travaux de Purda (2007) montrent que les agences semblent accorder plus d'importance à la dette à long terme (DLT / ACTIF) qu'à celle à court terme.

Toutes les études, dont celle de Paget-Blanc (2003) en particulier, démontrent la forte corrélation des variables de taille (actif total, \ln (actif total), CA, capitaux propres et \ln (capitalisation boursière) aux notes de crédit.

Suite à cette présentation, les méthodologies et les études semblent s'accorder sur la prépondérance de cinq catégories de ratios financiers quantitatifs : les ratios d'autonomie financière, de couverture des frais financiers, de rentabilité, de taille et de risque.

Section 2: La notation des institutions financières.

Les institutions financières en général et les banques en particulier jouent un rôle important dans l'économie d'un pays. La demande de la notation de crédit des banques de la part des investisseurs est très importante, elle constitue par conséquent une part non négligeable du portefeuille des clients des agences de notation. La notation des institutions financières fait l'objet d'une méthodologie presque similaire à celle des entreprises industrielles et commerciales, mais les critères d'analyse restent différents suite aux caractéristiques spécifiques de l'activité bancaire. En outre, l'importance du secteur bancaire dans le circuit économique fait que, les

institutions financières sont constamment sous surveillance des Etats. En effet, les banques sont soumises à une réglementation très stricte. Dans cette section nous tenterons de comprendre la méthode de rating, et les déterminants de la notation des banques ou des institutions financières selon les agences de notation.

1- Activité particulière des banques et risques bancaires :

Les banques sont des intermédiaires financiers entre les agents à capacité de financement et les agents à besoins de financement. En d'autres termes, les banques collectent l'épargne et distribuent des prêts. Notant que les demandeurs de capitaux peuvent directement adresser leur demande de prêt directement sur les marchés financiers, mais le manque d'informations sur la situation financière des emprunteurs leur impose à faire appel à des banques, qui ont accès à des informations privilégiées, et bien estimer ainsi la rémunération du risque auquel ils peuvent fait face. On distingue généralement les banques commerciales, qui se limitent à la collecte et la distribution de l'épargne sous forme de prêt, et les banques d'investissement et d'affaire dont l'activité est beaucoup plus complexe. En effet, l'activité des banques d'affaires consiste à aider les entreprises à trouver des moyens financiers en vue de réaliser leur investissement en s'adressant aux marchés financiers. (Placer des titres émis par les entreprises, faire un courtage sur le marché secondaire des titres, gestion de portefeuille des particuliers)

1-1- Les risques bancaires :

Nous avons défini dans le chapitre précédent le risque de défaut comme l'incapacité d'une entité à faire face à ses engagements, les banques présentent des spécificités puisque le risque de défaut pour une banque n'est pas fortement lié à la capacité d'honorer les dettes obligataires. En effet, un nombre important de banques font faillites sans pour autant avoir de dettes obligataires.

Les banques font face à deux risques importants : le risque de liquidité et le risque de solvabilité.

- Le risque de liquidité :

Survient lorsque les ressources sont insuffisantes, ce qui peut mettre la banque dans une situation critique, comme l'incapacité à rembourser les clients, paralysie du système interbancaire, le marché où les banques se prêtent entre elles. Une banque a la possibilité de palier cette difficulté si elle possède un niveau élevé de fonds propres. Le risque de liquidité survient lorsqu'il y a une crise de confiance sur les marchés (les banques ne se prêtent plus entre elles). Cette perte de confiance se traduit par une augmentation du coût de l'emprunt pour la banque. Le danger survient lorsqu'il y a un retrait massif des dépôts de la part des clients.

- Le risque de solvabilité :

Les règles prudentielles dictent le niveau des fonds propres que toute banque doit avoir. Une banque est dite insolvable si elle ne respecte pas les règles et enregistre un niveau de fonds propres inférieur au niveau imposé. Une situation d'insolvabilité peut survenir dans le cas de la perte d'un grand client ou des pertes conséquentes sur les marchés financiers, comme une chute brutale des actions de la banque.

Le risque de liquidité et le risque de solvabilité sont extrêmement liés, en effet, le manque de liquidité peut engendrer un manque de fonds propres. Les banques se retrouvent face à d'autres types de risques.

-Le risque de crédit :

Ce risque provient du portefeuille de prêts, de garanties ou de détériorations des titres de participations. Il se matérialise dans une situation de retard de paiement, faillites, dégradations financière des participations, défaut de paiement d'une contrepartie sur le marché intermédiaire.

-Le risque de marché :

Les banques d'affaires sont celles qui plus sont plus susceptibles d'être exposées à ce genre de risque. Ce risque est lié aux variations des prix des instruments échangés sur les marchés financiers. Il s'agit des risques de variation des taux d'intérêts, des actions, des obligations. En outre, elles sont aussi exposées au risque de change.

-Le risque opérationnel :

Les banques sont exposées à l'éventualité d'une défaillance de leurs ressources techniques et humaines. Ce risque est très difficile à prévoir, contrairement aux risques précédant.

2- Règlements prudentielles et rating :

Les banques sont soumises à des règles prudentielles imposées par les accords du Bâle 1 et Bâle 2 et récemment Bâle 3. L'objectif principal de ces accords est d'éviter les crises systémiques. En effet, les autorités des pays appliquent aux banques une surveillance étroite, dite surveillance prudentielle. Elle s'exerce à travers un corpus de règles prudentielles, destinées à assurer les pertes potentielles liées aux risques que prennent les banques qui peuvent être couvertes par leurs fonds propres.

Le tableau 19 montre les exigences en fonds propres pour les banques, entreprise, et les Etat.

Il faut savoir que la réglementation prudentielle de Bâle II est basée sur le système de notation. L'exigence en fonds propres des banques dépend du *rating*. Pour une obligation souveraine notée AAA, l'exigence en fonds propres est nulle, alors que pour une obligation notée BB+, comme dans le cas de la Grèce en 2011, elle augmente à 100 %, soit 8 % de fonds propres⁶⁴. Plus nous descendons de l'échelle de notation plus les exigences en fonds propres augmentent.

⁶⁴ Ratio cooke.

Chapitre 3

Après la crise de 2007, le système de rating et règles prudentielles ont montré leurs limites. En effet les accords de Bâle 1 et 2, qui ont sensé prévenir la faillite de grandes banques comme Lehman Brothers, Washington Mutual Bank.....ont échoués dans leur mission.

Tableau n°19 : Exigences en fonds propres pour les banques selon le Bâle 1 et 2

Pondération des risques de crédit									
	Bâle 2 (approche standard)							Bâle 1	
	AAA à AA-	A+ à A-	BBB+ à BBB-	BB+ à BB-	B+ à B-	<B-	Non notée	OCDE	Non OCDE
Entreprise	20 %	50 %	100 %	100 %	150 %	150 %	100 %	100 %	100 %
Banques*	20 %	20 à 50 %	20 à 100 %	50 à 100 %	50 à 100 %	150 %	20 à 100 %	20 %	20 à 100 %
Etats, collectivités territoriales	0 %	20 %	50 %	100 %	100 %	150 %	100 %	0 %	100 %

*Dans le cas des banques, la fourchette que nous donnons recouvre plusieurs options selon qu'on retient le rating de la banque elle-même ou celui de l'Etat où la banque a été agréée, et selon l'échéance.

Source : Documentation Française

La crise financière a montré un double échec des agences de notation. D'une part, elles ont surestimé la capacité des banques à surmonter leurs difficultés financières, et d'autres pour avoir noté comme solvable des actifs risqués, faute aux conflits d'intérêts qui est au cœur de ces agences⁶⁵. Le dimanche 12 septembre 2010, le Comité de Bâle a voté « Les accords de Bâle III ». Ces accords, portant sur la réglementation bancaire, ont pour objectif de s'assurer, qu'à l'avenir, les banques pourront absorber des pertes importantes et d'éviter des faillites telles que celle de Lehman Brothers. Cette réglementation est plus complète que la précédente et répond aux limites des accords de Bâle II. Le Bâle III introduit une nouvelle structure des fonds propres. Détaillons d'abord la structure des fonds propres sous l'accord de Bâle II. Les fonds propres sont divisés en deux « Tiers » :⁶⁶

⁶⁵ Ce point sera développé explicitement ultérieurement.

⁶⁶ Bouchat Caroline, le nouvel accord de Bâle répond-il correctement aux lacunes de sont prédécesseurs ? Mémoire pour l'obtention d'un master 1 en économie financière 2010-2011 P51.

Chapitre 3

- Tier 1 : il est composé de deux parties. Premièrement, le noyau dur (également appelé Common Equity Tier1) qui lui-même est composé des actions ordinaires et des bénéfices mis en réserve. Et l'autre partie, comprend d'autres instruments hybrides (actions préférentielles, obligations convertibles...).
- Tier 2 : les dettes subordonnées qui ont une capacité d'absorption de pertes beaucoup plus faible. Destiné à rembourser les créanciers en cas de faillite.

Selon les accords de Bâle II, le montant du capital doit être de 8% des actifs pondérés.

Ces 8% sont détaillés de la manière suivante :

- 4% pour le Tier 1 : dont 2% de noyau dur et 2% du capital entre le noyau dur et les dettes subordonnées
- 4% pour le Tier 2.

Le Bâle III fait passer le Tier 1 de 4% à 6%. Quant au Tier 2, il peut être de maximum 2% étant donné que le montant total des capitaux requis reste de 8%. A première vue, ce minimum de 8% pourrait laisser croire qu'il n'y a pas d'augmentation du capital. En réalité, il y a bien augmentation du capital requis par l'introduction de deux coussins (le coussin de conservation et le coussin contre-cyclique).

Le matelas de précaution est une nouveauté à part entière dans les accords de Bâle III. Ce matelas est composé d'actions ordinaires et vient s'ajouter au Common Equity. Celui-ci s'élève alors à 7% (4.5% de fonds propres en temps que tels et 2.5% de matelas de précaution).

Au vu des deux premières règles prudentielles (la définition des fonds propres et le matelas de précaution), nous pouvons dire que le Common Equity doit être de 4.5% en 2015 et que le matelas de précaution de 2.5% doit être mis en place pour 2019, ce qui portera le Common Equity Tier One (CET 1) à 7%.

Le nouvel accord prévoit également la mise en place de mesures contre-cycliques, ce qui est également une nouveauté dans les accords de Bâle III. Les banques vont devoir créer « coussin contre-cyclique » : ce coussin servira à fournir des liquidités à la banque en cas de grosses pertes, évitant ainsi de devoir lever tout de suite de nouveaux capitaux. Il est composé d'actions ordinaires et également d'autres formes de capital.

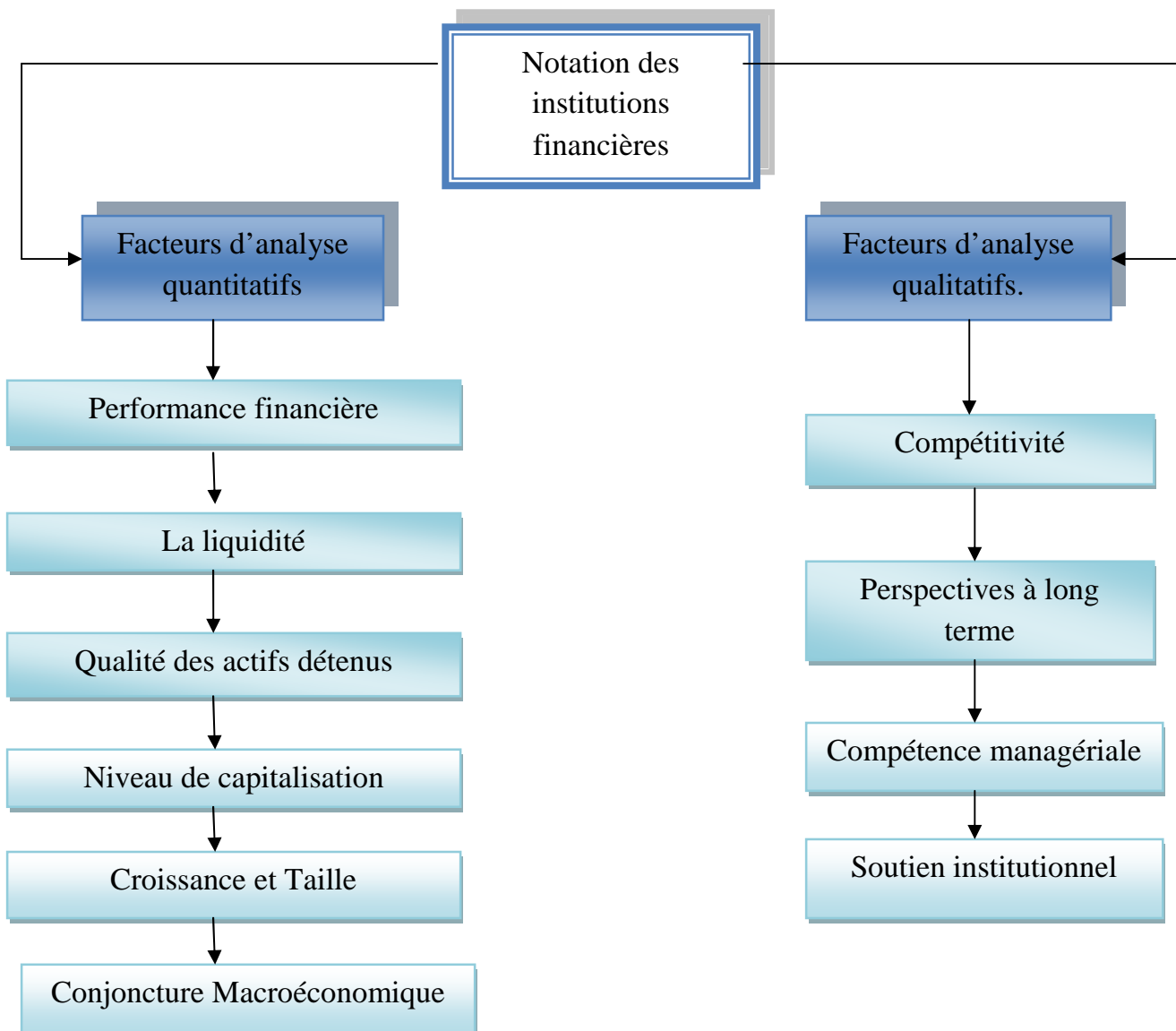
Ce matelas de précaution variera de 0% à 2.5% du total du bilan. Ce coussin contre-cyclique répond bien au problème de pro-cyclicité des Accords de Bâle II. En effet, lors d'un ralentissement économique ou d'une récession, les notations des contreparties se dégradent.

Il y a donc de plus en plus de risques de non remboursement, ce qui entraîne un risque de défaillance plus important. C'est ici que le coussin contre-cyclique des accords de Bâle III prend tout son sens. Avec la réglementation de Bâle II, les banques accorderont moins de crédits car ceux-ci sont de plus en plus risqués. Pour un montant de fonds propres donnés (montant qui correspond à 8% des actifs pondérés par les risques), si les crédits sont beaucoup plus risqués, les banques en octroieront moins. Cette diminution d'octroi de crédit ne permet pas à l'économie de se relancer, il y a donc bien pro cyclicité. Au contraire avec la nouvelle réglementation, le coussin constitue une mesure contre-cyclique : grâce à ce mécanisme, les crédits accordés par les banques en période de récession diminueront moins. En effet, l'augmentation du risque de défaillance n'oblige pas les banques à prendre des mesures de resserrement de crédit car elles peuvent puiser dans le coussin. De plus, les banques peuvent également y puiser pour absorber de grosses pertes sans devoir relever le montant des fonds propres. Les entreprises en particuliers peuvent donc toujours avoir accès au crédit et de cette manière relancer l'activité économique. Nous observons alors que l'introduction de ce coussin permet de résoudre le problème de pro cyclicité des Accords de Bâle II.

3- Méthodes d'analyse et de rating des institutions financières :

Les critères utilisés dans l'évaluation du risque de crédit des institutions financières sont scindés en deux catégories : les facteurs d'analyse quantitatifs, et les facteurs d'analyse qualitatifs. Notre analyse de cette évaluation repose principalement sur les rapports méthodologiques publiés par les agences de notation, Moody's, Fitch et S&P. Notre travail consiste à repérer les déterminants de la notation des institutions financières, les facteurs en communs pris en compte par ces agences. La figure7 présente une synthèse de ces différents facteurs d'analyse.

Figure n°7 : Critères d'analyse de la notation des institutions financières



Source : Adapté selon les différents rapports de Moody's, Fitch, et S&P.

3-1- Les facteurs d'analyse quantitatifs :

Cette analyse consiste principalement à étudier les principaux indicateurs et ratios financiers de la banque. D'après les travaux de Marc André Flageole⁶⁷, les agences de notation prennent en compte six principaux facteurs qui sont les suivants :

⁶⁷ Marc André Flageole : la notation des titres obligataires des institutions financières : une approche comparative des banques coopératives et commerciales, mémoire pour l'obtention du grade de maîtres des sciences, Ecole des hautes études commerciales et Université de Montréal, Janvier 2004, P 108

3-1-1 - La performance financière :

Les travaux de Kocagil et Conforte (2002), montrent l'importance des facteurs relatifs aux revenus et à la rentabilité financière dans le processus d'analyse des banques. Ces auteurs, illustrent que la capacité des institutions financières à dégager un bénéfice de leurs activités est un signe vital de la continuité des opérations dans une perspective à long terme. La banque est jugée performante si ces revenus couvrent non seulement les dépenses d'opération, les intérêts et pertes pour les créances douteuses, mais aussi couvrir le financement interne de la croissance. En plus une volatilité moins importante des entrées des fonds, permettrait aux banques d'avoir accès à des fonds sur les marchés financiers à des taux satisfaisants. L'évaluation se fait par le calcul des ratios de performance : ratio de rentabilité des fonds propres (Return On Equity-ROE), résultat net/Actif total, Résultat net /Fonds propres.....

3-1-2- Liquidité et accès au financement :

Les liquidités des banques doivent être suffisantes pour couvrir les sorties des flux monétaires à court terme. Ce facteur est primordial en période de ralentissement économique. En effet, un manque de liquidité peut provoquer une faillite soudaine et rapide d'une banque, dans des situations de crise. Les ratios fréquemment utilisés sont : actifs liquides / endettement, dépôt par rapport aux prêts, apports de fonds propres par rapport au actifs non liquides.

3-1-3- La qualité des actifs:

Les agences de notation cherchent à connaître la proportion des titres émis qui posent problème à la banque, soit par un remboursement nul ou partiel. La méthodologie consiste à faire une étude complète sur la diversification du portefeuille de prêts ; en effet la concentration du financement consenti dans un secteur économique et géographique peut augmenter d'une manière substantielle le risque de crédit subi par une institution financière, puisque les travaux menés jusque là montre qu'il existe une corrélation positive entre le défaut potentiel des emprunteurs d'une même industrie. Il faut souligner que le consentement de prêt de basse qualité et donc à haut risque est

intéressant dans la mesure où il peut conduire à des rendements supérieurs, dans ce cas les agences se penchent vers l'étude de la capacité des banques à assumer ces risques.

3-1-4 -Le niveau de capitalisation :

Une bonne capitalisation permet aux banques de réagir à des situations de crise, des pertes soudaines, et une diminution de la valeur de ces actifs. Le tableau 19 montre le niveau de capital exigé par la réglementation du Bâle 1 et 2, et les notations correspondantes. A cet égard les agences de notation observent en premier lieu les ratios relatifs au respect de Ses règles.

3-1-5- La croissance et la taille de la banque :

La croissance du passif d'une banque peut être un indicateur du degré de levier financier engagé par l'institution. L'augmentation du passif par le levier financier doit se faire d'une façon modérée. Un important effet de levier ne peut être un facteur positif que si l'équipe managériale possède les compétences nécessaires à la gestion des risques. La taille d'une banque est un autre indicateur important pris en compte par les agences. Ainsi il paraît que plus la taille d'une institution est grande plus elle a moins de chance de faire défaut (to big to fail), et dont elle a une probabilité élevée de rembourser ses engagements en temps voulu mais nous avons tous vu que cette réalité est de plus en plus contestée, puisque depuis 2007, un nombre important de banques ont fait faillite malgré leur grande taille. Néanmoins, les grandes banques, jouissent de l'aide contracté par les pouvoirs publics en cas de difficultés financières.

3-1-6-L'évolution macroéconomique :

L'évolution de l'environnement macroéconomique peut avoir un impact considérable sur l'industrie bancaire. En effet, le comportement des obligations bancaires est

Chapitre 3

caractérisé par des périodes de très bas taux de défaut lorsque l'économie se porte bien, mais le taux devient important en situation de dépression économique.

Tableau n°20 : principaux ratios utilisés pour déterminer la solvabilité des banques.

Fondamentaux financiers	Ratios %
Rentabilité	Résultat net/actif total Résultat net/fond propre Résultat net avant impôt et prévision /actifs pondérés
Liquidité	Actif liquides / dettes à court terme Ressources de marché-actifs liquides/total bilan
Efficacité opérationnelle	Charges totales hors intérêts/revenus totaux
Qualité des actifs	Encours douteux/encours brut Encours douteux / (capital social+provisions sur encours douteux)

Source : Norbert Gaillard, les agences de notation, Edition la découverte, Paris 2010, P 87

3-2- Les facteurs d'analyse qualitatifs :

L'étude quantitative menée par les agences de notation n'est pas complète et ne renferme qu'une partie quant à l'incertitude que subissent les créanciers. En effet, les ratios financiers et les données comptables renseignent sur la situation, performance passée de l'institution financière bien qu'ils puissent contribuer à la projection des rendements à venir, ils ne garantissent en rien la continuité des activités telle qu'elles sont observables. C'est pour ces raisons que les agences de notation sont particulièrement attentives aux facteurs d'ordres qualitatifs⁶⁸

⁶⁸ Marc André Flageole : la notation des titres obligataires des institutions financières : une approche comparative des banques coopératives et commerciales, mémoire pour l'obtention du grade de maîtres des sciences, Ecole des hautes études commerciales et Université de Montréal, Janvier 2004, P 110

3-2-1- La compétitivité :

Les agences de notations procèdent à la comparaison des rendements et des risques de l'institution financière concernée avec les performances de ces concurrentes.

3-2-2- Les perspectives à long terme :

L'information contenue dans la notation financière reflète principalement les perspectives à long terme sur les risques et les rendements d'une banque. L'analyse des agences met plutôt l'accent sur la manière dont les résultats et les stratégies actuelles contribuent aux développements futurs de l'établissement et sur les directions et orientations du secteur.

3-2-3- Les compétences managériales :

La qualité de la gestion des risques au sein d'un établissement bancaire et largement fonction des compétences de son équipe dirigeante. Les agences de notation essayent de comprendre l'attitude des managers face aux différents risques, porter un regard sur le portefeuille d'une banque, peut certainement donner aux agences une idée sur le degré d'agressivité face à l'octroi de crédit. Une grande proportion d'actifs de moindre qualité, peut être un signe de gestion active. D'autre part, le comportement des décideurs quant à la diversification géographique et secteurs des activités et aux acquisitions semble être un avantage.

3-2-4- Le soutien institutionnel :

Il mesure l'aide dont peut bénéficier une banque de la part d'un actionnaire de référence, d'une autorité publique, ou de l'Etat en cas de difficultés financières. Les banques évoluant dans un environnement interventionnistes sont susceptibles d'être mieux notées. Les banques bénéficiant d'une garantie explicite ou implicite de l'Etat ont généralement un rating identique à la note souveraine. Une participation majoritaire de l'Etat est un signe fort, mais les agences lui accordent un poids inférieur

à une garantie. La note sera dans ce cas inférieure d'un à deux crans de la note de l'Etat. Afin de mener une bonne étude les agences intègrent dans la note les mécanismes propres au système bancaire de chaque pays. La réglementation précise, en général, quel type d'intervention peuvent réaliser les autorités afin d'éviter une faillite, dans le but de protéger les épargnants.

4- Vers de nouvelles méthodes d'évaluation du risque de crédit des banques :

Après la crise financière de 2007 et la crise de la dette souveraine en Europe, les banques ont connu de très grandes difficultés, certaines d'entre elles sont même tombées en faillite. Les agences de notation se sont rendu compte de la fragilité de leur système d'évaluation. Par conséquent, elles ont pris l'initiative d'introduire de nouveaux paramètres dans leurs analyses comme Moody's, ou créer de nouvelles méthodes d'estimation comme c'est le cas de Standard and Poor's.

4-1- La nouvelle méthode de Moody's :

En 2007, à l'aube de la crise financière, Moody's introduit une nouvelle méthode de rating pour les banques, qu'elle appelle « joint default analysis » (JDA). L'agence a été motivée par les études qui montrent que la fréquence de défaut des banques est beaucoup plus importante que le taux de défaut des entreprises (*non bank corporates*), malgré que les deux entités possèdent une note identique.

La méthode JDA, analyse le soutien externe disponible pour les banques (comme les garanties consenties par l'Etat). En effet, l'agence Moody's s'est rendu compte de l'importance du facteur de soutien institutionnel qui devient de plus en plus prépondérant en situation de crise.

La méthode en question évalue d'une part, les avantages financiers de la banque (*bank financial strenght rating*), et d'autre par elle analyse les différents mécanismes de soutien à l'égard de la banque, comme la volonté, et la capacité de ces intervenants à aider ces banques en difficultés financières. Moody's offre une idée originale, en

rétorquant que le risque systémique est une variante intégrante de l'estimation de l'étendue du soutien accordé aux banques par les pouvoirs publics. En d'autres termes, l'agence intègre le risque systémique dans l'évaluation des aides accordées par les autorités et qu'une telle analyse peut forcément aider l'agence à identifier les risques d'ordre systémiques émanant des banques⁶⁹.

4-2- La nouvelle méthode de S&P :

En 2011, l'agence de notation S&P est la première à proposer une nouvelle méthode de notation des banques. Les analystes pensent que c'est la méthode la plus intéressante depuis 2007. L'étude et la révision des critères de rating sont toujours en cours puisque le travail sur la nouvelle méthode n'est pas encore achevé.

Le point attirant l'attention dans les propositions de Standard and Poor's, est l'introduction de la transparence dans la notation bancaire. Ce point est culminant, dans la mesure où la transparence permettrait à l'agence de gagner en crédibilité, et d'augmenter par conséquent ses marges bénéficiaires.

La nouvelle méthode de S&P s'appelle : *Banking Industry Country Risk Assessments* (BICRA). A travers cette méthode l'agence tente en premier lieu, d'évaluer l'industrie dans laquelle la banque opère, puis évalue le risque économique et financier du pays d'origine de la banque. En combinant les deux risques et les résultats obtenus elle forme une matrice qu'elle nomme BICRA. La matrice consiste en un indicateur de la future notation de la banque. Il faut tout de même signaler que cette méthode vient renforcer les facteurs d'analyse quantitatifs et qualitatifs précédemment cités.

Le tableau 21, présente les déterminants de la méthode BICRA. Nous pouvons remarquer que l'agence analyse deux types de risques : le risque économique de l'industrie bancaire ainsi que le risque industriel.

Le risque économique consiste en l'analyse et l'évaluation de la stabilité du pays d'origine de la banque, elle se porte sur la politique macroéconomique menée, les

⁶⁹ Frank Packer, Nikola Tarashev Rating methodologies for banks, BIS Quarterly Review, June 2011, Page 23.

Chapitre 3

dysfonctionnements de cette même économie ainsi que le risque de crédit, la capacité de l'Etat à faire face à des chocs externes, le niveau de croissance du PIB.

Tableau n°21 : Déterminants de la méthode BICRA

	Type de facteur	Déterminants
Risque économique (risque pays)	<i>Stabilité économique</i>	-Flexibilité de la politique macroéconomique -Risque politique -Structure et solidité économique
	<i>Déséquilibres économiques</i>	-Croissance du secteur privé bancaire -Pouvoir d'achat, inflation -Situation de la balance de paiement -L'endettement de l'Etat -Impact de la situation économique sur les banques
	<i>Risque de crédit dans l'économie</i>	- l'endettement du Secteur privé, et variation de la monnaie nationale. -Les réglementations
Risque industriel	<i>Mesures institutionnelles</i>	-Régulation bancaire et supervision -Gouvernance et transparence
	<i>Dynamique et compétitivité</i>	-Stabilité du secteur -Nature de la concurrence -Distorsion du marché
	<i>Natures des fonds propres</i>	-Dépôts des clients -Fonds externes -Rôle du gouvernement 'intervention'

Source: Banking Industry Country Risk Assessments Methodology and assumptions, standard and poor's rapport November 9, 2011. Page 5

L'analyse du risque industriel quant à lui consiste en l'évaluation de secteur bancaire, sa compétitivité, sa réglementation, ainsi que sa dynamique.

Une fois cette première analyse est faite, chaque facteur du tableau est échelonné selon une échelle allant de 1 (risque très faible) à 6 (risque extrêmement élevé). Chaque échelle est suivie d'un score (points) allant de 1 à 10 qui précise le degré de sévérité du risque. Comme le montre le tableau 22

Chapitre 3

Si on suppose que le facteur stabilité économique à un risque faible (*low risk*), le score correspondant sera alors de 2 points, si au contraire le risque est jugé trop élevé (*very high risk*) le score obtenu sera de 5 points. Cette opération se répétera pour tous les six facteurs du tableau 21.

Tableau n°22 : notation des facteurs de risque selon BICRA.

Relative risk description	Risk score	Points
<i>Very low risk</i>	1	1
<i>Low risk</i>	2	2
<i>Intermediate risk</i>	3	3
<i>High risk</i>	4	5
<i>Very high risk</i>	5	7
<i>Extremely high risk</i>	6	10

Source: Banking Industry Country Risk Assessments Methodology and assumptions, standard and poor's rapport November 9, 2011 Page 6.

Une fois l'ensemble des risques sont matérialisés en score, l'agence calcule le total des points cumulés, et fait correspondre le résultat à un nouvel échelonnement dont les scores sont entre 1 à 10. Comme le montre le tableau 23.

L'interprétation du tableau se fait comme suit: Si par exemple le total du risque industriel donne un score entre 7 et 8, le nouveau score dans ce cas sera 3, ceci signifie probablement, que le risque est faible. Si maintenant le risque économique marque un total de 12 alors le nouveau score correspondant selon le tableau 13 est de 5, nous déduisons que le risque économique de la banque est plus important que le risque industriel. Cette conclusion s'avère utile pour l'agence S&P dans l'évaluation et la fixation de la notation de la banque.

Tableau n°23: détermination du score final du risque économique et industriel.

<i>Point total for the three economic or industry risk factors</i>	<i>Economic risk or industry risk score</i>
3-4	1
5-6	2
7-8	3
9-10	4
11-12	5
13-14	6
15-17	7
18-20	8
21-23	9
24-30	10

Source: Banking Industry Country Risk Assessments Methodology and assumptions, standard and poor's rapport November 9, 2011 Page 7.

La dernière étape de l'évaluation selon Standard and Poor's, est la combinaison des deux risques : le risque économique et le risque industriel, en vu d'avoir une lecture plus complète de l'impact que pourraient avoir ces risques sur la solvabilité de la banque. Cette confrontation entre les deux risques donne naissance à *la matrice du risque économique/industriel* comme le montre bien le tableau 24.

La combinaison entre les deux risques donne l'interprétation suivante, si on suppose que le résultat du risque économique est de 5 et que le score obtenu pour le risque industriel est de 2, alors le score final de la banque est de 4 sur une échelle de 10 ; ce qui signifie que la banque est modérément performante et possède une bonne capacité à honorer ses engagements.

Cette méthode d'évaluation possède une valeur informationnelle inestimable pour l'agence de notation qui en rajoutant d'autres facteurs (précédemment cité), arrive à noter la banque en question et communiquer sa notation finale.

Tableau n°24 : matrice de risque économique/industriel.

Table 4 Determining A BICRA Group Using Economic Risk And Industry Risk Scores*										
Economic risk	Industry risk									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	1	1	2	3	3	4				
2	1	2	2	3	4	4	5			
3	2	2	3	3	4	5	5	6		
4	3	3	3	4	4	5	6	7	7	
5	3	4	4	4	5	5	6	7	8	9
6	4	4	5	5	5	6	7	7	8	9
7		5	5	6	6	7	7	8	8	9
8			6	7	7	7	8	8	9	10
9				7	8	8	8	9	9	10
10					9	9	9	10	10	10

*On a scale from 1 to 10, from lowest to highest risk.

Source: Banking Industry Country Risk Assessments Methodology and assumptions, Standard and Poor's rapport November 9, 2011 Page 7

La méthode BICRA est introduite par l'agence standard and Poor's très récemment, nous ne pouvons juger de son efficacité qu'après une période déterminée. Cette méthode intègre des variantes précédemment négligées (le risque pays et le risque industriel), mais avec les crises financières et les crises des dettes souveraines de ces dernières années, leur importance devient évidente et non discutable, et que par conséquent leur intégration dans le processus de notation est inéluctable.

Dans le souci d'apporter une analyse concrète nous avons repris un exemple concret d'une analyse d'une institution financière. Voir l'annexe 5, qui illustre une étude menée par S&P avant d'attribuer une note à la banque d'affaire américaine très réputée Morgan Stanley.

Section 3 : La notation du risque souverain.

Le risque souverain se définit comme le risque de défaut d'un Etat sur sa dette.⁷⁰ La notation du risque souverain est fréquemment confondu avec les deux concepts : risque pays et risque politique, par conséquent une distinction de ces trois notions très proches l'une de l'autres s'impose. La méthodologie de notation souveraine est différente de la notation *corporate* ou de celle des institutions financières. Pour les agences de notation, le terme souverain renvoie à la notation d'un pays, d'un gouvernement qui a « l'autorité suffisante pour imposer sa volonté dans la juridiction qu'il régit ». Cela est déterminant dans ce cas particulier de notation pour les créanciers, car ces derniers ont alors « un recours légal très limité au cas où le souverain serait incapable de garder sa dette à un niveau bas. »⁷¹. Par conséquent, la volonté de payer apparaît comme critère fondamental de décision pour les agences de notation. Dans cette section il sera question de comprendre la méthodologie de notation du risque souverain. Nous verrons le cadre d'analyse d'une entité publique, les déterminants et les critères d'évaluation du risque souverain.

1- Définition du risque souverain :

Walter Wriston affirme que le risque souverain est inexistant, en disant « *Countries don't go bankrupt* »⁷². Cette affirmation n'est plus valable aujourd'hui, car à travers l'histoire, plusieurs pays se sont retrouvés en situation de défaut de paiement (le Mexique, l'Argentine...).

Afin de mieux appréhender la notion du risque souverain, il convient tout d'abord de le distinguer de deux concepts voisins mais distincts que sont le « risque politique » et le « risque pays ».

⁷⁰ Eric Paget-Blanc la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation, Edition Dunod Paris 2007, page 34

⁷¹ Céline Begon, le rôle des agences de notation dans la crise de la dette européenne : pouvoir et insuffisance du rating souverain en zone euro, mémoire de recherche, 2011, page 26

⁷² Président de Citibank de 1967 à 1984.

1-1- Le risque pays :

Le risque pays est une notion à la fois plus large qui est utilisée principalement comme évaluation du risque associé à la conduite d'activités économiques dans un pays donné. Il est utilisé comme outil par les acteurs économiques étrangers dans leurs décisions commerciales ou d'investissement, et il fournit un point de référence aux agences de notation qui en déduisent un plafond pour la notation des entreprises situées dans le pays en question⁷³.

Clei (1998) le définit comme « *l'ensemble des paramètres –macroéconomiques, financiers, politiques et sociaux- qui peuvent contribuer à la formation d'un risque autre que strictement commercial lors d'une opération avec un pays émergent* ».

Boysson (1997) affirme « *le concept de risque pays est composite, il englobe l'ensemble des aléas qui peuvent affecter un commerçant, un banquier un investisseur industriel ou financier, dans le déroulement de leurs opérations dans un pays à risque. Les risques dont il est question sont liés à l'état du pays, indépendamment de la qualité du débiteur, du projet ou de l'opération. Ces risques se matérialisent traditionnellement sous deux formes distinctes : les risques de transfert, de paiement et de performance, auxquels on doit ajouter les risques de marché, en particulier celui de dévaluation violente et de risque souverain* »⁷⁴

Selon l'auteur cette définition mérite de souligner que le risque pays est multidimensionnel (composite ou mix), c'est important car cela pose un certain nombre de difficultés d'évaluation. Cette définition souligne aussi le fait que le risque est lié à l'état du pays et non à celui d'une entreprise ou d'un secteur. Toutefois un environnement macroéconomique particulièrement dégradé peut entraîner des entreprises saines, voire des secteurs entiers, dans la faillite.

⁷³ Céline Begon, le rôle des agences de notation dans la crise de la dette européenne : pouvoir et insuffisance du rating souverain en zone euro, mémoire de recherche, 2011, page 23.

⁷⁴ Christian Hurson, Evaluation du risque pays, Méthodes et cas d'application, Edition Economica, Paris 2006, page 19.

1-2- Le risque politique :

Selon Philippe Huberdeau (2012), le concept de risque politique, a été formalisé par les agences de crédit à l'export (Coface...) qui ont développé des instruments de couverture afin d'accompagner et de favoriser l'expansion des échanges internationaux après la seconde guerre mondiale. Le même auteur définit ce risque comme l'ensemble des facteurs pouvant affecter les intérêts économiques (contrats, actifs, personnels) d'une entreprise donnée dans un pays tiers au titre de l'évolution politique de ce pays. Dans les faits, les événements en cause peuvent aussi bien être des décisions politiques délibérées, comme par exemple la saisie d'actifs ou échapper à la volonté des autorités politiques en place (révolution, guerre).

Louis Habib-Deloncle définit le risque politique comme « *l'ensemble des événements ou décisions d'ordre politique ou administratif, nationales ou internationales, pouvant provoquer des pertes économiques, commerciales ou financières pour une entreprise titulaire de contrats d'importation, d'exportation, possédant des investissements à l'étranger ou employant du personnel expatrié* ». ⁷⁵

Cette définition nous affirme que le risque politique est le risque pouvant affecter les intérêts économiques, financiers ou commerciaux d'une entreprise exerçant dans un pays étrangers.

1-3- Le risque souverain :

Le risque souverain peut quant à lui se définir comme la probabilité qu'un Etat ayant émis un emprunt n'honore pas l'une des obligations contractées au titre de cet emprunt (en premier lieu le paiement régulier des intérêts ou le remboursement du principal à l'échéance) quelle qu'en soit la raison.

Selon Christian Hurson, « *le risque souverain est un risque spécial sur des prêts bancaires contractés ou garantis par un Etat (prêt souverain). C'est le risque que le gouvernement à un moment donné est incapable ou ne souhaite pas faire face à ses*

⁷⁵ Philippe Huberdeau, la dette souveraine est-elle assurable ? CHEA, 12 Janvier 2012, P11.

obligations ». Cette définition nous renseigne que le risque souverain mesure la probabilité qu'un Etat cesse de respecter ces engagements financiers vis-à-vis de ces créanciers (banques, institutions internationales, ou investisseurs privés/ publics), et tombe dans une situation de défaut de paiement. Un autre point est important à souligner est la distinction entre « la capacité de remboursement » et la « volonté de remboursement ». En effet certains événements peuvent sortir de la volonté d'un gouvernement à rembourser, par exemple les catastrophes naturelles de grande ampleur déstabilisant les finances publiques. Par contre certains événements relèvent de la volonté du gouvernement comme l'émission de nouvelles réglementations par exemple la suspension de la convertibilité de la devise et des transferts vers l'étranger.

Nous pouvons remarquer clairement que la notion du risque pays est beaucoup plus large, et englobe les deux autres risques. De ce fait, le risque-pays peut englober deux composantes principales : une composante «risque politique», résultant soit d'actes ou de mesures prises par les autorités publiques locales ou du pays d'origine, soit d'événements internes (émeutes) ou externes (guerre) ; une composante «risque économique et financier», qui recouvre aussi bien une dépréciation monétaire qu'une absence de devises se traduisant, par exemple, par un défaut de paiement. En plus comme précisé précédemment certains facteurs échappent à la volonté du pouvoir public alors que d'autres sont d'une politique et décisions délibérée. Cette notion « de la volonté ou non d'un Etat de pays » est particulièrement prise en compte par les agences de notation dans leur évaluation du risque souverain.

2- L'évolution historique du risque souverain :

D'après Philippe Huberdeau (2011)⁷⁶, et Norbert Gaillard (2010)⁷⁷, La perception du risque souverain par les prêteurs a considérablement évolué depuis la deuxième guerre

⁷⁶ Philippe Huberdeau, la dette souveraine est-elle assurable ? CHEA (Centre des Hautes Etudes Economique), 12 Janvier 2012, P14-15.

⁷⁷ Ibid.

mondiale. Selon ces auteurs on peut ainsi distinguer quatre phases principales depuis 1945 :

-Le risque souverain a dans une première phase été largement sous-estimé, notamment par les banques privées, au premier rang desquelles Citibank (d'où la phrase prononcée en 1979 par son Président Walter Wriston : « *Countries don't go bankrupt* ») qui a été particulièrement active dans les années 1970 dans le recyclage des pétrodollars pour le financement de la dette émise par les pays en voie de développement.

- Dans une deuxième période marquée notamment par la crise de la dette mexicaine de 1982, les prêteurs ont été amenés à revoir à la hausse leur perception du risque de défaut des pays en voie de développement. Les crises d'endettement bancaire du Mexique, du Brésil et de l'Argentine impliquant un nombre limité d'intervenants, l'essentiel des banques ont pu être mises à contribution sous la forme de refinancements et de rééchelonnements sur la base d'un programme élaboré par le FMI et dont les hypothèses économiques ont été soumises et avalisées par le secteur privé.

- Dans les années 1990, il apparut de plus en plus évident que les techniques utilisées pour rétablir les finances publiques et l'accès aux marchés internationaux des pays émergents n'étaient pas efficaces pour les pays les plus pauvres dont la dette était au demeurant principalement détenue par des créanciers publics réunis dans le Club de Paris. Une approche spécifique a donc été adoptée en 1996 à l'égard d'un groupe d'une quarantaine de Pays Pauvres Très Endettés (PPTE). Depuis lors une distinction claire est établie entre les PPTE dont le traitement de la dette relève essentiellement d'une logique d'aide au développement publique et les autres pays en voie de développement dont la gestion de la dette est guidée principalement par une logique économique dans le cadre des marchés internationaux.

- Une nouvelle période s'est ouverte en 2008 avec la crise dans les pays industrialisés. Auparavant, le risque de défaut d'un pays industrialisé était considéré comme virtuellement nul de sorte que les écarts entre les taux d'intérêts exigés des émetteurs souverains industrialisés reposaient avant tout sur des arbitrages effectués en

fonction des anticipations d'inflation et d'évolution des taux de change. Au sein de la zone euro, en l'absence de risque d'inflation et de change, les différentiels de taux étaient donc particulièrement faibles, l'écart résiduel étant essentiellement motivé par des considérations relatives à la liquidité des différents marchés de dette. De fait, depuis la seconde guerre mondiale, aucun pays industrialisé n'avait jusqu'alors fait défaut. La perception d'un défaut impossible de ces titres a été intégrée dans la réglementation prudentielle européenne qui n'exige aucun capital réglementaire de la part des banques et des assurances en regard de leur détention d'obligations de pays de l'Espace Economique Européen.

Ce paradigme a été fondamentalement remis en question à l'occasion de l'accentuation de la crise financière et de la fragilisation des systèmes bancaires de certains pays provoquée par la faillite de Lehman Brothers le 15 septembre 2008. La recapitalisation massive des banques qui s'en est suivie, ainsi que les plans de soutien à la croissance mis en place à partir de fin 2008 ont conduit à une augmentation rapide et importante de l'endettement des pays industrialisés amenant à poser la question de la soutenabilité de leur dette publique et à remettre en cause le dogme en vigueur depuis 1945 selon lequel un pays industrialisé ne peut pas faire défaut.

3- Méthode d'évaluation du risque souverain :

Le dernier rapport du FMI sur la stabilité financière mondiale, affirme que la notation de la dette souveraine relève d'une méthodologie bien spécifique qui fait plus largement appel à une appréciation qualitative et subjective du risque de crédit. En effet, nous pouvons constater que les notes souveraines sont le fruit de discussions entre analystes des agences de notation, et non uniquement d'une appréciation fondée sur des indicateurs de performances économiques. Ces analystes prennent en considération des critères qui relèvent du long terme, des considérations politiques notamment la volonté de payer mais qui restent à l'appréciation de ces derniers.

Le spécialiste des agences de notation Norbert Gaillard explique :

« Il faut bien comprendre qu'il n'y a pas de méthode quantitative en matière de notation souveraine. Il n'existe aucun modèle prédéterminé fondé sur un système de pondérations qui permettrait d'établir le rating d'un pays à partir de certaines variables, telles que la dette publique ou le déficit budgétaire. C'est avant tout l'opinion des différents analystes de l'agence qui prime, plus qu'un modèle mathématique ou économétrique. Ceux-ci se réunissent régulièrement en comité de notation afin de débattre de la solvabilité d'un Etat et de déterminer son rating. Chaque analyste expose son point de vue. (...) A l'issue de ce comité, il est procédé à un vote, chaque analyste ayant une voix. Le résultat du vote conduit alors à une augmentation, un abaissement ou une confirmation du rating du pays. C'est une approche qualitative, humaine, qui repose sur l'expertise et la conviction des analystes »⁷⁸

Selon Philippe Huberdeau,⁷⁹ l'évaluation du risque de défaut d'un Etat se distingue fondamentalement de celle du risque de défaut d'un emprunteur privé. Les Etats étant par définition souverains, il n'existe pas dans l'ordre international d'instance pouvant contraindre un Etat à rembourser ses créanciers ou a fortiori pouvant procéder à la mise en liquidation d'un Etat défaillant. Au-delà de la « capacité de payer », la « volonté de payer » occupe donc une place importante dans l'évaluation du risque souverain.

En complément des données essentielles que sont le niveau d'endettement public et le déficit du budget, la « **capacité de payer** » est en général évaluée en se référant principalement à des paramètres **quantitatifs** relatifs à la performance macro-économiques du pays (croissance du PIB, balance des paiements courants), à la politique budgétaire et fiscale (dépenses publiques, prélèvements obligatoires) ou

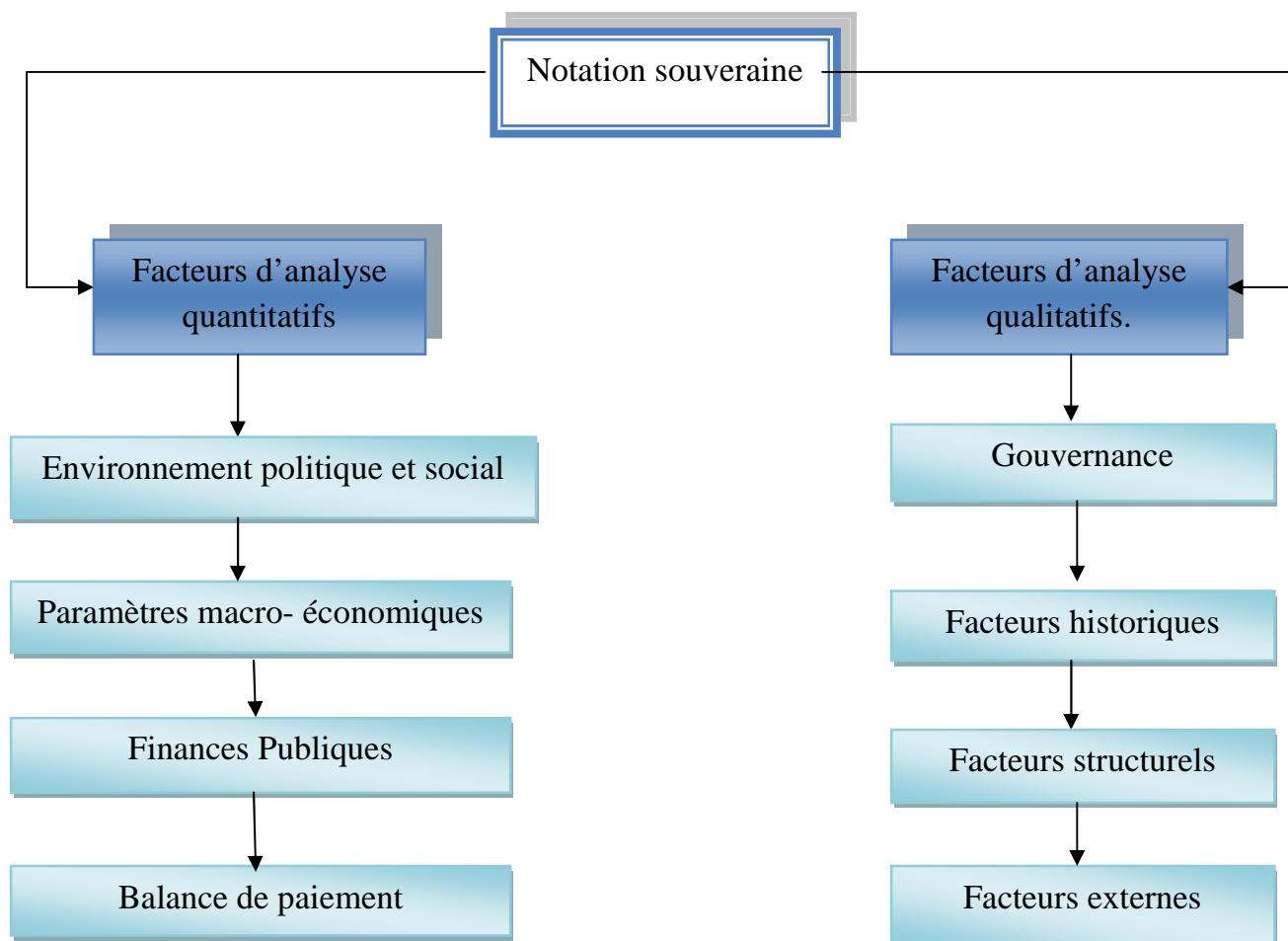
⁷⁸ Interview de Norbert Gaillard, Les Echos, <http://www.lesechos.fr/entreprises-secteurs/financemarches/interview/020534908048-les-agences-de-notation-ont-cru-a-tort-que-l-appartenance-a-la-zone-eurorenforcerait-la-solvabilite-d-un-etat-175295.php> consulté le 12/05/2012.

⁷⁹ Philippe Huberdeau, la dette souveraine est-elle assurable ? CHEA, 12 Janvier 2012, P16.

encore à la situation de la balance des paiements (part de la charge des intérêts dans la balance des comptes courants, dépendance vis-à-vis des exportations de matières premières).

La « **volonté de payer** » est quand à elle appréhendée au travers de paramètres **qualitatifs** tels que l'efficacité et la stabilité des institutions et des politiques publiques, ou encore la transparence et la fiabilité des statistiques nationales et des structures administratives. La régularité avec laquelle un Etat a honoré ses échéances dans le passé ainsi que le statut de sa monnaie dans le système monétaire international constituent en outre des éléments importants de l'évaluation qualitative du crédit de cet Etat.

Figure n°9 : Critères d'analyse de la notation souveraine



Source : Adapté d'après les travaux de Philippe Huberdeau et Eric Paget-Blanc.

La figure 9 illustre les principaux paramètres d'analyses observés par les agences de notation afin d'évaluer le risque souverain. Comme précisé précédemment, les auteurs (Eric Paget-Blanc (2007), Philippe Huberdeau (2012)) distinguent deux sortes de critères ou facteurs : facteurs qui sont dit quantitatifs se basant sur des statistiques concrètes et une évaluation à caractère économique et financière, et des facteurs qualitatifs se basant sur des constatations, des projections à long terme et des études de l'influence des facteurs externes sur la solvabilité d'un Etat.

3-1- Facteurs d'analyse quantitatifs :

Les auteurs cités précédemment s'accordent sur les principaux facteurs quantitatifs qui sont d'ordre de quatre :

3-1-1- *Environnement politique et social :*

Ici il s'agit de mesurer les opportunités et les risques liés à l'environnement politique et social du pays. Le but est de détecter les facteurs susceptibles d'entraîner un refus de payer la dette extérieure, ainsi que d'identifier les contraintes d'ordre politiques et sociales auxquelles est confronté l'Etat. L'analyse se porte sur la structure sociale qui renvoie à son tour à l'étude de la démographie et la culture (répartition des âges, poids de population urbaine, existence de minorité culturelles ou ethniques) ; niveau de répartition des richesses (revenu par habitant, concentration de richesses, qualité des infrastructures) ; fonctionnement du marché du travail (taux de chômage, niveau des revenus et des prélèvements sociaux, rigidité du marché de travail).

L'analyse politique quant à elle doit permettre d'évaluer la stabilité du régime en place et d'anticiper si les évolutions futures sont susceptibles de modifier les structures de l'économie.

3-1-2-Paramètres macro-économiques :

L'analyse macroéconomique consiste en l'étude de la performance économique notamment l'étude de la croissance économique, identification des moteurs de la croissance réelle, évolution du PIB, et l'évaluation de la demande selon ses différents agrégats : consommation de l'Etat, taux d'épargne et d'investissement, inflation, compétitivité....L'étude se portera aussi sur les forces et les faiblesses de l'économie, en s'appuyant sur des données quantitatives sur la répartition du PIB par secteur d'activité, la répartition des importations et exportations ; la capacité productive du pays, disponibilité des ressources naturelles, niveau de qualification et de la spécialisation de la main d'œuvre, et flexibilité du marché du travail. Les agences de notation insistent aussi sur la cohérence de la politique économique entreprise et mise en œuvre par les pouvoirs publics, et l'impact qu'elle pourrait avoir à long et moyen terme.

3-1-3-Les finances publiques :

L'objectif ici est d'apporter une étude sur la capacité de l'Etat à générer des flux financiers afin d'assurer le remboursement de sa dette. L'agence analyse les comptes financiers de l'Etat. Les paramètres de l'étude sont le volume et le poids de la dette, le budget de l'Etat, les recettes et les dépenses, le solde budgétaire, le besoin en financement, dette publique en devise étrangère.

3-1-4-La balance des paiements :

La balance de paiement est un outil présentant l'avantage de fournir des informations utiles sur la situation financière d'un Etat. En effet, les agences de notation peuvent apprécier grâce à cet outil, l'importance des investissements directs étrangers, part de la dette extérieure, part de la charge (intérêts) de la dette, volume des réserves officielles de change, la balance des comptes courants, et le solde commercial.

3-2- Les facteurs d'analyse qualitatifs

Les facteurs d'analyse qualitatifs aident les agences de notation à appréhender la volonté de remboursement de l'Etat. Ces facteurs sont en général d'ordre de quatre, qui sont les suivants :

3-2-1- *La gouvernance :*

L'analyse de la gouvernance et de l'environnement politique doit permettre d'évaluer la stabilité du régime en place, le degré de démocratie, Etat de droit, l'efficacité des pouvoirs publics sur le plan économique, le contrôle de la corruption, et fiabilité des comptes publics et des statistiques, régularité des élections, crédibilité et popularité de l'opposition.

3-2-2- *Facteurs historiques :*

Ici il s'agit principalement d'étudier l'historique de paiement de l'Etat, c'est-à-dire si un Etat a au moins fait défaut une fois. Etudier les causes de ce défaut, et si les conditions sont toujours réunies pour un nouveau défaut, ou bien les conditions se sont améliorées avec le temps.

3-2-3- *Facteurs structurels :*

Les facteurs structurels renvoient à la nature des institutions notamment financières, et leur degré d'indépendance, ici il est question d'étudier le marché financier domestique, le statut de la monnaie de réserve, le montant des réserves de change, le régime de change appliqué, et l'indépendance de la banque centrale.

3-2-4-Facteurs externes :

Sont tous les facteurs politiques ou naturels qui peuvent avoir de l'influence sur la solvabilité d'un Etat, comme le risque de conflit armé, soutien d'une organisation internationale, ingérence extérieur, exposition aux catastrophes naturelles.

3-2-5 -La soutenabilité de l'Etat :

Une première distinction doit être faite entre les Etats et les autres agences économiques, en ce qui concerne la gestion de leur dette. En effet, de par leur souveraineté, les Etats ont théoriquement une durée de vie présumée illimitée puisque l'Etat, en tant que personne morale, survit aux différents gouvernements. En tant que tel, il n'est pas tenu de rembourser sa dette mais de la rendre soutenable. Autrement dit, la notion de solvabilité ne peut théoriquement s'appliquer à un Etat souverain, car la pratique montre qu'il est illusoire d'attendre que ce dernier génère des *cash flows* suffisants dans le futur pour rembourser ses émissions d'obligations actuelles. Les analystes ont ainsi développé un concept plus dynamique à travers la notion de soutenabilité du déficit et de la dette. Il ne s'agit donc plus de l'annuler et de retourner à un équilibre mais de faire en sorte que le ratio dette/ PIB n'augmente pas. Ce point est ici crucial puisque le niveau de dette pour un Etat doit donc systématiquement être évalué en comparaison avec son PIB, et donc son niveau de croissance. Le FMI définit ainsi la soutenabilité comme « *la capacité à faire face à une contrainte budgétaire, en dehors de toute modification majeure des recettes ou des dépenses publiques, et à un coût de financement sur le marché donné* ».

D'autre part, cela signifie également que l'Etat peut mettre en place de nouvelles émissions pour rembourser les dettes précédentes, selon un mécanisme que l'on appelle le « *roll over* ». Un changement de notation souveraine induit une hausse des taux d'intérêt : il devient plus coûteux, ce qui accroît mécaniquement la charge totale de la dette.

Une autre problématique est soulevée par cette question de la notation souveraine et concerne cette fois-ci la capacité des agences de notation à évaluer non pas la soutenabilité de la dette, mais la volonté de l'Etat à maîtriser la dette de façon à ce

qu'elle soit soutenable. Les paramètres qui rentrent à compte dans ce jugement de la volonté de payer (« *willingness to pay* ») comprennent nécessairement une dose de subjectivité. Il s'agit alors de savoir si les facteurs précédemment cités permettent vraiment d'évaluer la volonté de paiement de l'Etat.

4- Méthode de notation souverain de l'agence standard and Poor's :

Dans le dernier rapport de S&P, datant de 2011 nous pouvons voir clairement la méthode suivie par l'agence afin de noter les pays souverains. Selon Standard and Poor's la méthode de notation souveraine présente les facteurs et critères affectant la volonté et la capacité d'un Etat de faire face à ses engagements en temps et en heures.

L'agence distingue cinq facteurs pour déterminer la notation souveraine, ils sont les suivants :

- L'efficacité des institutions et le risque politique, reflétés en *score politique*.
- La structure économique et les perspectives de croissance, reflétée en *score économique*.
- Position dans l'investissement international et liquidité externe, reflétée en *score externe*.
- La performance fiscale et flexibilité, et le poids de la dette, reflétés en *score fiscal*.
- Flexibilité monétaire, reflétée en *score monétaire*.

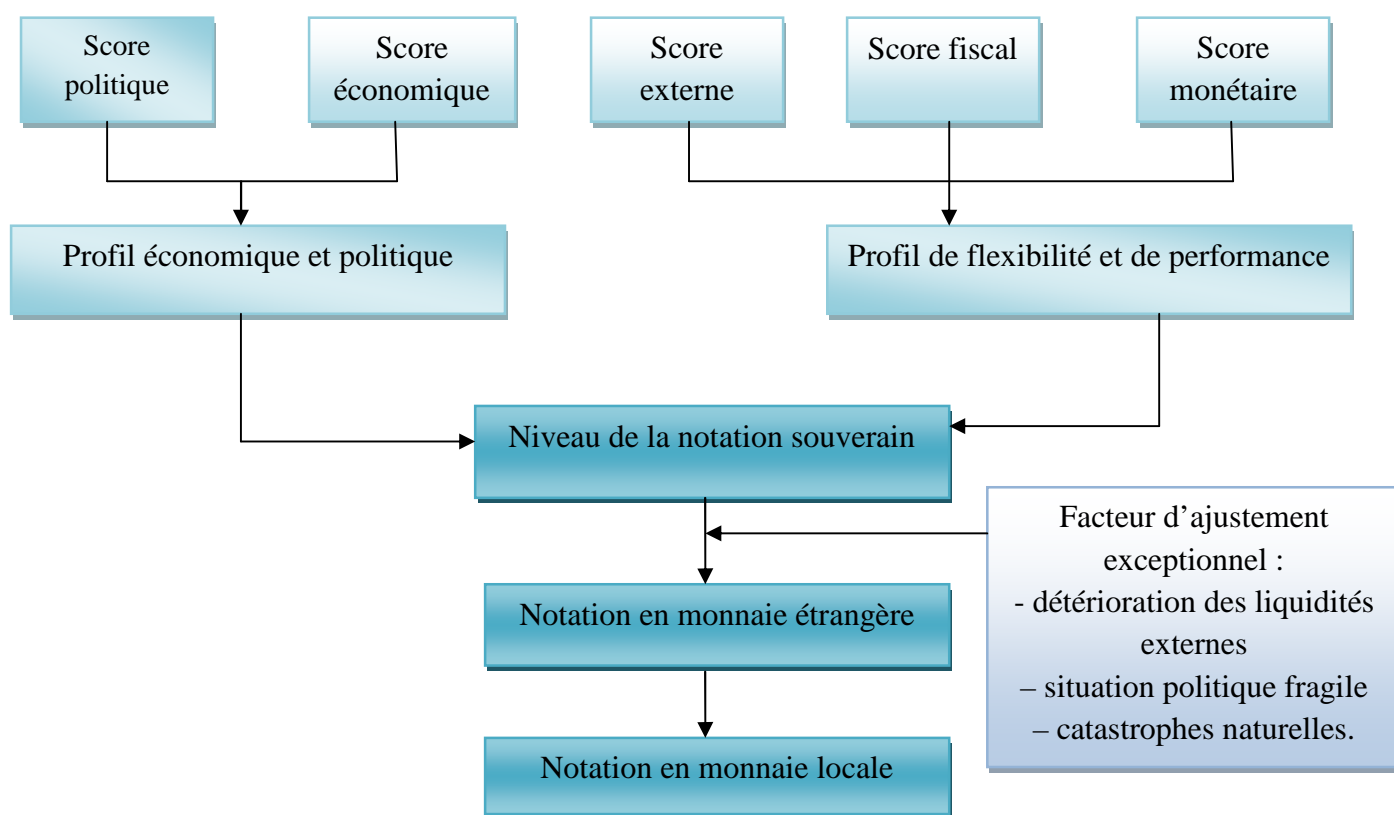
Selon standard and Poor's, la méthode de notation souveraine passe par plusieurs étapes, comme la montre la figure 10. Cette figure montre deux profils, *le profil dit économique et politique* qui regroupe le score politique et le score économique, ainsi que *le profil de flexibilité et de performance* qui regroupe les autres : scores externe, fiscal et monétaire. La première étape de la méthode de la notation souveraine de S&P, est d'assigner un score pour chacun des cinq facteurs d'une échelle allant de 1 (le plus élevé) à 6 (le plus faible). Chaque score est basé sur une série de critères qualitatifs et quantitatifs, que nous avons abordés précédemment. Ensuite les deux profils économiques et politiques ainsi que celui de flexibilité et de performance sont

Chapitre 3

combinés afin de déterminer la notation en monnaie étrangère, après incorporation des facteurs d'ajustement exceptionnel.

La notation en monnaie locale est déterminée en rajoutant un zéro à deux notes pour la notation en devise étrangère. En effet, la notation en monnaie locale (*Sovereign local-currency ratings*) peut être supérieure à celle de la devise étrangère parce que la soutenabilité de la dette et son remboursement revient seulement au pouvoir de l'Etat.

Figure n° 10: Les cinq facteurs pour déterminer la notation souveraine selon S&P



Source: Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, Report of Standard and Poor's, June 30, 2011, page 4.

En plus de son indépendance quant à l'émission de la monnaie locale, et le contrôle du système financier du pays. Si un pays est membre d'une union monétaire, et accepte de céder sa politique monétaire et sa politique de change à une banque centrale commune, la notation en monnaie locale est équivalente à la notation en devise étrangère, (*foreign-currency rating*).

Chapitre 3

- Le profil politique et économique : reflète la stabilité du gouvernement et des institutions en place et l'efficacité de la politique économique mise en œuvre. Ce profil est évalué par l'analyse de la moyenne du score économique et du score politique.
- Le profil de flexibilité et de performance : reflète la santé des finances publiques, la balance fiscale, et le poids de la dette ainsi que la flexibilité de la politique fiscale et monétaire de l'Etat. Ce profil est évalué après l'analyse et le calcul de la moyenne du score externe, score fiscal, et du score monétaire.

Une fois les deux profils analysés, ils sont combinés pour former la matrice suivante pour indiquer le niveau de notation souveraine :

Tableau n°25: matrice indiquant le niveau de la notation souveraine.

		Political and economic profile										
Flexibility and performance profile	Category	Superior	Extremely strong	Very strong	Strong	Moderately strong	Intermediate	Moderately weak	Weak	Very weak	Extremely weak	Poor
Category	Score	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Extremely strong	1 to 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Very strong	1.8 to 2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Strong	2.3 to 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderately strong	2.8 to 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermediate	3.3 to 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderately weak	3.8 to 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Weak	4.3 to 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Very weak	4.8 to 5.2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extremely weak	5.3 to 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	ccc/cc	ccc/cc

Source: Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, Report of Standard and Poor's, June 30, 2011, page 8

N/A: not available.

La lecture de la matrice se fait de la manière suivante: si nous supposant que le profil politique et économique est « fort » (*Strong*), et que le profil de flexibilité et de performance est « modérément fort » (*Moderately strong*), nous pourrions conclure que la notation souveraine sera de « A+ ».

4-1- Evaluation des cinq facteurs de notation souveraine :

Après avoir jeté un aperçu sur la méthode de notation de S&P, nous tenterons maintenant de comprendre la méthode d'évaluation des cinq facteurs précédemment cités, et de comprendre comment les scores sont ils déterminés.

4-1-1-*Le score politique :*

Le score politique évalue comment les institutions gouvernementales, et les politiques mises en œuvre peuvent influencer la solvabilité de l'Etat. Ce score évalue aussi la capacité d'un gouvernement à suivre une politique fiscale soutenable, et sa capacité à faire face à des chocs économiques et politiques.

Le facteur primaire pour déterminer le score politique est: l'efficacité, la stabilité, la prévisibilité du gouvernement et des institutions politiques en places. Le second facteur qui vient renforcer le premier est le facteur de transparence, la qualité des informations, et la fiabilité des statistiques publiées. En effet, depuis 2007, la crise a révélé que certains Etats ont tendance à manipuler les statistiques, trompant ainsi les investisseurs, en leur faisant croire que leur situation financière de l'Etat est solvable. Les agences de notation dont Standard and Poor's ont donc introduit le facteur de transparence dans leur évaluation qui devient de plus en plus prépondérant.

Le tableau 26 montre les facteurs d'évaluation du score politique, et son échelle allant de 1 à 6. En d'autres termes ce tableau permet à l'agence d'évaluer le facteur politique en attribuant un score allant de 1 à 6. Le meilleur score qui est de -1 - est attribué à un Etat dont la politique est efficace et stable et dont la transparence

Chapitre 3

Tableau n°26 : Evaluation du score politique.

score	Facteur primaire : efficacité, stabilité, et prévisibilité du gouvernement et des institutions.	Second facteur : transparence, et qualité des informations, et fiabilité des statistiques publiées.
1	<ul style="list-style-type: none"> - productivité de la politique mise en œuvre, une grande capacité du gouvernement à gérer les difficultés et les crises économiques et financières. Capacité de générer de la croissance. -Volonté de réaliser des réformes, et de garantir la soutenabilité des finances publiques. -probabilité élevé de garantir la stabilité à long terme. 	<ul style="list-style-type: none"> -contrôle intensif entre les institutions. -Respect des lois et des réglementations. -flux libre des informations, et instauration des débats ouverts confrontant les différentes politiques. -Données et statistiques fiables.
2	<ul style="list-style-type: none"> -Comparativement à 1 : -le gouvernement à une capacité moindre à gérer les crises. -capacité plus faible à réformer du à la complexité des décisions à prendre. -décalage ente l'environnement politique, avec l'incertitude de l'Etat à garantir la stabilité. 	<ul style="list-style-type: none"> -contrôle existant. - respect des lois. -données et statistiques généralement fiables.
3	<ul style="list-style-type: none"> -Existence de décalage du au changement de l'administration ou existence de défis fiscaux et économiques qui pourraient menacés la stabilité du gouvernement. 	<ul style="list-style-type: none"> -informations et donnée plus ou moins fiables -flux libre d'information mais manque d'instauration de débats ouverts. -statistiques et données non diffusés à temps.
4	<ul style="list-style-type: none"> -les décisions politiques ne favorisent pas la soutenabilité des finances publiques ni la croissance économiques. -centralisation des décisions, et existence d'un fort désir de la population de plus de participation et de changement économique dans le pays. 	<ul style="list-style-type: none"> -Faible contrôle entre les institutions. Faiblesse de fiabilités des données. -Existence de gap dans les rapports et retard dans leur publication.
5	<ul style="list-style-type: none"> Les politiques prises reflètent la non volonté, ou la non capacité de l'Etat de maintenir la soutenabilité des finances publiques. -haut risque politique du aux conflits ethnique ou religieux, menaçant la stabilité. Manque de visibilité politique. 	<ul style="list-style-type: none"> -Non assurance du contrôle et du respect des lois et des réglementations. -taus de corruption modérée, dissémination de l'information.
6	<ul style="list-style-type: none"> Instabilité du gouvernement en place, risque élevé de coup d'Etat de renversement du gouvernement. Conflit et risque de guerre civile. 	<ul style="list-style-type: none"> Faible respect des lois et des réglementations, taux élevé de corruptions, absence de flux d'information.

Source: Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, Report of Standard and Poor's, June 30, 2011, page 11-12.

Chapitre 3

est garantie, alors que le score le plus médiocre -6- est attribué à un Etat dont ces conditions sont absentes.

Nous constatons toutefois, que l'évaluation du score politique est purement qualitative, par conséquent, le risque de subjectivité de l'analyse est bien présent.

4-1-2 -Le score économique :

Afin de déterminer le score économique, S&P prend en compte trois principaux facteurs:

- Le PIB par habitant.
- Perspective de croissance économique.
- Diversification de l'économie et volatilité.

Le tableau ci après présente le score économique selon le niveau du PIB par habitant. Une fois le score initial déterminé, ce dernier sera apprécié ou détérioré selon l'analyse et l'évaluation des deux autres facteurs : les perspectives de croissance et la diversité économique.

Tableau n°27 : Score économique selon le niveau du PIB par habitant.

PIB/habitant	Plus de 35.000 \$	Entre 25.000\$ et 35.000\$	Entre 15.000\$ et 25.000\$	Entre 5.000\$ et 15.000\$	Entre 1.000\$ et 5.000\$	Inférieur à 1.000\$
Score initial	1	2	3	4	5	6

Source: Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, Report of Standard and Poor's, June 30, 2011, page 16.

Nous pouvons lire du tableau que lorsque le revenu par habitant dans un pays donné est élevé ; il jouira d'un score initial bon, par exemple si on suppose que le PIB/habitant est de 35.000\$ le score économique initial sera de -1-.

Si maintenant le PIB/ habitant est trop faible, le score correspondant sera faible aussi : exemple des pays dont le revenu par habitant est inférieur à 5.000\$.

Pour S&P le PIB/ habitant est le critère le plus important de mesure du niveau de revenu d'un pays. En effet, un pays qui jouit d'un PIB élevé a la possibilité de mener une politique de prélèvements fiscaux, sans compromettre le pouvoir d'achat de la population. Et il est considéré par conséquent comme apte à générer de la croissance par la multiplication des investissements. Un pays se retrouvant dans cette situation est considéré comme solvable capable de faire face à ses engagements à n'importe quel moment.

Le score économique initialement mesuré, peut varier à la hausse ou à la baisse selon l'analyse du deuxième critère : *les perspectives de croissance*. Ici il ya question de mesurer le taux d'évolution du PIB dans une période donnée. Cette analyse est généralement mener par des estimations empiriques basées sur des données historiques projetées vers l'avenir.

Un troisième critère vient renforcer l'analyse, il s'agit du *degré de diversité et de volatilité*. L'agence évalue la nature de l'économie d'un pays. En effet, un pays qui dépend d'un seul secteur d'activité peut devenir vulnérable en situation de crise. S&P considère qu'un pays est dépendant économiquement si 20% du PIB (richesse) sont tirés d'un seul secteur d'activité. Si un pays se retrouve dans cette situation son score économique initial sera forcément ajusté à la baisse.

4-1-3 -Le score externe :

Le score externe fait référence aux transactions entre les résidents (les entités publiques et privées) du pays et les non résidents. Pour l'agence ce facteur est important car c'est l'ensemble de ces transactions qui déterminent le taux de change de la monnaie de ce même pays.

Trois principaux facteurs sont étudiés :

- Le statut de la monnaie du pays dans les transactions internationales.
- La liquidité externe du pays.
- L'endettement extérieur du pays, qui montre l'actif et le passif des résidents relatif au reste du monde.

La première étape de l'évaluation du score externe est de mesurer le degré d'utilisation de la monnaie d'un pays dans les transactions internationales. Un bon score est assigné aux pays dont la monnaie est : utilisé en force dans le commerce international. La deuxième étape consiste en l'étude de niveau de liquidité du pays, en prenant en compte les niveaux des réserves de change, et des prévisions à deux, trois ans. Ce travail se réalise sur la base des données de balance de paiement, des chiffres annoncés par la banque centrale du pays concerné, et sur les études du FMI. Finalement, l'agence étudie l'endettement extérieur du pays pour déterminer le poids de la dette extérieur.

4-1-4 -Le score fiscal :

Le score fiscal reflète la soutenabilité du déficit public et du poids de la dette. L'agence mesure la flexibilité fiscale, les tendances à long moyen terme, la structure de la dette, et les risques liés, à la non maîtrise de ces deux éléments.

Afin d'établir ce score fiscal, deux principaux paramètre sont pris en compte :

- la dette du gouvernement général.
- Et le niveau des dépenses en intérêts (dépenses en service de la dette).

Il est utile de signaler que la dette souveraine à trois périmètres :

La dette du gouvernement central (ou des administrations centrales) qui est la dette directement émise par le trésor. *La dette du gouvernement général* (ou dette consolidé par l'Etat) elle est constituée de la dette du gouvernement central à laquelle s'ajoute la dette de la sécurité sociale prise en charge par l'Etat, la dette des collectivités locales, et des établissements publics dépendants directement de l'Etat. Et *la dette publique* qui

Chapitre 3

est la dette du gouvernement général augmentée de la dette des entreprises publiques à caractère commercial, ainsi que la dette garantie par l'Etat.⁸⁰

Standard and Poor's prend en compte la dette du gouvernement général dans son analyse. En effet l'agence coïncide et combine les deux facteurs, afin d'attribuer un score aux différentes situations qui peuvent surgir.

Tableau n°28 : Détermination du score fiscal.

		Niveau de la dette				
		Dette du gouvernement général en % du PIB				
Coût De La Dette	Dépenses en intérêts (service de la dette) en % du revenu du gouvernement	Inférieur à 30%	30% - 60%	60% - 80%	80% - 100%	Supérieur à 100%
	Inférieur à 5%	1	2	3	4	5
	5% - 10%	2	3	4	5	6
	10% - 15%	3	4	5	6	6
	Supérieur à 15%	4	5	6	6	6

Source: Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, Report of Standard and Poor's, June 30, 2011, page 27.

La lecture du tableau se fait comme suit : supposant qu'un pays possède une dette du gouvernement général comprise entre 30% et 60%, et que le niveau de ces dépenses en service de la dette par rapport aux revenus de l'Etat est de 14%, nous concluons que le score fiscal correspondant selon la méthode de S&P est de 4 sur une échelle de 1 à 6. Cela signifie que le pays ne maîtrise pas suffisamment le niveau de

⁸⁰ Eric Paget-Blanc la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation, Edition Dunod Paris 2007 P 113.

sa dette et que l'évolution de la dette de l'Etat se fait rapidement. Cette situation constitue une source de vulnérabilité pour le pays.

Il faut souligner toutefois que cette étude n'est pas définitive et que des ajustements peuvent être ajoutés afin d'affiner l'analyse. Ces ajustements peuvent avoir une influence négative ou positive sur le score final.

1-4-5- Le score monétaire :

La politique monétaire est un instrument important permettant aux pays de faire face aux chocs économiques et financiers.

Le score monétaire se détermine après analyse de ces éléments :

- Capacité du gouvernement d'utiliser la politique monétaire en vue de contrôler la demande interne et la circulation monétaire.
- La crédibilité de la politique monétaire, et sa capacité à maîtriser l'inflation.
- L'efficacité des mécanismes de transmission des effets des décisions de la politique monétaire vers l'économie réelle, qui s'appuie sur un système financier interne diversifié et efficace.
- La nature du régime de change appliqué, en effet, S&P accorde un score compris entre 1 et 3 aux pays ayant un régime de flottement libre. Alors que les pays dont le régime est celui du flottement dirigé caractérisé par des interventions de la banque centrale, leurs scores est compris entre 4 et 5.

Un pays ayant le contrôle et une indépendance totale quant à la prise de décisions de la politique monétaire à appliquer, à plus de chance d'avoir un bon score, qu'un pays dont la politique monétaire est cédée à une union monétaire. En effet, un pays qui ne jouit pas d'une indépendance monétaire, ne peut procéder à l'émission monétaire en cas de difficultés financières. Cette situation est considérée par S&P comme une source de vulnérabilité pour le pays concerné.

5- Déterminants de la notation souveraine selon la littérature :

Plusieurs travaux ont été menés pour comprendre les déterminants de la notation souveraine. Ces travaux montrent qu'un certain nombre de variables expliquent largement les notes attribuées. Mais la montée de la demande de la notation de la part des pays à faibles et moyens revenus depuis 1990, impose aux agences de prendre en considération d'autres facteurs explicatifs.

5-1- Déterminants conventionnels :

Le tableau 29 résume les principaux résultats de certaines études empiriques qui retracent les déterminants de la notation souveraine pour les pays développés et les pays en développement.

Que ce soit en utilisant la méthode statistique SLO ou la méthode *ordered probit models*, pour traiter les données, les auteurs arrivent au résultat suivant : les déterminants de la notation souveraine attribuée entre 1981 et 2006 sont : le PIB par habitant, ratio de la dette publique sur les exportations, le PIB, l'inflation, indicateur de l'efficacité du gouvernement, et l'indicateur du défaut historique. Ces travaux empiriques confirment aussi que les variables correspondant aux critères économiques, politiques et financiers retracés dans les rapports méthodologiques des trois agences, respectent la condition de la transparence des méthodes de notation.

5-2- Déterminants spécifiques aux pays à faibles et moyens revenus :

Depuis deux décennies, de plus en plus de pays à faibles et à moyen revenus sollicitent les agences de notation en vue d'avoir accès aux marchés de capitaux. Par conséquent, la proportion des pays à haut revenus dans le total des pays notés a beaucoup chuté depuis 1990. Pour S&P la proportion est passée de 80% en Janvier 1990, à 42% en Janvier 2010⁸¹. Cette évolution a imposé aux agences de notation

⁸¹ Norbert Gaillard, *A Century of Sovereign Ratings*, Edition Springer New York Dordrecht Heidelberg London, 2011, P79.

d'intégrer d'autres critères dans leur analyse du risque souverain. Les récentes études empiriques se concentrant sur les pays émergents montrent que les réserves de changes et les versements aux salariés deviennent des déterminants clés. (Voir tableau 29).

Les déterminants de la notation souveraine selon ce tableau sont dit conventionnels. En effet, nous pouvons remarquer que les déterminants sont presque les mêmes depuis les travaux de Cantor et Parcker ⁸² en 1981 jusqu'aux travaux de N. Gaillard en 2011. Eliasson (2002) ⁸³ a analysé les déterminants des notations souveraines assignées par S&P, pour 38 pays émergents durant la période 1990- 1999. Ces résultats rejoignent les résultats de Cantor et Parcker, mais en plus il détermine que le ratio des dettes à court termes/ les réserves de change, constitue une variable importante qu'il faudrait ajouter aux déterminants traditionnels.

⁸² Cantor R. and Packer F. "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, October 1996

⁸³ Eliasson A. (2002), "Sovereign Credit Ratings", *Research Notes in Economics & Statistics No.02-1, Deutsche Bank Research*. P 213

Chapitre 3

Tableau n°29 : Principaux études sur les déterminants de la notation souveraine.

Références	Modèle	Echantillon	Année	ADN	Principaux déterminants
Cantor and Packer (1996)	OLS	45 Pays	1995	Moody's et S&P	PIB/habitant, croissance du PIB, inflation, ratio dette/exportations, indicateur de développement économique, indicateur de défaut historique.
Hul et al (2002)	Ordered Probit	Panel de 92 Pays	1981-1998	S&P	Dette/PIB, réserves/importations, croissance du PNB, inflation, indicateur de défaut historique
Afonso (2003)	OLS	81 Pays	2001	Moody's et S&P	Le revenu par habitant, croissance du PIB, inflation, dettes/exportations, indicateur de défaut historique
Alex et al (2003)	OLS	68 Pays	1998	S&P	Le revenu par habitant, croissance du PIB, indicateur de l'efficacité du gouvernement, stabilité politique
Canuto et al (2004)	OLS	66 Pays	1998-2002	Moody's et S&P	Le revenu par habitant, croissance du PIB, inflation, surplus du budget de l'Etat, indicateur du développement économique, indicateur de défaut historique
Berio et Paker (2004)	OLS	52 Pays	1996-2003	Moody's et S&P	Le revenu par habitant, croissance du PIB, inflation, dettes/exportations, indice de corruption, risque politique.

Chapitre 3

Tableau 29 (suite1):

Références	Modèle	Echantillon	Année	ADN	Principaux déterminants
Afonso et al (2011)	Ordred Probit	130 Pays	1995- 2005	Fitch, S&P et Moody's	Le revenu par habitant, croissance du PIB, inflation, dettes/exportations, indice de l'efficacité du gouvernement, réserves de change, indicateur de défaut historique
Norbert Gaillard (2011)	OLS and Ordred Probit	95 Pays	2006	Moody's	Le PIB par habitant, croissance du PIB, inflation, dettes/exportations, indice de l'efficacité du gouvernement, indicateur de défaut historique.

Source: Norbert Gaillard, Century of Sovereign Ratings, Edition Springer New York Dordrecht Heidelberg London, 2011, P80

Chapitre 3

Afonso et al ⁸⁴ ont trouvé quant à eux que le ratio réserves/ importations est une variable significative particulièrement pour Fitch et S&P. Ces travaux montrent que les avoirs externes d'un pays est un facteur qui influence les opinions des agences de notation.

Tableau n°30 : Réserves de change et notation des BRIC de 2005 et 2009.

	Réserves incluant l'or (Milliard de Dollar)		Fitch ratings		Moody's ratings		S&P ratings	
	2005	2009	2005	2009	2005	2009	2005	2009
Chine	828.8	2453.2	A-	A+	A2	A1	BBB+	A+
Russie	182.3	439.1	BBB-	BBB	Baa3	Baa1	BBB-	BBB
Inde	144.2	272.2	BB+	BBB-	Baa3	Baa3	BB+	BBB-
Brésil	53.8	238.5	BB-	BBB-	B1	Ba1	BB-	BBB-

Source: Norbert Gaillard, A Century of Sovereign Ratings, Edition Springer New York Dordrecht Heidelberg London, 2011, P 81.

Le tableau 30 illustre les réserves et les notations des pays émergents (BRIC) ayant le volume le plus important des réserves en 2005 et 2009. Nous pouvons conclure que l'augmentation de leurs réserves de change a contribué à l'augmentation de leurs notes.

Le second déterminant qui a tendance à devenir prépondérant selon les différents travaux entrepris, est les versements aux salariés. Ratha ⁸⁵ a montré que des revenus stables peuvent améliorer le risque de crédit des pays à faibles et moyens revenus.

En définitif, on considère que les déterminants de la notation souveraine demeurent les mêmes depuis l'entre deux guerres. Cependant, la facilité d'accès aux marchés

⁸⁴ Afonso A., Gomes P. and Rother P. (2011), "Short- and Long-Run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings", *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 16, Issue 1 p423 . (Disponible sur SNDL. com).

⁸⁵ Ratha D. (2005), *Leveraging Remittances for International Capital Market Access*, November 18, World Bank, Washington, D.C, P 59.

financiers par les pays à faibles et moyens revenus depuis 1990, a mené les agences de notation à prendre en compte d'autres variables quand elles procèdent à l'évaluation de ces économies. En outre, aucune étude empirique n'a montré que les déterminants diffèrent d'une agence à une autre. D'après nos observations, nous pouvons affirmer que les critères et facteurs d'études ou la méthodologie est similaire pour les trois grandes agences.

Conclusion :

Dans ce chapitre nous avons tenté de relever les facteurs et les déterminants de la notation communs des trois grandes agences, en précisant au passage la méthodologie de notation d'une de ces agences à savoir Standard and Poor's.

Les critères utilisés dans l'évaluation du risque de crédit des émetteurs sont scindés en deux catégories : les facteurs d'analyse quantitatifs, et les facteurs d'analyse qualitatifs. Pour l'attribution d'une note, lorsqu'il s'agit d'une entreprise, on étudie principalement deux paramètres : le risque industriel qui analyse son environnement, sa stratégie ainsi que son positionnement sur le marché, ainsi que le risque financier où sont analysés les documents financiers passés et prévisionnels, les risques liés à la structure du financement à travers les états de synthèse mais également ses performances économiques. Pour les institutions financières, après la succession des crises ces dernières années et la faillite des grandes banques, les agences de notation ont introduit de nouveaux paramètres dans leur analyse comme le soutien institutionnel et le risque pays. Enfin, pour la notation souveraine, les deux paramètres pris en compte sont la capacité et la volonté d'un Etat de faire face à ces engagements financiers.

Les agences de notation ont été mises en cause de façon récurrente en raison du manque de transparence de leurs méthodologies. Néanmoins, selon Norbert

Gaillard⁸⁶ les publications croissantes des agences et les communications fréquentes des analystes de Moody's, Fitch et Standard & Poor's, les investisseurs ont largement permis de remédier à cette opacité supposée.

Leur action pro cyclique a également été pointée du doigt. En effet, aussi bien à l'occasion des crises asiatique, financière et crise souveraine que des faillites d'Enron et d'Andersen, les agences ont eu tendance à abaisser massivement les *ratings* des émetteurs souverains et privés dont la situation financière était déjà largement fragilisée. Ces *downgrades* ont ainsi contribué à aggraver la crise.

En effet, Aujourd'hui, dans un contexte de crise de la dette touchant plusieurs pays européens (en premier lieu la Grèce, mais aussi l'Espagne, l'Italie ou le Portugal), la notation des États fait de plus en plus débat. De nombreux acteurs et observateurs politiques accusent les trois grandes agences, par l'attribution de leurs notations, d'aggraver la crise (et notamment de précipiter la chute des États en difficulté), de suivre aveuglément les marchés ou de tenter d'influencer directement les politiques menées au plan national ou européen. C'est dans cette optique que nous nous intéresserons dans le chapitre suivant à l'impact que pourrait avoir un changement de note sur les marchés financiers.

⁸⁶ Norbert Gaillard, *A Century of Sovereign Ratings*, Edition Springer New York Dordrecht Heidelberg London, 2011 P 56.

Chapitre 4 : L'impact de la notation financière sur les marchés financiers.

Introduction :

Les annonces faites par les agences de notation ont une incidence sur les marchés financiers, notamment le marché obligataire et le marché des actions. Beaucoup d'acteurs ont critiqué l'action pro cyclique de ces agences en les accusant de dégrader massivement les Etats, les banques et les entreprises en temps de crise, aggravant ainsi la situation financière de ces acteurs.

Plusieurs études avaient déjà mis en évidence que les relèvements et abaissements de notes ont un impact sur les rendements de marché, les premiers se traduisant par une diminution des primes de risque, les seconds aboutissant à une hausse des primes de risque.

Ce chapitre tente d'étudier l'éventuelle incidence du rating sur les marchés financiers. En d'autres termes, l'objectif de ce quatrième et dernier chapitre est de mener une étude, concernant l'impact des annonces émises par les agences de notation sur les marchés financiers.

Deux volets seront principalement pris en compte, le premier concerne l'impact de toute modification de note sur le marché obligataire, cette étude se concentrera sur l'étude de la notation souveraine et ses implications sur l'évolution du taux de rendement des bonds de trésors (*gouvernement yield spread*), et le CDS spread. Ici, l'étude se portera sur la réaction des taux d'intérêt sur dix ans et des primes sur CDS des pays de la zone euro, après un changement de leurs notations souveraines. Le deuxième volet quant à lui s'intéressera aux effets indirects d'une modification de note de crédit d'un emprunt obligataire sur un marché auquel il n'est pas initialement dédié : le marché boursier. C'est-à-dire l'incidence de changement du rating des entreprises sur le prix des actions. Il s'agira entre autre d'observer la réaction des cours de certaines banques après une dégradation de leurs notes, et d'en expliquer les résultats (*section2*).

Pour ce faire, il nous semble indispensable de survoler en premier lieu la revue littéraire en vue d'avoir un aperçu sur les résultats des travaux déjà entrepris en ce sens. (*section1*).

Section 1 : Revue littéraire de l'incidence de la notation financière sur les marchés financiers.

Les agences de notation sont largement considérées comme capables d'exercer une réelle influence sur les marchés financiers. Les décisions des agences de notation font l'objet d'une attention accrue de la part des différents agents économiques (entreprises, investisseurs, organismes officiels)⁸⁷. L'objet de notre étude est d'établir un point sur la question de l'impact des décisions d'agence, c'est-à-dire les modifications de notation elles-mêmes et les mises sous surveillance de ces notations.

Cette section tente de présenter les travaux menés jusqu'à aujourd'hui sur la question de l'incidence de la notation financière sur les marchés financiers. En effet, plusieurs études ont été faites en vue de démontrer qu'il existe une relation étroite entre la notation financière et le prix des actifs ainsi que le spread de crédit.

Notre étude s'inscrit dans le développement de ce courant de recherche consacré à la notation financière qui précise l'incidence de la notation financière sur le marché obligataire et le marché des actions. Afin de situer adéquatement notre étude, il nous importe d'analyser les résultats existants des travaux académiques relatifs à l'incidence de la notation financière. À notre sens, les recherches disponibles ayant le potentiel de cerner fidèlement cet impact, ont trait à la réaction des taux de rendement obligataire à 5 ans et à 10 ans ainsi que la réaction des spreads de crédit.

⁸⁷ Rapport annuel de l'AMF (Autorité de Marchés Financiers), impact de la notation, du 31 janvier 2006 P 9.

1- La revue littéraire :

Plusieurs études ont tenté d'expliquer l'impact de l'annonce de la notation financière que ce soit le changement de note ou la mise sous surveillance, sur les marchés financiers. En effet, la plupart des études qui sont menées essaient de vérifier si les annonces des agences de notation véhiculent de nouvelles informations pour les intervenants sur les marchés.

Afin de vérifier cette incidence, et de vérifier si vraiment l'annonce contient une valeur informationnelle, il faut surveiller quelle évolution aura un actif après une annonce positive/négative. Les dégradations, les mises sous perspectives négatives et les mises sous surveillance négatives devraient avoir comme résultat l'élargissement de la prime de risque (spread de crédit). De même les rehaussements de notes, les mises sous surveillances positives, et les mises sous perspectives positive devraient contracter les spread de crédit. L'impact devrait être le même pour les rendements de taux obligataires des entreprises et des Etats, pour le prix des Credit Default Swap (CDS) et les prix des actions.

Un nombre considérable de recherche ont été mené pour répondre à la problématique posée, c'est-à-dire l'incidence de l'annonce de la notation sur la dynamique des marchés. (Hite and Warga, 1997; Steiner and Heinke, 2001; Gande and Parsley, 2005), et sur les marchés des actions (Dichev and Pietroski, 2001; Vassalou and Xing, 2003).

Nous allons scinder la littérature en deux, selon le type d'annonce faite par les agences de notation. En effet, des recherches ont été entreprises pour comprendre et vérifier l'impact que pourrait avoir le changement de note c'est-à-dire une dégradation (*downgrades*) et un rehaussement de note (*upgrades*) sur les marchés financiers. D'autres recherches en revanche ont essayé quant à elles d'analyser le même impact mais cette fois ci d'un autre type d'annonce, celui de la mise sous surveillance (*watches*) positive/négative, et de la mise sous perspective (*outlooks*) positive/négative.

1-1- Incidence de changement de note:

Les anciennes études faites par **Liu et Thakor (1984)**, **Ederington, Yawitz, et Roberts (1987)**⁸⁸ se concentrent principalement sur la notation des entreprises (*corporate rating*), leurs études essayaient de prouver que la notation corporate explique les différences des taux d'intérêts d'emprunts. En d'autres termes, les études montraient que hétérogénéité au niveau des taux d'intérêt pour les entreprises s'explique principalement par la différence des notes attribuées par les agences de notation. Les résultats des régressions montrent qu'il existe une relation étroite entre la notation de crédit et les primes de risque (*spreads*), puisque la notation et le risque de crédit sont fortement liés.

Reisen and von Maltzan (1995)⁸⁹ associent les dégradations avec l'élargissement des taux de rendement obligataire, et des *spread* de crédit, spécialement pour les pays émergents. L'étude se base sur les annonces faites par les trois grandes agences.

Cantor et Packer (1996), étudient les déterminants de la notation souveraine et pose la question si la notation financière à une valeur informationnelle pour le public. Leurs études se basent sur l'analyse du *spread* des obligations d'Etat pour les pays émergents. Ils trouvent que la variation de notation souveraine explique à 92% la variation du *spread*. Ils affirment aussi que l'impact de l'annonce d'une agence est plus significatif si elle vient confirmer une annonce faite par une autre agence.

Plusieurs études affirment que la réaction des marchés est plus évidente et significative pour les dégradations que pour les rehaussements de notes. Plus récemment les recherches se focalisent sur l'impact des annonces sur les marchés des produits dérivés. L'explication réside dans l'essor qu'a connu ce marché ces dernières années.

⁸⁸ IMF, Jhon Kiff, Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings, working paper series 2012 P 11.

⁸⁹ IMF, Jhon Kiff, Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings, working paper series 2012 P 12

Des études plus récentes analysent l'impact des décisions d'agence sur les Credit Default Swaps (CDS).

Les CDS sont des produits dérivés de crédit qui connaissent un développement exponentiel et qui consistent en un contrat par lequel un **vendeur de protection** (Protection Seller) s'engage, contre le paiement d'une **prime**, en cas d'événement (**credit event**) affectant la solvabilité d'une **entité de référence** (Reference Entity), à dédommager l'**acheteur** (Protection Buyer).

Norden et Weber (2004) ont trouvé que le marché des actions et des CDS anticipe les dégradations des notes. Alors que l'anticipation n'est pas significative pour les rehaussements de note⁹⁰.

Hull et al (2004) ont tenté de savoir si les CDS spread augmentent après ou avant l'annonce de l'événement par Moody's et examine la contribution du CDS spread dans l'estimation de la probabilité du changement de la note⁹¹.

Acharya et Johnson (2007) trouvent que les annonces ayant trait aux dégradations provoquent une modification des CDS spread en premier lieu, et une modification de la valeur de l'action en second lieu, spécialement pour les entreprises se trouvant dans la situation spéculatives et dont la notation se détériore⁹².

Ismailescu et Hossein (2010) évalue l'effet de la notation souveraine sur les CDS spreads. Selon leurs résultats, pour des observations quotidiennes d'une période allant

⁹⁰ Norden, L., Weber, M., 2004. Informational efficiency of credit default swap and stock markets: the impact of credit rating announcements. *Journal of Banking and Finance* 28, P 2813–2843. (Disponible sur SNDL)

⁹¹ Hull, J.C., Predescu, M., White, A., 2004. The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements. *Journal of Banking and Finance* 28, P 2789–2811

⁹² Acharya, V., Johnson, T., 2007. Insider trading in credit derivatives. *Journal of Financial Economics* 84, P 110–141.

de 02/01/2001 au 22/04/2009, pour 22 pays émergents, les annonces positives ont un important impact sur le spread des CDS pendant les 2 jours après l'annonce. En outre, les marchés émergents tendent à anticiper les événements négatifs⁹³.

1-2- Incidence de la mise sous surveillance (MSS) :

Les recherches ayant trait à l'impact de la MSS et sur les marchés financiers montrent que leur incidence n'est pas négligeable. Presque toutes les études s'accordent sur le fait que l'incidence de l'annonce d'une MSS est plus significative que le changement de notes (dégradation ou rehaussement). Nous présenterons les principales recherches effectuées dans ce sens.

Hand, Holthausen, et Leftwich (1992), montrent que les MSS de Moody's et de Standard and Poor's pour les émissions des entreprises sont associées à une forte réaction des obligations et des actions que les changements actuels de notes⁹⁴.

Hull, Predescu, et White (2004), montrent que les MSS négative signalé par Moody's ont une influence sur le marché des CDS, alors que les dégradations de notes ne le sont pas. L'augmentation moyenne des CDS spread pendant l'événement est de 10 points de base⁹⁵.

Norden et Weber (2004) trouvent que les surveillances négative signalées par Moody's et Standard and Poor's pour les entreprises affectent leurs actions et le spread des CDS alors que les dégradations faites par S&P n'ont aucun impact⁹⁶.

⁹³ IMF Jhon Kiff , are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings, working paper series 2012 P12.

⁹⁴ Hand, J. R., Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. (1992). The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices. *Journal of Finance*, 47, P 733–752.

⁹⁵ Jhon Kiff , op cit P12

⁹⁶ Jhon Kiff , oP cit P13

Kaminsky et Schmukler (2002), affirment que les MSS et les MSP des pays souverains signalés par les trois grandes agences ont un grand impact sur les marchés émergents que les changements de note⁹⁷.

Pukthuanthong-Le, Elayan, et Rose (2007), montrent que la MSS et la MSP des pays souverains influencent le marché obligataire ainsi que le marché des actions. Alors que les changements de notes affectent ces deux marchés d'une façon insignifiante⁹⁸. En **2008, Hooper, Hume et Kim** trouvent les mêmes résultats.

En 2010, le FMI entreprit des études en vue de vérifier l'incidence de ces trois types d'annonces pour les pays souverains, il ressort que les MSS et les MSP ont plus d'influence que le changement de notes, il rejoint alors les résultats des recherches précédemment entreprises⁹⁹.

Les résultats de toutes ces études précédemment menées, nous affirment que l'impact d'une annonce qu'elle soit positive ou négative d'une agence de notation sur les marchés financiers est une évidence. Toutes les recherches s'accordent à dire, qu'une variation au niveau de la notation ou de perspective induit à une variation de la prime de risque et donc du taux d'intérêt. Les annonces positives ont tendance à faire baisser et contracter le taux d'intérêt alors qu'une annonce négative a tendance à le faire augmenter.

Nous pouvons ajouter que pour les notations souveraines deux paramètres sont pris en compte en vue de vérifier l'incidence sur les marchés financiers : la prime de risque sur les CDS, et le taux de rendement des obligations d'Etats en le comparant à une

⁹⁷ Kaminsky, G., & Schmukler, S. (2002). Emerging markets instability: Do sovereign ratings affect country risk and stock returns? *The World Bank Economic Review*, 16, P 171–195.

⁹⁸ Pukthuanthong-Le, K., Elayan, F., & Rose, L. (2007). Equity and debt market responses to sovereign credit ratings announcements. *Global Finance Journal*, 18, P 47–83.

⁹⁹ International Monetary Fund (2010). Resolving the crisis legacy and meeting new challenges to financial stability — Chapter I in *IMF Global Financial Stability Report: Meeting new challenges to stability and building a safer system*, April, 2010 P29.

référence qui généralement concerne l'Etat le plus performant économiquement. (Exemple de l'utilisation de l'Allemagne comme référence pour les autres pays de l'Union Européenne) et par la comparaison des spread de crédit.

1-3- L'impact sur le marché action :

D'après la littérature, en ce qui concerne les notations d'entreprises (*corporate ratings*), l'effet d'une annonce est double. Premièrement, l'effet se ressent sur les taux d'emprunts obligataires. En principe une annonce positive induit à une contraction du taux d'intérêt, contrairement à une annonce négative qui induit à une augmentation. Deuxièmement, l'impact se ressent sur la valeur des actions de l'entreprise dont la notation financière est mutée. En effet, certaines études montrent qu'une dégradation d'une entreprise de plusieurs crans provoque la chute de ces actions. Et un rehaussement de sa note n'augmenterait pas forcément la valeur de l'entreprise.

La réaction des cours aux changements des notes, et, en particulier, l'effet sur le rendement des actions, est asymétrique, ce qui signifie que le marché réagit plus fortement aux abaissements de notes qu'aux relèvements, cette asymétrie apparaissant par ailleurs moins importante pour les obligations que pour les actions. Plusieurs études indiquent que les rendements des actions peuvent être anormalement négatifs suite à des abaissements de notes d'obligations, alors que l'inverse n'est pas vérifié après des relèvements de notes.

Hand, Holthausen et Leftwich (1992) ont trouvé des résultats asymétriques s'agissant des réactions aux abaissements et relèvements de notations. Ils observent des rendements d'actions et d'obligations moyens négatifs en cas de dégradation et un effet positif plus faible en cas de relèvement. Toutefois, en cas de changement de notation attendu, les asymétries disparaissent pour les rendements des obligations, mais subsistent pour les rendements des actions¹⁰⁰. De même, selon **Ederington, Goh**

¹⁰⁰ Fernando GONZALEZ, incidence des notations sur les dynamiques de marchés : une revue de la littérature, Revue de la stabilité financière, N° 4 juin 2004, banque de France P 14.

et Nelson (1996), le marché boursier réagit à un abaissement de notations plus rapidement que ne le font les analystes et, contrairement aux abaissements, les relèvements de notations ne suscitent aucune réaction des marchés¹⁰¹.

D'après les travaux de F. Lantin publié dans « la conférence annuelle AFFI Lille de France 2008 »¹⁰², dans l'analyse de l'impact de la notation sur les cours de bourse, toutes les études d'évènements ont conduit aux mêmes résultats depuis les travaux sur le marché américain de Holthausen et al¹⁰³ jusqu'à ceux plus récents de Iankova *et al*,¹⁰⁴ sur le marché européen. Il existe donc une asymétrie moyenne de réaction des marchés actions aux modifications de *rating*, en ce sens où le cours boursier diminue en cas de baisse de note, alors que la réaction est nulle en cas d'annonce neutre ou positive.

La première raison justifiant l'évolution à la baisse réside dans l'information diffusée aux marchés par les dégradations. Selon Ederington,¹⁰⁵ bien que leur objectif initial soit de fournir une indication sur la qualité de crédit d'un émetteur de titres obligataires, les notes des agences auraient un contenu informationnel plus important que le cours des actions en intégrant les informations non connues des analystes boursiers. En effet, l'analyse réalisée par l'agence en collaboration avec les dirigeants de l'entreprise inclut des données non publiques prises en compte indirectement par les acteurs des marchés boursiers. Les changements de recommandation conduiraient à des variations de cours des actions de la firme si l'on admet la forme semi-forte d'efficacité des marchés financiers énoncée par Fama (1965) reprise dans sa nouvelle classification (Fama, 1991) dans la catégorie appelée études d'évènements. La seconde raison invoquée a pour origine les coûts supplémentaires imposés par

¹⁰¹ Idem

¹⁰² F- Lantin, Importance de la notation initiale et du type de changement dans la mesure de l'impact de la notation financière sur le marché d'actions, le cas des sociétés européennes de 1998 à 2006 ; conférence annuelles de AFFI, 2008, P 8

¹⁰³ Holthausen R.W. and Leftwich R.W. (1986), « The effect of bond rating changes on common stock prices », *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, P 57-89.

¹⁰⁴ Iankova E., Pochon F., Teïletche J. (2006), « L'impact des décisions d'agence : une comparaison au cas des actions françaises avec l'expérience internationale », *L'impact de la notation, Autorité des marchés financiers (AMF)*, Janv, P 3-24

¹⁰⁵ IMF, Jhon Kiff, Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings, working paper series 2012 P 11

les dégradations affectant la firme. En effet, la modification des conditions de financement au travers des hausses des *spreads* de taux, ou des clauses de remboursement immédiate (appelées *rating triggers* imposant en pratique le plus souvent des renégociations de taux) induites par une baisse de notation, entraîneraient une augmentation du coût de capital, des frais financiers, diminution de la valeur de la firme se traduisant par la baisse du cours boursier, impact négatif sur le potentiel de croissance de l'entreprise.

Pour justifier l'asymétrie de réaction des marchés, Vassalou et al¹⁰⁶ invoquent l'effet disciplinaire du rating sur les firmes. En effet, l'entreprise poursuit sa stratégie de risque et d'accroissement de son risque de défaut jusqu'au moment où l'agence de notation change sa note. En cas de baisse, le marché devient conscient de l'accroissement récent du risque de défaut. L'entreprise voit alors sa capacité à emprunter à court terme se réduire. De plus, ces annonces sont accompagnées de recommandations de la part des agences incitant l'entreprise à réduire son endettement. En conséquence, on assiste à une baisse du risque réel de défaut après une baisse de notation justifiant par ailleurs des rentabilités anormales positives après l'annonce et le retour à la situation initiale.

Voir l'annexe où sont recensées l'ensemble des travaux liés à l'incidence de la notation sur le marché d'actions, marché d'obligations et celui des CDS, depuis 1974 à 2004.

2- Présentation des résultats des travaux d'Afonso et al en 2012 :

Après avoir présenté les principales études et recherches effectuées en vue de vérifier l'incidence d'une annonce faite par les agences de notation sur les marchés financiers, nous présenterons maintenant, les résultats d'une récente étude effectuée par **António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes**, publié dans la revue :

¹⁰⁶ Vassalou M., Xing Y. (2003), "Equity returns following changes in default risk : New insights into the informational content of credit ratings", Working Paper, Columbia University P95-102.

« *Journal of International Money and Finance* »¹⁰⁷. Cette étude tente d'analyser la relation pouvant exister entre la notation souveraine et les marchés financiers, une application sur l'union européenne. « *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data* ».

L'étude couvre 24 pays européens, la période d'étude allant de 02/01/95 au 10/10/2010. Elle s'appuie sur des données en provenance des trois grandes agences de notation pour les annonces de notations de crédit (changement de notes, MSS, et MSP), elle couvre 96000 observations.

Les données sur les rendements des obligations d'Etat sur 10 ans sont en provenance de Reuters, alors que les données sur les primes de risque sur les CDS sont en provenance de Datastream.

Selon cette étude, depuis 1995, les agences de notation ont fait 394 annonces. Standard and Poor's et Fitch étaient les plus actives avec 150 et 138 annonces respectivement, alors que Moody's avec seulement 108 annonces. Selon l'étude la plupart des annonces sont des rehaussements de notes (167) et des mises sous perspectives positives (88), les dégradations sont d'ordre 79, et les mises sous perspectives négatives sont de 60 annonces.

Le tableau 31 montre l'écart de rendement des emprunts obligataires sur 10 ans des pays européens comparativement à l'Allemagne, en d'autres termes le spread de crédit, et montre aussi les CDS spread pour les différentes notations financières.

¹⁰⁷ António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, publié dans la revue « *Journal of International Money and Finance* » N° 31, 2012, P 606–638.

Tableau n°31 : Ecart de rendement et CDS spread selon la notation financière.

Notations	Ecart de rendements/Allemagne*			CDS spread/ Allemagne pb*		
	%					
	S&P	Moody's	Fitch	S&P	Moody's	Fitch
AAA	0.18	0.21	0.19	11.1	15.09	12.9
AA+	0.34	0.42	0.51	25.0	30.5	45.2
AA	0.58	0.57	0.31	49.2	35.3	17.3
AA-	1.09	0.63	1.09	17.7	9.5	72.1
A+	0.95	1.35	1.05	49.9	38.3	53.6
A	0.83	1.92	0.76	55.3	84.1	33.1
A-	1.76	2.10	2.15	60.8	149.5	69.8
BBB+	2.57	3.70	2.71	69.8	302.8	102.5
BBB	4.06	5.84	3.14	246.8	-	164.7
BBB-	5.05	2.39	4.59	144.7	225.6	248.1
<BB+	3.76	3.63	2.49	371.7	107.0	373.5

Source: António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, « *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data* », revue « *Journal of International Money and Finance* » N° 31 606–638. January 2012, page 610.

*il s'agit de l'écart de rendement moyen et de CDS spread moyen.

Nous pouvons lire à travers le tableau que les pays notés AAA payent en moyenne 0,2% de plus de spread que l'Allemagne. Nous pouvons aussi constater que plus, la note se détériore plus le taux obligataire sur 10 ans et la prime de risque pour les CDS augmentent. Les pays notés AA- et A+ payent 1% de plus que l'Allemagne lors de leurs émissions obligataires. Pour ceux noté A- le spread est autour de 2% de plus que l'Allemagne. Pour les notations spéculatives les primes de risque sont entre trois et cinq pourcents ou points de base.

Afin de vérifier avec précision l'impact de ces annonces, les auteurs se sont appuyés sur la méthode d'étude d'événement. L'annonce est faite en temps 0, la fenêtre d'événement (*window event*) est entre [-10, 0] et [0, 10], c'est-à-dire qu'on suit l'évolution des écarts des rendements obligataires sur 10 ans et des CDS spreads **10 jours avant et après** l'annonce.

Chapitre 4

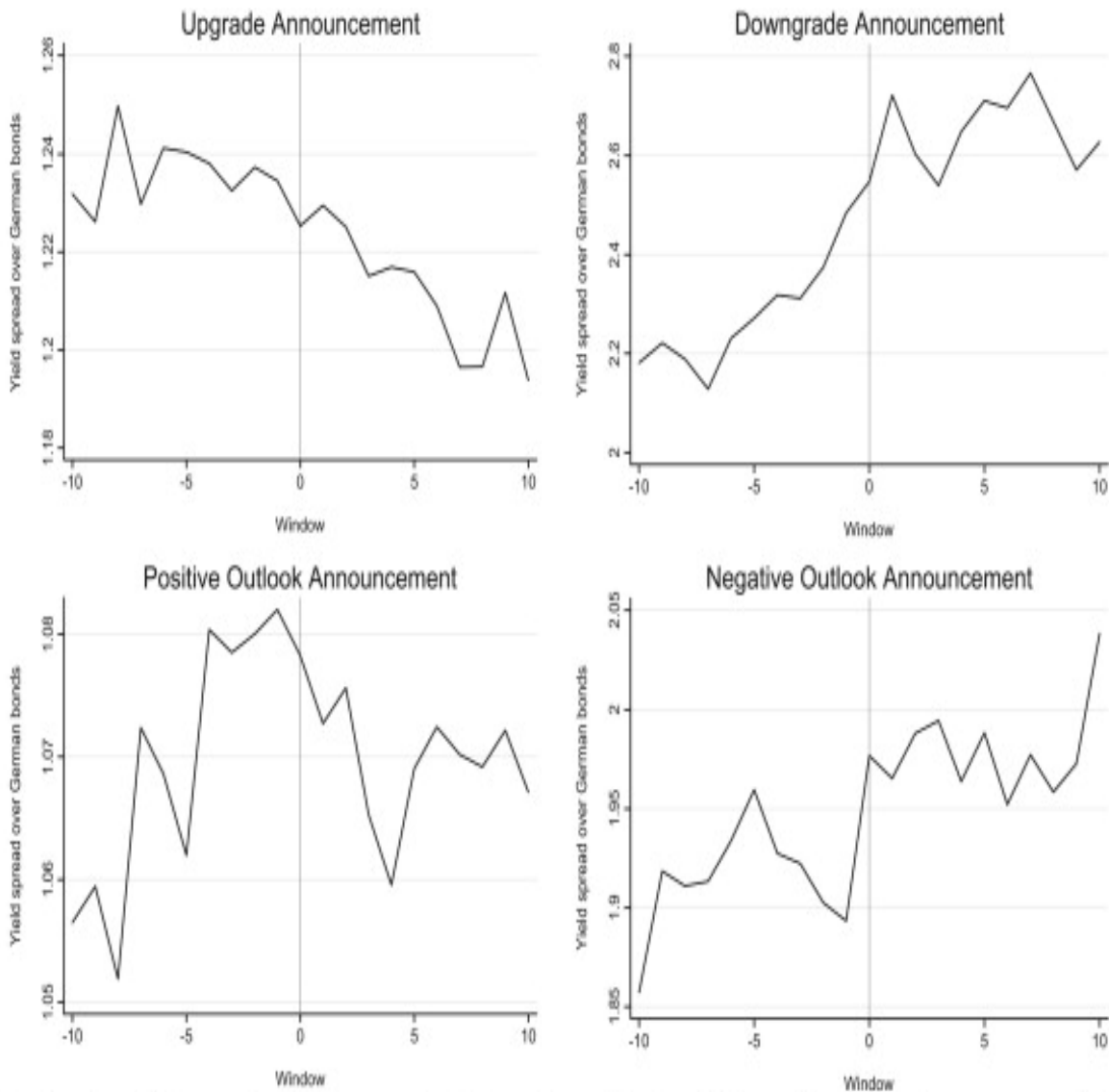
Les figures 11 et 12 illustrent l'évolution des écarts de rendements obligataires (*yield spread over Germany bonds*) et les CDS spread (*over Germany*) du tableau précédent, avant et après l'annonce. L'axe horizontal représente le nombre de jours.

Cette simple illustration nous affirme qu'après les annonces positives, que ce soit les rehaussements de note ou des mises sous perspectives positives les écarts de rendements et les CDS spread se contractent. Nous remarquons aussi qu'après les annonces négatives les écarts et les primes de risque de CDS augmentent.

Toujours d'après les deux illustrations, les écarts de rendement sont plus sensibles pour les dégradations que pour les upgradations. Les marchés ont tendance à anticiper les changements de notes (dégradations et upgradation) puisque les taux de rendements réagissent, augmentent et baissent avant l'annonce.

Pour les CDS spread, les changements de notes sont également anticipés, en effet, avant même l'annonce d'un rehaussement de note (upgradation), les marchés des CDS réagissent avec une chute des primes des risque (voir la figure 2 illustration 1 a gauche), la même chose est constaté pour les dégradations, par une augmentation des deux paramètres.

Figure 11 : Les écarts de rendement des taux obligataire à 10 ans avant et après l'annonce.

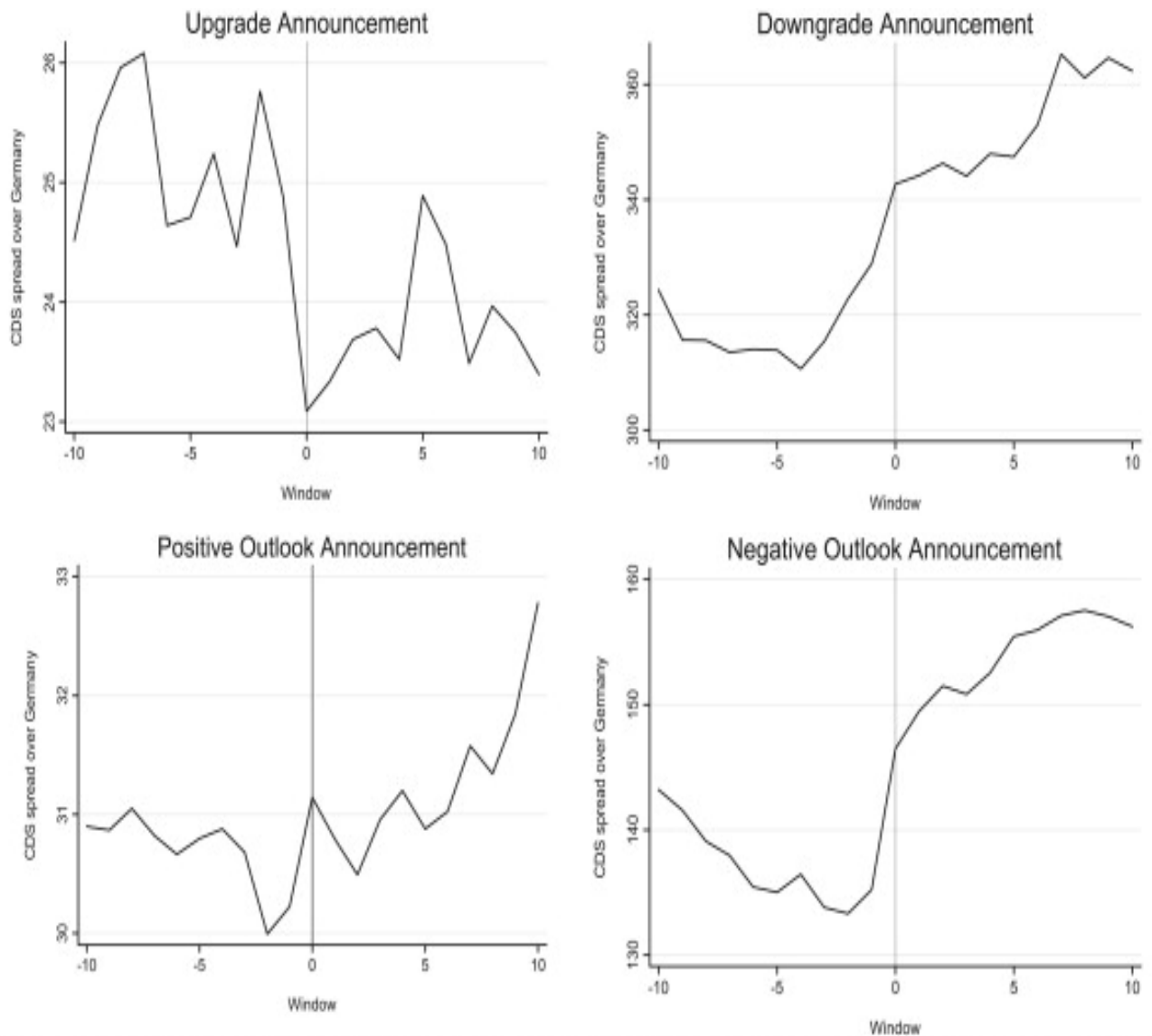


Note: based on 73 upgrades, 31 downgrades, 37 positive outlook and 28 negative outlook announcements for the 3 agencies. The number of days is in the horizontal axis.

Note : Upgrade announcement: rehaussement de note, downgrade: dégradation, positive (négative) outlook announcement : Mise sous perspective positive (négative).

Source : António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, « *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data* », revue « *Journal of International Money and Finance* » N° 31 606–638, January 2012, page 611.

Figure 12 : Les CDS spread avant et après l'annonce.



Note: based on 36 upgrades, 63 downgrades, 23 positive outlook and 44 negative outlook announcements for the 3 agencies. The number of days is in the horizontal axis.

Source : António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, « *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data* », revue « *Journal of International Money and Finance* » N° 31 606–638, January 2012, Page 612.

Afin d'affiner encore plus l'étude, les auteurs ont procédé une nouvelles fois, à une autre étude d'événement mais cette fois ci, en prenant une période très courte de deux jours, dans ce cas la fenêtre d'événement est de $[-1,0]$ et $[0,1]$. Le jour où l'événement (l'annonce) eu lieu correspond au temps t ici c'est 0. On observe par la suite la réaction des rendements obligataires et des CDS spread une journée avant et après (-1) l'annonce.

L'objectif étant de ne pas biaiser les résultats, car en prenant une courte période, nous pouvons éviter le problème de contamination (d'autres facteurs peuvent influencer les taux et les primes de risques).

La méthode d'étude d'événement permet en principe de comparer les rendement anormaux (*abnormal yields*) qu'on observe quand l'évènement se produit (l'annonce), et les rendements quand aucune annonce n'est eu lieu. Mais dans la présente étude, comme les données n'étaient pas disponibles, les auteurs se sont contentés de les comparer avec les rendements et primes de risque de l'Allemagne.

Le tableau 32 reporte les changements moyens entre $t - 1$ et $t + 1$ des écarts de rendements obligataires en pourcentage (les primes de risque de crédit) et les CDS spread en points de base. Les résultats montrent clairement que pendant qu'il ya une réaction significative des écarts de rendements et surtout des CDS spread pour les annonces négatives, la réaction de ces deux paramètres pour les annonces positives est muette et faible. En d'autres termes les modifications de notes sont essentiellement ressenties à l'occasion des annonces négatives que lors des annonces positives.

Ce résultat converge avec les précédentes recherches qui montrent que l'impact est ressentie d'une manière significatif sur les marchés financiers lorsque l'annonce véhicule une information négative. (Reisen and von Maltzan, 1999; Norden and Weber, 2004; Hull et al., 2004; Kräussl, 2005¹⁰⁸). Des études ont tenté d'expliquer ce résultat. Ces études expliquent que la réaction aux annonces positives et aux annonces

¹⁰⁸ António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, Op cit P 630

Chapitre 4

Tableau n° 32 : Réaction des spreads pendant l'évènement (l'annonce) pour la période [-1,1]

Spread	ADN	Evénements négatifs			Evénements positifs		
		[-1,1]	[-1,0]	[_0,1]	[-1,1]	[-1,0]	[_0,1]
Rendements Pourcentage %	S&P	0.115*** (4.07)	0.034 (1.29)	0.082** (2.62)	_0.003 (_0.21)	_0.007 (_1.04)	0.005 (0.55)
	Moody's	0.117 (1.38)	0.091 (1.58)	0.026 (0.44)	_0.027 (_1.59)	0.002 (0.13)	_0.030* (_1.71)
	Fitch	0.002 (0.02)	0.002 (0.03)	0.029 (0.99)	0.006 (0.52)	0.002 (0.03)	0.010 (0.88)
	All	0.081** (2.23)	0.036 (1.14)	0.054** (2.51)	_0.007 (_0.92)	_0.004 (_0.56)	_0.004 (_0.51)
CDS Points de base	S&P	5.842 (0.95)	7.486 (1.34)	_1.64 (_0.57)	_1.94* (_1.92)	_1.019 (_1.73)	_0.73 (_0.78)
	Moody's	23.633 (2.79) ***	10.142 (1.53)	13.491* (1.88)	0.727 (0.78)	_0.283 (_0.56)	_0.055 (_0.16)
	Fitch	13.768** (2.11)	10.735*** (2.62)	13.033 (0.81)	_0.145 (_0.15)	0.034 (0.06)	_0.179 (_0.45)
	All	12.523*** (3.12)	9.629*** (2.93)	3.254 (1.34)	_0.872 (_1.62)*	_0.524 (_1.56)	_0.347 (_0.91)

Note: les évènements positifs (négatifs) correspondent aux upgradations (dégradations) et aux MSS positives (négatives). Les écarts de rendements sont exprimés en pourcentage et les CDS spread en points de base. Les chiffres entre parenthèses correspondent au t de student ***, **, * significatif à 1%, 5%, 10%, respectivement. For instance, [-1, 1] signifie le changement de spread entre $t - 1$ et $t + 1$. All: correspond aux annonces des trois agences.

Source : António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, « *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data* », revue « *Journal of International Money and Finance* » N° 31 606–638, January 2012, Page 616.

négatives est asymétrique¹⁰⁹, et que les nouvelles négatives ont plus d'impact sur les attitudes des individus que les nouvelles positives et optimistes. En d'autres termes les investisseurs se préoccupent d'avantage des pertes qu'ils peuvent subir que des gains qu'ils pourraient avoir¹¹⁰.

D'après le tableau 32, avant une annonce négative faite par S&P le spread de crédit souverain était de 0.034%, après l'annonce le taux a augmenté de 0.082%. Du côté des annonces positives, avant l'annonce de Moody's d'une journée, l'écart de rendement était de 0.02%, après l'annonce d'une journée le taux a baissé de -0.030%. Si on considère l'ensemble des annonces des trois agences, on remarque le spread de crédit augmente de 0.01% après un événement négatif tandis qu'il baisse que de 0.007pb lorsqu'il s'agit d'un événement positif. Les taux de rendement sont plus sensible à une annonce négative qu'à une annonce positive.

Nous remarquons la même chose pour les CDS spread. Néanmoins, le tableau présente certaines contradictions, nous remarquons par exemple pendant que les écarts de rendements réagissent significativement aux annonces négatives de S&P (et marginalement pour les annonces de Moody's), les CDS spreads augmentent en présence des annonces négatives de Moody's et de Fitch et baissent plus significativement quand les annonces positives de S&P se produisent. En outre, dans certains cas comme le montre le tableau, malgré que l'événement est négatif, les deux paramètres pris en compte baissent. Il est de même pour les annonces positives. Cette différence de réaction s'explique par la différence dans le timing des annonces des trois agences. Dans la majorité des cas les annonces de dégradation faites par S&P précèdent les annonces de Moody's et de Fitch.

Finalement, nous remarquons que pendant que la réaction des écarts de rendements se ressent durant le deuxième jour, la réaction des CDS spreads se produit pendant le

¹⁰⁹ Soroka, S., 2006. Good news and bad news: asymmetric responses to economic information. *Journal of Politics* 68 (2), P 372–385.

¹¹⁰ Bowman, D, Minehart, D., Rabin, M., 1999. Loss aversion in a consumption-savings model. *Journal of Economic Behavior and Organization* 38 (2), P 155–178.

premier jour. Le marché des CDS anticipe et intègre les annonces faites par les agences de notation.

Après avoir présenté les plus importantes recherches relatives à l'impact des annonces des agences de notation sur les marchés financiers, nous présenterons dans la section suivante une étude qui retrace l'incidence de changement de note sur les marchés financiers européens.

Section 2 : Essai d'analyse de l'impact de la notation financière sur les marchés financiers de l'euro zone. (Etude empirique).

La littérature telle qu'elle est présentée, nous montre que les annonces faites par les agences de notation ont un impact évident sur les marchés financiers. Ce chapitre tente de démontrer qu'il existe une corrélation entre les changements de notations financières et les réactions excessives des marchés financiers, (le marché des actions et le marché obligataire). Notre objectif est de vérifier quel incidence aura un changement positif ou négatif d'une notation souveraine sur l'évolution des taux obligataire et des CDS, ainsi que l'incidence d'une notation d'entreprise (*corporate*) sur l'évolution des cours des actions.

Premièrement nous allons présenter la méthodologie de recherche en expliquant la méthode la plus utilisée dans ce domaine à savoir l'étude d'événement. Deuxièmement nous présenterons la source de nos données et le degré de leurs fiabilités, ainsi que l'échantillon sur lequel notre étude va porter, avant de passer à notre essai d'analyse.

1- Méthodologie de recherche :

Comme nous l'avons constaté dans la section précédente, de nombreux travaux académiques ont été consacrés à l'estimation de l'impact des annonces d'agences.

Ces études ont un point commun, l'utilisation d'une même méthode d'analyse : «*étude d'événement* ou *event study* ». En effet, dans l'ensemble des articles consultés dans ce travail de recherche, nous avons constaté que les auteurs ont recouru à la même méthode pour évaluer l'impact d'une annonce d'agence de notation sur les marchés financiers.

En quoi consiste alors cette méthode d'analyse? Comment une étude d'événement peut-elle apporter des éléments de réponse à la problématique posée? Pourquoi cette méthode de recherche est-elle plus adéquate que les autres méthodes telle que la méthode des moindres carrées (*least square methode*) ou autres?

1-1- Les études d'événements :

Pour analyser l'impact d'une décision d'agence sur le prix d'un actif financier (cours boursiers ou taux obligataire), les études empiriques se fondent généralement sur les études d'événements.

Les études d'événements sont fréquemment utilisées en finance pour analyser différents phénomènes (introduction en bourse, entrée/sortie d'indices...). L'objet est de rappeler comment cette méthodologie est appliquée à l'analyse des modifications de notations ou des mises sous surveillance.

Soit t_0 qui désigne le jour où est annoncée la décision d'agence. L'étude d'événement consiste à définir deux périodes :

- (i) une période de contrôle, $(t_A ; t_B)$, où l'on définit le comportement normal de l'action ou de l'obligation, cette période étant préalable à l'événement lui-même, $t_A < t_B < t_0$;
- (ii) l'autre période est une période d'observation du phénomène, $(t_C ; t_D)$, c'est-à-dire de mesurer l'incidence de l'événement sur la variable analysée (cours boursier ou prix de l'obligation).

Soit R_t qui désigne le **rendement de l'obligation** ou de l'action à la période t . On définit par AR_t le **rendement anormal** associé, c'est-à-dire le rendement du titre

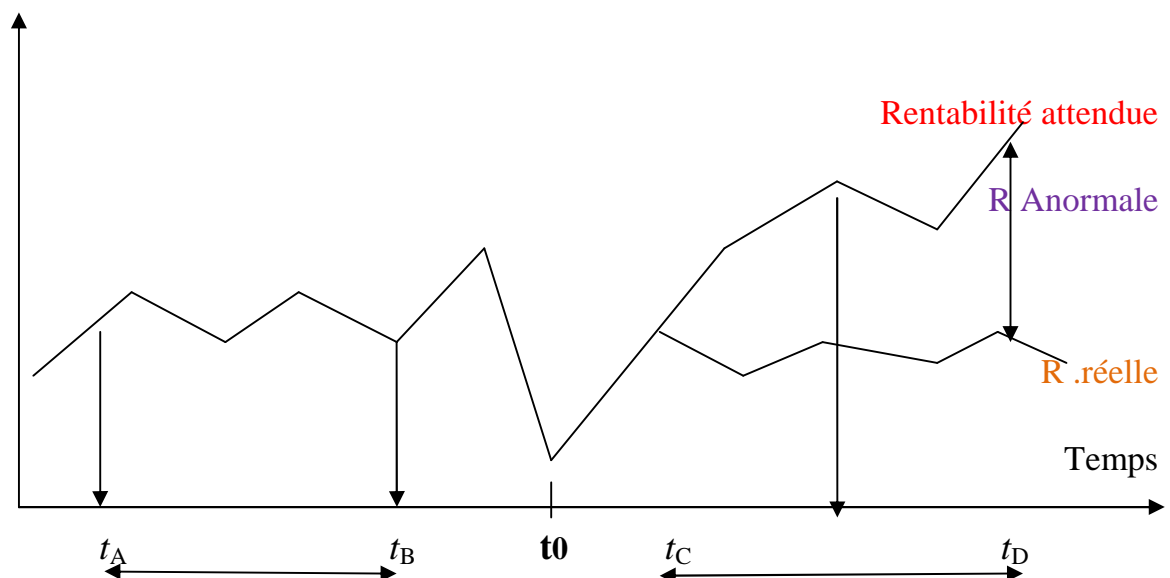
en excès de ce qu'il aurait dû être compte tenu des conditions de marché générales (telles qu'on peut les résumer par le **rendement du marché** R_{mt}). Le rendement anormal dans notre cas consiste en les rendements en excès suite à la baisse ou à la hausse d'une note après l'annonce d'une agence de notation.

Le rendement en excès (rendement anormal, *abnormal yields*) est défini simplement : par la comparaison du rendement de l'actif et du rendement du marché : $AR_t = R_t - R_{mt}$.

La figure 13 illustre le cas d'un événement intervenu à la date t_0 se traduisant par une rentabilité anormale négative. En effet, à partir de t_0 , la rentabilité réelle observée est inférieure à la rentabilité attendue déterminée à partir des données (cours ou rendement des obligations....) historiques sur la période d'estimation. Dans ce cas l'impact est vérifié, dans le cas ou $AR=0$ ($R_t = R_{mt}$) l'annonce n'a eu alors aucun impact.

Figure 13 : Mesure d'une rentabilité anormale négative

Rendement du titre



Source : F- Lantin, Importance de la notation initiale et du type de changement dans la mesure de l'impact de la notation financière sur le marché d'actions, le cas des sociétés européennes de 1998 à 2006 ; conférence annuelles de AFFI, 2008, P12.

Pour intégrer les éventuelles anticipations faites par les marchés et mesurer si l'impact de l'annonce est réparti sur plusieurs jours, les auteurs calculent les Rendements Anormaux Cumulés (RAC) ou (*Cumulative Abnormal Return CAR*) égale à la somme des rentabilités anormales (RA) sur la période étudiée.

Un test concernant la représentativité statistique des rentabilités anormales calculées est ensuite effectué afin de déterminer l'importance de la déviation constatée. Le test statistique consiste à tester la significativité des rendements cumulés sur la fenêtre d'événement. Dans la plupart des études, un test d'hypothèse t de Student est réalisé.

1-2 - Données et éléments d'analyse :

La méthode d'étude d'événement est la méthode la plus adéquate pour notre étude, toutefois, dans l'analyse que nous allons mener, à savoir vérifier l'impact de la notation souveraine sur le marché financier de l'euro zone notamment sur les taux obligataires et les CDS spread, nous ne pouvons appliquer la méthode d'étude d'événement telle qu'elle est représentée pour les raisons suivantes :

En effet, plusieurs facteurs nous empêchent de mener une étude d'événement, parmi ces facteurs, l'absence d'une base de données qui nous renseigne sur les valeurs journalières (quotidiennes) des rendements obligataires, des primes de risque, des CDS d'une part, d'autre part, la non disponibilité d'une base de données répertoriant les annonces (changements de notes positives/négatives ou mises sous surveillance négative/positive), des agences de notation sur la période étudiée.

Une absence de ces données nous handicape au niveau du calcul des rendements anormaux (AR). En effet, afin de calculer la variable AR il faut d'abord calculer les rendements attendus, ceci n'est possible que dans le cas de la disponibilité de données historiques sur la période estimée afin d'en faire des prévisions.

Afin de surpasser ces difficultés, nous avons mené un double travail. Premièrement nous avons recensé l'ensemble des annonces faites par les trois grandes agences de notation, Standard and Poor's, Moody's et Fitch affectant la zone euro

durant la période allant de 2009 à 2012. Ces annonces sont répertoriées par un suivi quotidien de changement de note ou de mise sous surveillance (journaux télévisés, presse écrite et presse en ligne). Cependant, un point important mérite d'être souligné, pendant notre période d'étude les annonces négatives prédominent tandis que les annonces positives sont très rares, en d'autres termes depuis 2007, les pays de la zone euro enchaînent les dégradations de leurs notes ; conséquence de la crise souveraine, qui a frappé l'Europe de plein fouet. Face à cette situation nous nous contenterons malheureusement de vérifier l'impact des annonces négatives sans avoir la possibilité de vérifier l'incidence des annonces positives sur les marchés financiers européens.

Deuxièmement, nous avons essayé de recenser les données relatives aux rendements obligataires, et CDS spread. Certaines de ces données notamment les taux d'intérêt à long terme et les primes de risque sont en provenance du site officiel de la Banque Centrale Européenne (BCE), (*voir en annexe*). D'autres en revanche (les CDS ou les prime sur CDS) sont en provenance du site officiel de Bloomberg.

Notre travail consistera à comparer les valeurs de ces variables avant et après l'annonce des dégradations et des surveillances négatives.

1-3 L'échantillon d'étude:

Le tableau 33 illustre les dégradations affectant les pays de la zone euro pendant la période allant de Janvier 2009 à Juillet 2012. Nous remarquons clairement la prédominance des annonces négatives. D'après le même tableau, le pays qui a été dégradé le plus est la Grèce. Sa notation financière a atteint la catégorie spéculative, S&P lui accorde le 28/12/2012 la note de C avant d'augmenter sa note de deux cran le mois de mai de l'année 2012 pour atteindre CCC suite aux différentes aides et tranches débloqués à son actif. La récente crise de la dette européenne a bouleversé toutes les certitudes du marché et des analystes quant à la solvabilité des pays développés, pour lesquelles une hypothèse de défaut était considérée comme impossible.

Chapitre 4

Tableau n°33 : Les dégradations et les mises sous surveillance négatives affectant la zone euro, du Janvier 2009 au Juillet 2012.

Date	Pays	ADN	Nature de l'annonce	Le changement de note
14/01/2009	Grèce	S&P	Dégradation	A A-
19/01/2009	Espagne	Fitch	Dégradation	AAA AA+
21/01/2009	Portugal	S&P	Dégradation	AA- A+
09/03/2009	Irlande	Fitch	Dégradation	AAA AA+
30/03/2009	Irlande	S&P	Dégradation	AAA AA+
27/04/2009	Portugal	S&P	MSSN	A-
08/06/2009	Irlande	S&P	Dégradation	AA+ AA
06/07/2009	Irlande	Moody's	Dégradation	Aaa Aa1
22/10/2009	Grèce	Fitch	Dégradation	A à A-
29/10/2009	Grèce	Moody's	MSSN	-
04/11/2009	Irlande	Fitch	Dégradation	AA AA-
07/12/2009	Grèce	S&P	MSSN	-
08/12/2009	Grèce	Fitch	Dégradation	A- à BBB
16/12/2009	Grèce	S&P	Dégradation	A- à BBB+
21/12/2009	Grèce	S&P	MSSN	A3
22 /12/2009	Grèce	Moody's	Dégradation	A1 A2
16/03/2010	Grèce	S&P	MSSN	BBB+
24/03/2010	Portugal	Fitch	Dégradation	AA AA-
30/03/2010	France	Fitch	MSSN	AAA
09/04/2010	Grèce	Fitch	Dégradation	BBB+ BBB-
22/04/2010	Grèce	Moody's	Dégradation	A2 A3
27/04/2010	Portugal	S&P	Dégradation	A+ A-
27/04/2010	Grèce	S&P	Dégradation	BBB+ BB+
24/04/2010	Espagne	S&P	Pers négative	-
28/04/2010	Espagne	S&P	Dégradation	AA+ AA
28/05/2010	Espagne	Moody's	Dégradation	AAA AA+
14/06/2010	Grèce	Moody's	Dégradation	A3 Ba1
17/06/2011	Italie	Moody's	MSSN	-
05/08/2011	USA	S&P	Dégradation	AAA AA+
17/10/11	France	Moody's	MSSN	AAA
29/03/2011	Grèce	S&P	Dégradation	BB+ BB-
09/05/2011	Grèce	S&P	Dégradation	BB- B
13/06/2011	Grèce	S&P	Dégradation	B CCC
15/11/2011	France	S&P	MSSN	AAA
05/12/2011	Allemagne	S&P	MSSN	AAA
05/12/2011	France	S&P	MSSN	AAA
05/12/2011	L'Autriche	S&P	MSSN	AAA

Chapitre 4

Tableau n° 33 (Suite 1) :

Date	Pays	ADN	Nature de l'annonce	Le changement de note
05/12/2011	Luxembourg	S&P	MSSN	AAA
05/11/2011	Pays bas	S&P	MSSN	AAA
05/11/2011	Finlande	S&P	MSSN	AAA
07/11/2011	France	Fitch	MSSN	AAA
12/12/2011	UE	Moody's	MSSN	-
16/12/2011	France	Fitch	MSSN	AAA
16/12/2011	Espagne	Fitch	MSSN	-
16/12/2011	Belgique	Fitch	MSSN	-
16/12/2011	Chypre	Fitch	MSSN	-
16/12/2011	Slovénie	Fitch	MSSN	-
13/01/2012	France	S&P	Dégradation	AAA AA+
13/01/2012	Autriche	S&P	Dégradation	AAA AA+
13/01/2012	Espagne	S&P	Dégradation	AA- A
13/01/2012	Italie	S&P	Dégradation	A BBB+
13/01/2012	Slovénie	S&P	Dégradation	AA- A
13/01/2012	Chypre	S&P	Dégradation	BBB BB+
13/01/2012	Malte	S&P	Dégradation	A A-
13/01/2012	Slovaquie	S&P	Dégradation	A+ A
13/01/2012	Portugal	S&P	Dégradation	A+ A
27/01/2012	Espagne	Fitch	Dégradation	AA+ AA
27/01/2012	Belgique	Fitch	Dégradation	AA- A
27/01/2012	Slovénie	Fitch	Dégradation	AA- A
27/01/2012	Chypre	Fitch	Dégradation	BBB BBB-
27/01/2012	Irlande	Fitch	Stable	BB+
14/02/2012	France	Moody's	Pers négative	AAA
/02/2012	Espagne	Moody's	Dégradation	A1 A3
22/02/12	Grèce	Fitch	Dégradation	B C
28/02/2012	Grèce	S&P	Dégradation	C
- /05/2012	Grèce	S&P	Rehaussement	C CCC
12/06/2012	Chypre	Moody's	Dégradation	-
18/05/2012	Grèce	Moody's	Dégradation	CCC
12/07/2012	Italie	Moody's	Dégradation	A3 Baa2
23/07/2012	Allemagne	Moody's	MSSN	Aaa
23/07/2012	Espagne	Moody's	MSSN	A3
23/07/2012	Luxembourg	Moody's	MSSN	Aaa
23/07/2012	Pays bas	Moody's	MSSN	Aaa

Chapitre 4

Sources: Adaptation personnelle, compilation multi sources
<http://www.fitchratings.com>, <http://www.moody's.com>, et
<http://www.standardandpoors.com> et autres.

Le tableau ci dessous nous renseigne sur le nombre d'annonces de la part des trois grandes agences de notation. Notre période d'étude débute du Janvier 2009 jusqu'au Juillet 2012.

Tableau n°34 : Nombre d'annonces faites par les trois agences entre Janvier 2009 et Juillet 2012 affectant la zone euro.

	Dégradations	Mise sous surveillance négative	Total	Taux
Moody's	08	08	16	23%
S&P	23	12	35	50%
Fitch	12	07	19	27%
Total	42	27	70	100%

Source : Adaptation personnelle d'après le tableau 34

Le nombre d'annonces de notre échantillon est de 70 annonces négatives, l'agence la plus active est Standard and Poor's avec 35 annonces suivie par l'agence Fitch avec 19 annonces puis de Moody's avec 16 annonces. 50% des annonces de notre échantillon sont en provenance de l'agence Standard and Poor's, 27% de Fitch et 23% de Moody's.

Notre échantillon est relativement important, mais il faut souligner que le nombre d'annonces de notre échantillon pendant la période étudiée, n'est pas issue d'une base de données bien étudiée, mais de notre collecte de données après le suivi quotidien des informations et des annonces de la presse écrite et en ligne, ainsi que des sites officiels des agences elles mêmes.

Chapitre 4

Par conséquent, le degré de fiabilité des données n'est pas important, dans le sens où une omission d'annonces pendant notre période d'étude est possible.

Nous remarquons aussi que notre échantillon d'étude est composé uniquement d'annonces négatives (dégradation et mise sous surveillance négative), pour cela, il nous est impossible de vérifier l'impact que pourrait avoir une annonce positive sur le marché financier de la zone euro.

Or, notre étude serait beaucoup plus complète et exhaustive en cas de disponibilité de ce type de données, afin de vérifier au même temps l'incidence des deux types d'annonces positives et négatives ainsi que les asymétries qui pourraient y avoir. Cette analyse aurait pu être menée si la période d'étude couvre les années d'avant la crise financière c'est-à-dire avant 2007 où les annonces positives étaient beaucoup plus nombreuses.

Tableau n° 35 : Répartition de l'échantillon selon le type d'annonce et de catégorie de note.

Catégorie de note	Baise de note		Total	Taux
	Dégradation	MSSN		
Catégorie d'investissement	35	16	51	87%
Catégorie spéculative	07	0	07	13%
Total	42	16	58	

Source : Adaptation personnelle d'après le tableau 34.

La catégorie d'investissement regroupe toutes les notes comprises selon l'échelle de notation de Standard and Poor's et Fitch entre AAA et BBB-. (Aaa et Baa3 selon l'échelle de notation de Moody's). La catégorie spéculative quant à elle regroupe les notes comprise entre BB+ et D selon l'échelle de notation de S&P.

D'après le tableau, 87% des annonces sont en catégorie d'investissement c'est-à-dire que le changement de note ou les MSSN concerne les notes d'investissement. La catégorie spéculative s'avère très restreinte et comprend seulement 07 évènements, soit 13% de l'échantillon total.

Le total des événements doit être en principe être égal à 70 événements, mais le tableau n°35 n'en comprend que 58 cette différence, est due aux données manquantes c'est-à-dire aux notes non disponibles de certains événements liés aux mises sous surveillance négatives (MSSN).

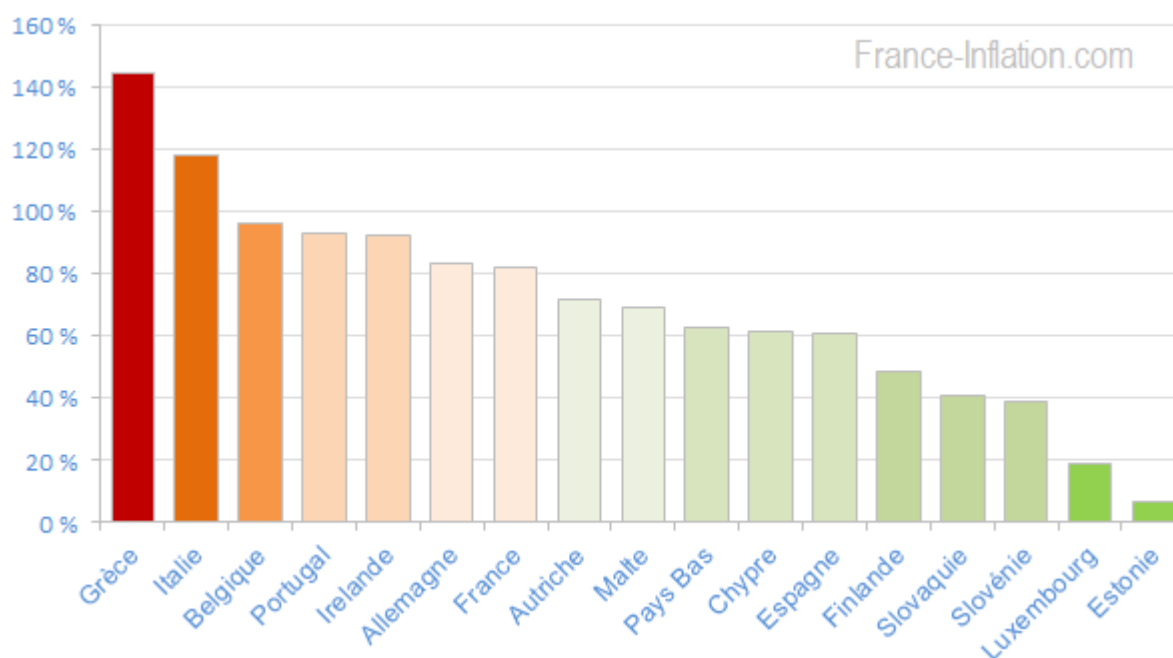
2- Impact de la notation souveraine sur le marché obligataire européen :

En septembre 2008, Lehman Brothers fait faillite, les marchés financiers plongent dans le rouge, les taux interbancaires et les primes de risques atteignent des sommets, la peur de la faillite surgie. Cet extrême instabilité des marchés financiers impose aux gouvernements des pays développés et émergents, d'intervenir en vue de sauver les banques en difficultés en injectant des capitaux, ayant pour conséquence l'augmentation de l'endettement public de ces Etats.

Ce contexte d'instabilité, provoque et engendre une crise de la dette pour les pays de la zone euro. En effet, depuis 2010, l'Europe entre officiellement en crise de la dette souveraine, qui signifie l'incapacité des membres de la zone euro d'honorer leurs engagements.

Cette crise a induit une augmentation des taux d'obligations sur les marchés européens. En fait, les taux des obligations liées au financement des dettes européennes sont ainsi en novembre 2011 parmi les plus élevés des pays industrialisés. Les pays les plus touchés sont principalement : la Grèce, le Portugal, l'Espagne, l'Italie, et l'Irlande.

Figure n°13 : La dette en % du PIB en 2010 des pays de la zone euro.



Source : France-inflation.com, date de consultation le 04/08/2012.

La figure 3 illustre le part des dettes en % du PIB ; nous pouvons constater clairement, l'importance des engagements des membres de la zone euro.

Il faut noter que lors de la création de l'euro, parmi les critères de convergence de Maastricht, l'endettement d'un pays ne devait pas dépasser les 60%. Or la figure 3 nous montre que l'ensemble des pays appartenant à la zone euro n'ont pas respecté la règle. En effet, la Grèce reste le pays le plus endetté de l'Europe avec une dette dépassant les 140% du PIB en 2010 et les 300% du PIB en 2011 ce qui est phénoménal pour un pays européen. L'Allemagne qui est considérée comme le pays le plus performant économiquement n'a pas fait exception, enregistrant un taux dépassant les 80% du PIB en 2010.

Plusieurs analystes ont critiqué les agences de notation pendant de la crise financière et actuellement après la crise de la dette souveraine en zone euro, leur reprochant d'aggraver la situation financière des Etats. Cet extrait d'un rapport de l'Assemblée nationale en 2010¹¹¹ le confirme :

¹¹¹ Rapport n°3034 de l'Assemblée Nationale de France.

« Divers commentateurs ont reproché à ces agences de notation, censées être des observateurs experts, de ne pas avoir anticipé la crise, d'avoir notamment négligé l'incohérence entre la réalité, même sous-estimée, de la situation économique grecque et son recours excessif à l'endettement ; puis d'avoir essentiellement suivi l'emballlement des marchés, peut-être trop soucieuses de ne pas répéter leur mauvaise performance dans la crise dite des subprimes, par une rétrogradation assez brutale des notes qui ne prend pas suffisamment en compte solidarité de la zone euro ; et d'avoir, au final, contribué à l'aggravation des difficultés de la Grèce. D'aucuns les ont qualifiées de « pompiers pyromanes. On peut à tout le moins constater le rôle procyclique des agences de notation. »

Les agences de notation suivent-elles ou commandent-elles les marchés ? Se poser cette question revient dans un premier temps à évaluer le caractère procyclique de la notation.

De nombreuses études ont d'ores et déjà apporté un éclairage sur ce sujet. Les analyses sont parfois contradictoires quant à leurs résultats quant à déterminer si le rating influence le marché par des prédictions auto réalisatrices ou si au contraire il arrive en aval des marchés.

Les précédentes études ont déjà mis en évidence que les dégradations de notes ont une influence sur les rendements de marché relativement importants, alors que les relèvements de notes sont anticipés à l'avance par les marchés. D'autre part, les dégradations entraînent un effet pro cyclique par une augmentation des primes de risque et du service de la dette. Elles altèrent ainsi un peu plus la capacité de remboursement de l'entité en question. Les mises sous surveillance peuvent avoir un effet supérieur aux changements de notes elles-mêmes, en ce qu'elles introduisent une part supplémentaire d'incertitude et donc une part incitative à la spéculation et aux comportements mimétiques dans l'attente d'une dégradation véritable ou d'un redressement.

Dans un article récent, Norbert Gaillard¹¹² avait mis en évidence que les relèvements et abaissements de notes souveraines ont un impact sur les rendements de marché, les premiers se traduisant par une diminution des primes de risque, les seconds aboutissant à une hausse des primes de risque. Ce constat n'est pas nouveau et avait déjà été mis en évidence lors de crises précédentes, notamment la crise asiatique mais s'est révélé particulièrement aiguë dans le cas de la dégradation des notes souveraines de la Grèce, du Portugal et de l'Espagne, avec un effet de contagion important sur l'Italie et l'Irlande notamment.

Nous allons maintenant mener une analyse afin de vérifier l'impact de la notation souveraine sur les rendements obligataires des pays en zone euro, les primes de risque ainsi que sur les Credit Default Swap (CDS). Mais avant il est intéressant de voir l'évolution du marché obligataire européen pendant ces quatre dernières années. La figure 14 illustre l'évolution du taux à 10ans des pays de la zone euro.

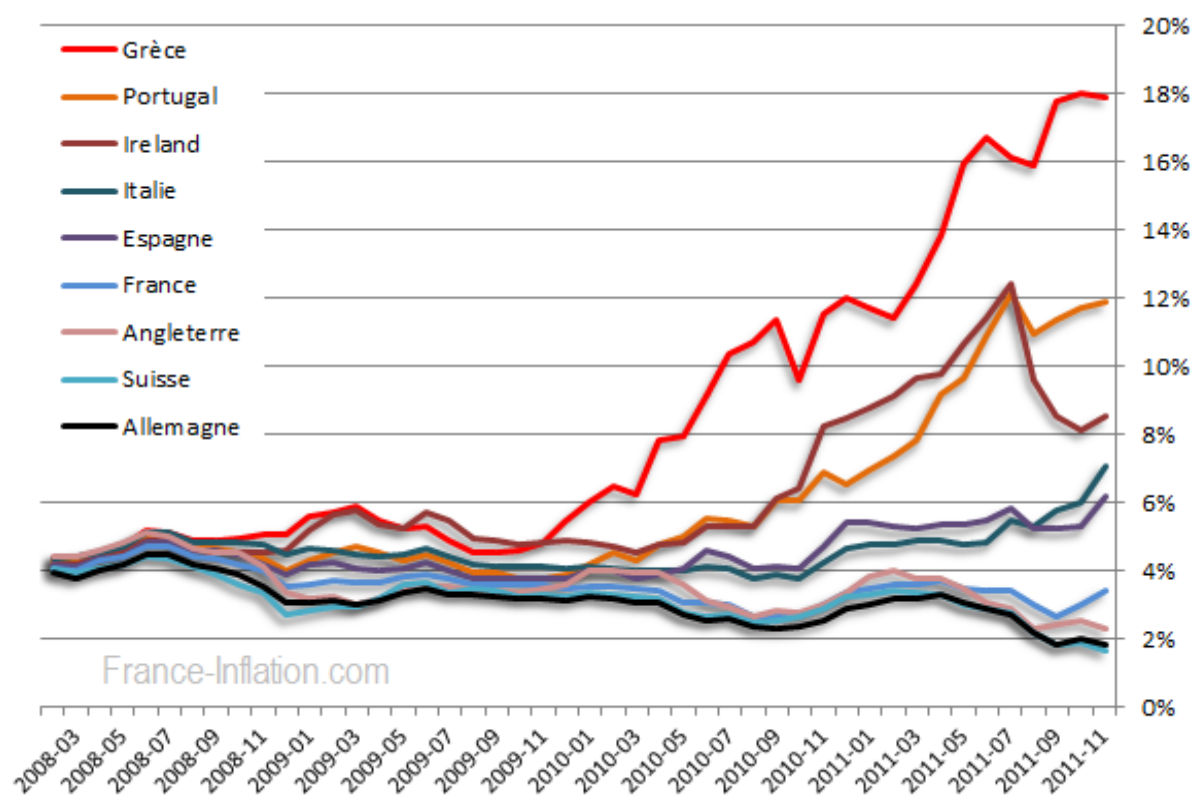
Comme nous pouvons le constater le taux à 10 ans de la plupart des pays européens à augmenter depuis 2008.

La Grèce enregistre le taux le plus élevé, près de 18% en septembre 2011, à ce niveau l'Etat grecque trouve des difficultés à faire appel au marché pour placer ses obligations du trésor. Le Portugal est le deuxième pays à souffrir de la hausse des taux, suivi de près par l'Irlande. L'Italie et l'Espagne enregistrent un taux environnant les 6% en novembre 2011. La France quant à elle enregistre des taux significativement aux dessus de ceux de l'Allemagne, entre 1% et 2% suivant les périodes.

La hausse des taux obligataires a comme conséquence l'alourdissement des coûts de la dette. En d'autres termes, à un taux significativement important un Etat trouvera des difficultés à se financer sur le marché et à placer ses bons de trésor.

¹¹² Gaillard (Norbert), *Fitch, Moody's and S&P's Sovereign Ratings and EMBI Global Spreads: Lessons from 1993-2007*, International Research Journal of Finance and Economics, avril 2009 P 615.

Figure n°14: Evolution du taux sur 10ans de quelques pays européens.



Source : France-inflation.com, date de consultation le 04/08/2012.

Dans ces circonstances, les Etats ont tendance à intervenir en vue de donner un signal fort aux marchés financiers afin de les calmer, en recapitalisant les banques, en intervenant par le biais de la banque centrale européenne (BCE), ou en annonçant la mise en place des réformes pouvant améliorer la situation financière des pays en difficultés.

Nous nous intéresserons maintenant, à la contribution des agences de notation à cette instabilité qui a affecté les pays de la zone euro. Comme mentionné auparavant, de nombreux analystes estiment que ces agences ont joué un grand rôle dans l'aggravation de la crise.

Chapitre 4

Il existe en effet, une corrélation entre le taux d'emprunt d'Etat sur 10 ans et les notations attribuées par les agences de notation. Plus la note est basse, plus le taux d'emprunts augmente c'est ce que montre le tableau ci-dessous.

Tableau n°36 : Une très forte corrélation entre la dette (coût des obligations) et la notation.

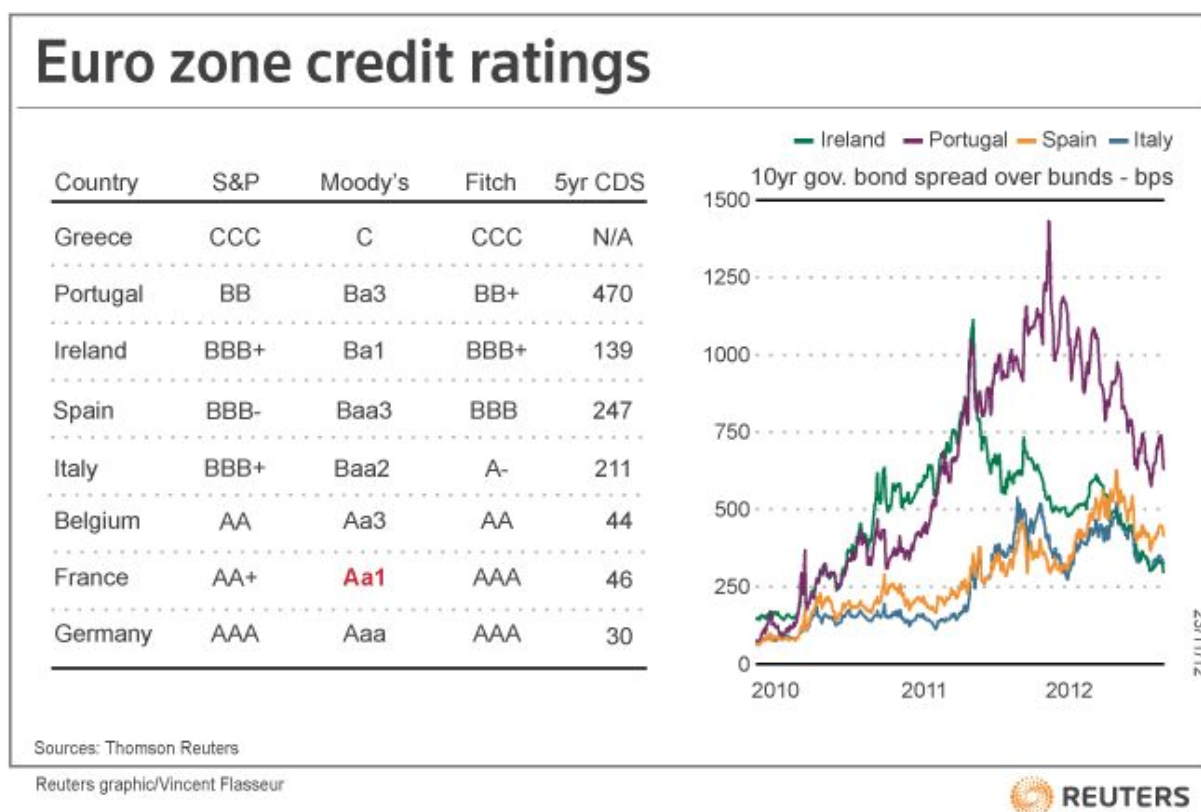
Pays	Taux d'emprunts à 10 ans*	Notation
Irlande	8.1%	BBB+
Etats-Unis	1.88%	AA+
Portugal	12.4%	BB
Royaume Unis	2.13%	
France	2.94%	AA+
Espagne	5%	A+
Allemagne	1.93%	AAA
Italie	7%	BBB+
Grèce	29.67%	C

*février 2012.

Source : Investir le journal des finances, N°1988, du 11 au 17 février 2012 page 13.

L'Allemagne gardant encore sont triple A emprunte à des taux très bas entre 1% et 2%, par contre la Grèce qui est noté en catégorie spéculative emprunte à des taux très élevés, en février 2012 l'Etat grecque pouvait emprunter à un taux environnant les 30%. La corrélation entre les deux variables est donc négative, plus la note attribuées est mauvaise, plus le pays subie des charges financières alourdissant ses finances publiques.

Figure n°15 : Notation financière des pays de la zone euro en Novembre 2012.



Source : [http : //www.reuters-graphic/vincent-flasseur/23-11-12/euro-zone-credit-rating.html](http://www.reuters-graphic/vincent-flasseur/23-11-12/euro-zone-credit-rating.html). Consulté le 24/11/2012.

La figure ci-dessus, nous montre la notation financière des trois grandes agences pour certains pays de l'euro zone, en novembre 2012. A gauche de la figure, le graphe représente les primes de risque pour les obligations d'Etat sur 10 ans (en points de base) des PIIS, depuis 2010 à 2012.

Les deux figures, font ressortir la corrélation existant entre la notation financière et les primes de risque (*bond spread*). En effet, les pays possédant de faibles notes sont sanctionnés par le marché par des primes de risques élevées. C'est le cas du Portugal noté en catégorie spéculative par les trois agences, et dont les primes de risque ont connu une augmentation constante depuis 2010, le pique est atteint au début de 2012, en enregistrant un peu moins de 1500 pbs pour les obligations sur dix ans, et 450 pbs pour les CDS sur 5ans (*5 years CDS*). L'Italie est noté BBB+ par S&P, elle possède donc la même note que l'Irlande. Mais nous constatons que, malgré les deux pays

ont une note similaire, l'Italie emprunte a des taux plus favorables, enregistrant des primes de risque inférieure à 500pbs, entre la période 2010 et 2011, contrairement à l'Irlande qui a enregistré des primes de risque atteignant les 1000pbs en 2011 ; mais vers la fin de 2012 les deux pays se rejoignent en enregistrant des taux similaires entre 250pbs et 500 pbs.

Une autre remarque peut être ressortie de la figure. Nous remarquons en effet, la différence dans les notations attribuées par les trois agences. Nous remarquons que la France est noté le 23/11/2012, AA+ par S&P sachant qu'elle a été dégradée par la même agence le 13 Janvier 2012, Moody's quant a elle, ce n'est que récemment, le 22/11/2012 qu'elle dégrade la France d'un cran faisant passer sa note à Aa1 avec une perspective négative, (*negative outlook*), alors que pour Fitch, la France mérite toujours sont AAA. Il y a donc clairement une hétérogénéité dans la perception du risque de la part des trois agences. La différence entre les notes est d'un cran (*one notch en anglais*). Le timing des annonces n'est pas le même pour les trois agences, au moment où S&P dégrade la France, Moody's juge que le pays est suffisamment solide pour conserver son triple AAA, ce n'est que vers la fin de l'année de 2012 que l'agence décide de lui retirer la plus haute note, par contre Fitch reste fidèle à sa position en jugeant que la France doit conserver AAA. Cette situation s'explique en partie par la différence dans la pondération des facteurs pris en comptes par les agences dans leurs analyses, autrement dit, certains facteurs peuvent être plus importants pour une agence que pour une autre. De récentes études¹¹³ confirment que lorsque la note est confirmée par les trois grandes agences au même moment, son impact sur les marchés est beaucoup plus ressenti que lorsqu'une note est confirmée que par une seule agence.

Dans le souci de clarté, nous tenterons d'affiner notre étude par la présentation de deux cas d'analyse de l'impact que pourrait avoir le changement d'une notation souveraine sur un marché financier déterminé.

¹¹³ António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, « *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data* », revue « *Journal of International Money and Finance* » N° 31 606–638, January 2012, Page 620.

Premièrement nous présenterons le cas de la dégradation de la France et ses conséquences sur le marché obligataire français. Ensuite nous présenterons le cas spécifique de la Grèce qui a connu des dégradations en cascade de sa note depuis 2009 jusqu'à atteindre la catégorie spéculative.

2-1- Conséquences de la dégradation de la France :

Le 5 décembre 2011, S&P a placé sous surveillance négative les notes de 15 pays de la zone euro, dont les six notés AAA. Et l'agence a indiqué qu'elle pourrait être amenée à les dégrader rapidement si le sommet européen qui se tenait trois jours plus tard n'apportait pas de solution à la crise de la dette souveraine susceptible de rétablir la confiance.

Le tableau 34 recense avec précision les pays mis sous surveillance négative de la par de l'agence Standard and Poor's. La France figure parmi les six pays menacés de perdre leur triple A.

Le vendredi 13 janvier 2012, S&P met ses menaces en exécution, en effet, la note de la France a été dégradée d'un cran passant d'AAA à AA+. *Quelles étaient alors les conséquences de cette dégradation sur la France ?*

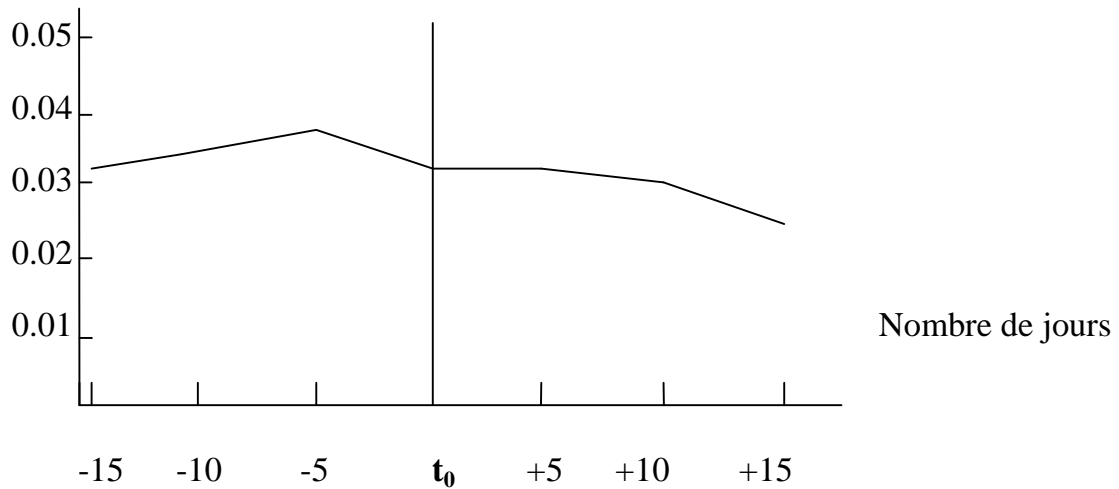
Afin de répondre à cette question nous allons analyser l'évolution du taux obligataires à 10ans de la France autour de l'événement lui-même. En d'autres termes, nous vérifierons l'évolution des taux avant et après l'annonce sachant que la fenêtre d'événement (*window event*) est comprise entre $[-15 \ 0]$, et $[0 \ +15]$, c'est-à-dire 15 jours avant et 15 jours après l'annonce de la dégradation. Les statistiques sont mentionnées en annexes 5 et 6, la ligne jaune correspond à la date de l'événement.

La figure ci-dessous nous renseigne sur la réaction du taux obligataire sur 10 ans français après cette dégradation de la par de S&P.

Sur le marché obligataire, le taux de l'obligation française à dix ans ne s'est tendu que très modérément à 3,066% contre 3,032% jeudi à la clôture.

Figure n°16 : Taux d'intérêt à 10ans avant et après l'annonce de la dégradation de la France.

Taux d'intérêt à 10ans



Source : Adaptation personnelle d'après les données de l'Annexe n°5.

Nous remarquons clairement que l'annonce de la dégradation n'a pas eu un grand impact sur le taux obligataire. En effet, avant l'annonce de 15 jours le taux était de 3.03%, dix jours avant l'annonce le taux a augmenté pour atteindre les 3.19%, il continu sa hausse jusqu'à 3.37% cinq jours avant l'annonce. En temps t_0 le taux a baissé à 3.12%. Après l'annonce de dégradation le taux à baissé tout au long des 15 jours suivants et enregistre 2.98%. *Comment expliquer ce résultat contraire, à ce que nous avons vu jusqu'à maintenant ?*

Cyril Regnat, stratéguiste obligataire, donne un aperçu et explique que "Les marchés résistent plutôt bien car ils ont déjà intégré depuis plusieurs semaines une perte du AAA français". Les annonces de modification de perspective ont parfois plus d'effet que les dégradations effectives elles-mêmes (puisque ces dernières sont attendues de longue date). En effet, les menaces permettent aux marchés de s'adapter et d'anticiper l'évolution possible des notations. Ainsi, dans le cas de la France, l'annonce de décembre 2011 a eu un effet immédiat, les taux français avaient bondi, alors que les taux allemands se détendaient. L'écart de rendement entre les obligations françaises et allemandes à 10 ans était passé de 0,92 à 1,33 % en trois jours. Par contre, en janvier 2012, l'abaissement effectif de la note de la France ne s'est pas

traduit par une hausse des taux. Un phénomène similaire s'était produit pour les États-Unis quelques mois plus tôt.

2-2- Le cas spécifique de la Grèce :

La crise grecque commence le 16 octobre 2009 quand le nouveau gouvernement concède que le déficit budgétaire dépasserait les 10% du PIB¹¹⁴. En effet, la Grèce enregistrerait un déficit budgétaire de 14% en 2009. La dette publique atteindrait 115% du PIB¹¹⁵. Par la suite, l'agence de notation Fitch abaisse la note de la dette grecque en dessous du niveau A, déclassement sans précédent d'un pays européen. Depuis les dégradations des trois grandes agences se succèdent enfonçant ainsi l'Etat grecque dans une crise profonde.

Le tableau ci-dessous montre l'évolution et la réaction des CDS spread après chaque dégradation affectant la Grèce.

Tableau n° 37 : Variation des CDS spread Grecque pendant la période étudiée

Dates de dégradations	ADN	Type d'annonce	CDS spread (Point de base)*
22/10/2009	Fitch	Dégradation	113.78
29/0/2009	Moody's	MSSN	126.68
07/12/2009	S&P	MSSN	152.17
08/12/2009	Fitch	Dégradation	192.55
16/12/2009	S&P	Dégradation	218.85
21/12/2009	S&P	Dégradation	272.22
16/03/2010	S&P	MSSN	293.57
09/04/2010	Fitch	Dégradation	495.34
22/04/2010	Moody's	Dégradation	612.98
27/04/2010	S&P	Dégradation	893.84
14/06/2010	Moody's	Dégradation	713.45

Source : Adaptation personnelle d'après les données de :

*<http://www.bloomberg.com/grecque/cds.spread.pb.html> consulté le 09/06/2012.

¹¹⁴ Sebastian Paulo, l'Europe et la crise économique mondiale, Fondation Robert Schuman, avril 2011, page 09.

¹¹⁵ Idem.

Le tableau 37 nous montre la variation des flux de CDS sur la dette grecque de 2009 à 2010. Les données utilisées sont reprises dans l'annexe n°8.

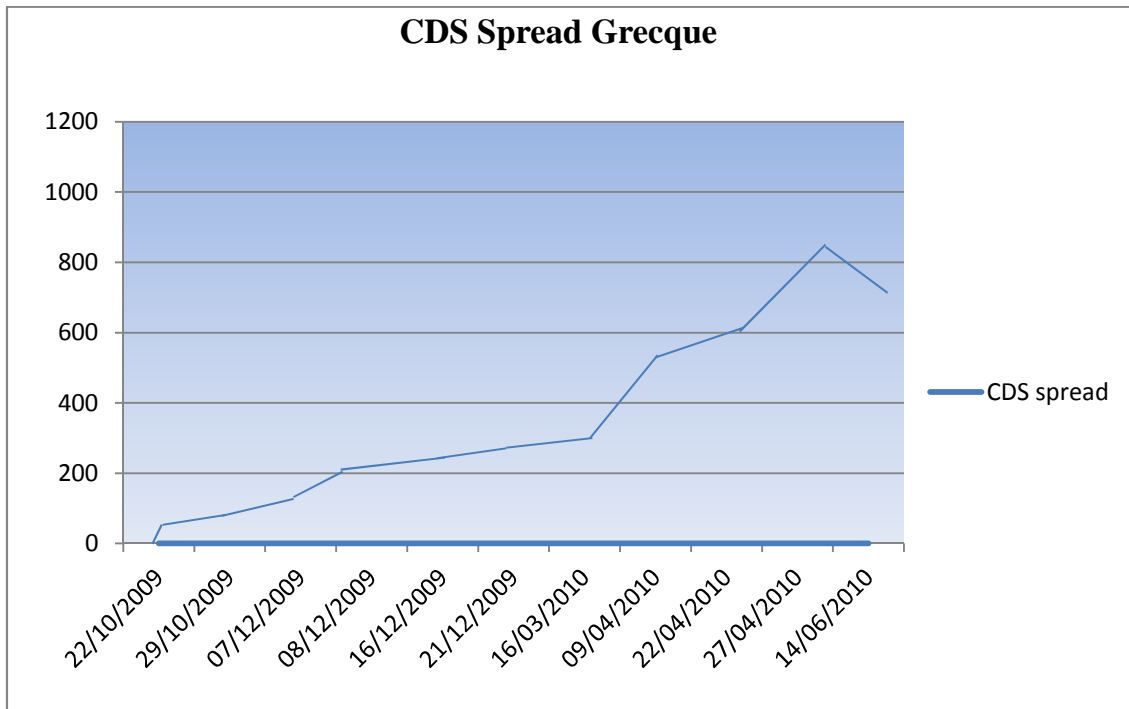
La figure 17 reprend les données du tableau, nous remarquons alors une augmentation des primes sur CDS. Le niveau des CDS, exprimé ici en points de base, permet de mettre nettement en valeur une hausse de ces flux pendant la période de crise.

Cependant, on remarque plusieurs discontinuités dans ce graphique et nous chercherons à savoir si les annonces des dégradations de note peuvent constituer une explication de ces fractionnements des flux. Pour cela il convient de revenir sur la période donnée, sur le nombre et les dates des annonces de changements de note par les trois principales agences de notation.

La première date du 22 octobre 2010, date de la première dégradation de Fitch, signe les prémices de la hausse des CDS. Alors que depuis le début du second semestre 2010, les CDS grecs s'étaient toujours maintenus dans une fourchette allant de 98 à 138pdb maximum, l'annonce de Fitch contribue à une augmentation continue des CDS pendant tout le mois de novembre, ceux-ci frôlant la barre des 200 points de base. Les annonces successives de S&P et de Fitch le 7 et le 8 décembre signent symboliquement le passage au-delà de la barre des 200pdb.

Au même moment les révélations du gouvernement grec sur les finances publiques sont publiées. L'incertitude sur le futur se fait sentir au premier trimestre 2010, les agences de notation hésitant encore à dégrader de nouveau, et attendant l'annonce des mesures prises à la fois par le gouvernement grec et par les décideurs au niveau européen. Le mois d'avril signe le début d'une série de dégradations massives par les agences provoquant une explosion des niveaux des CDS. L'annonce du 22 avril de la dégradation de la note grecque provoque une hausse spectaculaire des prix des CDS en une journée passant de 490.66 points de base à 612.89 points de base. Le 7 mai 2010 le niveau des CDS atteint le pic avec un niveau de 973.5586 points de base. Il semble ainsi clairement qu'à chaque dégradation, les prix des CDS réagissent rapidement à la hausse ; il existe ainsi une forte corrélation entre les annonces proprement dites et le niveau des CDS.

Figure n°17: Evolution des primes sur CDS Grecque après les dégradations de sa note



Source : Réalisation personnelle d'après les données du site officiel de Bloomberg¹¹⁶.

Dans le cas spécifique de la Grèce, la notion d'incertitude est fondamentale dans la mesure où elle décrit une situation dans laquelle les différents investisseurs ne peuvent s'accorder sur les variables susceptibles d'influencer les prix futurs. Aussi, sont ils conduits dans leur analyse à prendre en compte ce qu'ils pensent être l'opinion des autres, bien plus que leur propre opinion sur l'évolution des fondamentaux. Cela revient à répondre à cette interrogation :

«*Comment dois-je anticiper la manière dont les autres interprètent mes propres anticipations sur leurs anticipations ?* ». Ce questionnement en cercle vicieux accroît le sentiment d'incertitude et d'insécurité des acteurs. Dans le cas de la dette souveraine grecque et de son risque de défaut, la spéculation, résultant des anticipations des

¹¹⁶ <http://www.bloomberg.com> Consulté le 09/06/2012.

acteurs sur les anticipations du « marché » s'est incarnée sur le marché de gré à gré des CDS.¹¹⁷

Le marché des CDS est un marché autonome et non régulé de telle sorte que l'usage potentiellement de ces produits de couverture dans une optique purement spéculatif a pris une ampleur importante dans le cas de la dette grecque, aboutissant à une envolée des flux de CDS. Cette pratique consiste en réalité pour un investisseur à contracter un CDS, et donc une assurance, pour un risque auquel il n'est pas exposé. On parle alors de CDS « nus » sur des obligations ou titres de dettes qu'ils ne détiennent pas.

En effet, La structure du contrat définissant un CDS n'interdit pas la possibilité de posséder un contrat sans pour autant posséder de sous-jacent. Il suffit en fait de définir l'entité de référence et un montant notionnel qui peut tout à fait être supérieur au montant total de la dette de cette entité ! Ainsi un fond de pension F peut acheter un CDS à une banque B pour un notionnel de 100 millions de dollars portant sur une entreprise E. Si cette entreprise se trouve en défaut de paiement vis-à-vis de ses créanciers dont F ne fait même pas partie alors B sera contrainte de verser à E 100 millions de dollars. On voit alors immédiatement que l'intérêt de F se trouve dans le défaut de E.

L'intérêt de ces spéculateurs est que la perception du risque demeure la plus élevée possible, pour faire augmenter en proportion les primes qui leur sont alors allouées. En d'autres termes, plus la situation de la Grèce se détériore, plus les spéculateurs voient leurs actifs se valoriser. Ces derniers peuvent faire courir des rumeurs comme la faillite de l'Etat grecque afin de rehausser la valeur de leurs titres. Les investisseurs voyons les primes de risque augmenter concluent à une faillite certaine de la Grèce, demande à leur tour des taux d'intérêts plus élevés, alourdissant la charge financière de la Grèce. Les annonces des agences de notation faites dans ce contexte se concrétisent et deviennent réalité.

En effet, lorsque les investisseurs anticipent une aggravation des risques de défaut, la demande de protection (d'assurance) sur la détention de ces titres croît.

¹¹⁷ Céline BEGON, Le rôle des agences de notation dans la crise de la dette européenne : Pouvoirs et insuffisances du rating souverain en zone euro, science po de Toulouse, 2011 Page 34.

Autrement dit, les primes de risque, autrement appelés CDS augmentent. Cette hausse des prix est interprétée comme une indication objective du risque de défaut de la Grèce et le marché exige alors une rémunération plus importante pour la détention d'obligations grecques, faisant mécaniquement augmenter les taux d'intérêts, alourdissant la charge de la dette. Les risques d'insolvabilité augmentent encore et ainsi de suite, formant une spirale d'endettement.

Afin de vérifier l'impact d'une annonce avec précision, nous allons suivre l'évolution du taux de rendement sur 10 ans autour d'un événement bien déterminé.

Soit t_0 le jour de l'événement c'est-à-dire la date de l'annonce de la dégradation faite par Standard and Poor's le 27/04/2010, qui marque le passage de la note grecque vers la catégorie spéculative.

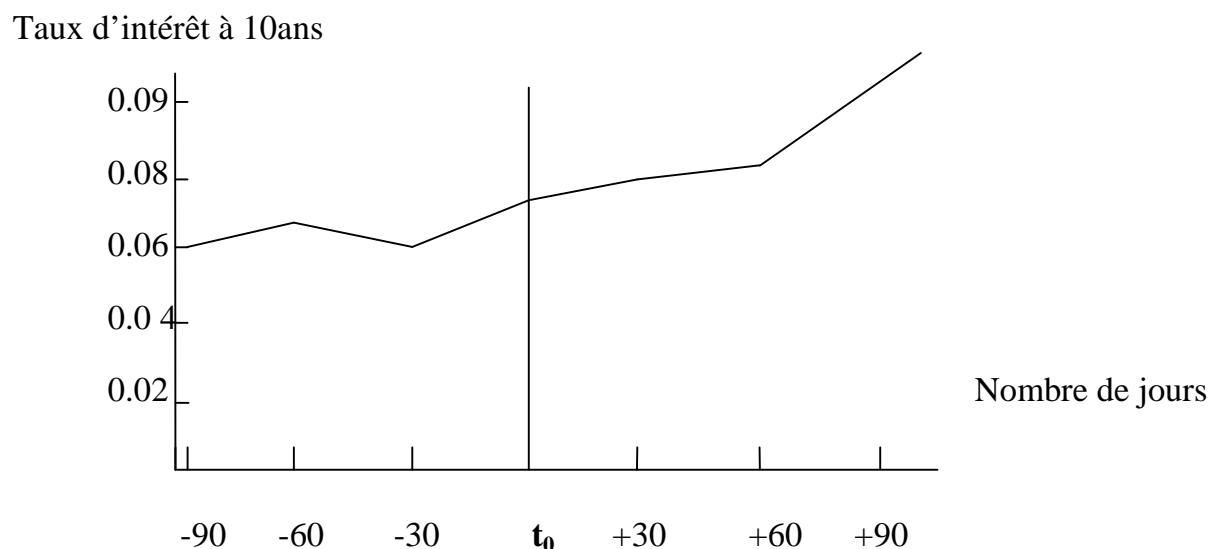
La figure 18 montre l'évolution des taux de rendement sur 10 ans de la Grèce, avant et après l'annonce de la dégradation. La fenêtre d'événement étant $[-90 \ 0]$, $[0 \ +90]$, c'est-à-dire que la période d'observation couvre la période de 90 jours avant et après l'annonce d'une dégradation.

Le schéma montre clairement que la dégradation par l'agence S&P provoque une augmentation des taux d'intérêts. En effet, avant l'annonce de 90 jours le taux obligataire sur 10 ans était de 6.06%, avant 30 jours le taux était de 6.24%. Le jour de l'annonce le taux rebondit à 7.83%, un mois après la dégradation, le taux continu de monter pour atteindre 7.97%.

Le mois suivant c'est-à-dire 60 jours après l'annonce, le taux atteint 9.10%, 90 jours après, la Grèce pouvait emprunter à un taux équivalent à 10.34%. Nous pouvons confirmer que le marché obligataire réagit à une annonce négative de la part d'une agence de notation.

Ces résultats rejoignent ceux précédemment vérifiés dans la littérature. Nous pouvons donc confirmer notre première hypothèse qui dicte que :

Figure n° 18 : Taux d'intérêt sur 10ans avant et après l'annonce de dégradation.



Source : Réalisation personnelle d'après les données publiées par la BCE (voir annexe7)

l'annonce augmentation/ dégradation provoque systématiquement une variation du taux d'intérêt obligataires, des primes de risque et des CDS spread. Tout en confirmant aussi que dans certains cas, lorsque le marché anticipe l'annonce des agences, le marché ne réagit pas au changement de note car il a déjà intégré la décision.

3- Relation et interconnexion entre le risque souverain et le risque bancaire :

Lors des périodes de crise sur les marchés financiers, les interconnexions s'accroissent entre risque souverain et risque bancaire. La crise souveraine en Europe nous illustre clairement cette interconnexion. En effet, Les tensions sur un pays souverain peuvent se répercuter sur les conditions de refinancement et la solvabilité des banques par plusieurs canaux.¹¹⁸ Parmi ces canaux, le canal des portefeuilles d'actifs détenus par les banques : les pertes enregistrées sur

¹¹⁸ La typologie retenue est celle du rapport publié par le CGFS, "The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions", 29 avril 2011. Le CGFS est l'un des principaux comités de la Banque des règlements internationaux (BRI) avec le Committee on banking supervision et le Committee on payment and settlement systems.

les portefeuilles souverains impactent les bilans bancaires et contribuent au renchérissement du coût de financement de ces dernières, l'autre canal est celui des notations : la notation d'un souverain représentant le plus souvent un « plafond » pour les banques du pays concerné. À ce titre, le rapport du *Committee on the Global Financial System* (CGFS) cité en note de bas de page montre notamment que :¹¹⁹

- Fin 2010, seules 2 % des banques situées dans des pays européens dont les notations de crédit étaient inférieures à AAA, avaient elles-mêmes des notations supérieures à celles du pays concerné (par exemple, une banque AAA établie dans un pays AA+),
- Ce lien entre notations des banques et du souverain a été plus marqué encore pendant la crise : depuis août 2007, 64 % des banques situées sur le sol du souverain ont vu leur notation diminuer dans les six mois suivant la baisse de notation du souverain.

Christian Noyer le gouverneur de la Banque de France, explique ¹²⁰:

« Les États, comme les institutions financières, peuvent être soit illiquides, soit insolubles, ou les deux à la fois. Dans de nombreux cas, cette distinction est floue. Lorsque l'incertitude est élevée, les États sont confrontés à des pénuries de liquidité et n'ont pas d'autre choix que d'émettre de nouveaux titres de dette à des taux d'intérêt toujours plus élevés, ce qui amène à douter de leur solvabilité finale, déclenchant ainsi une spirale négative... La solvabilité des banques dépend de leur exposition au risque souverain. Cette circularité génère de puissants mécanismes de rétroaction qui peuvent entraîner un gel total du marché ».

Afin de vérifier ces propos sur le terrain comparant les expositions des banques européennes à la dette souveraine, et la capitalisation boursière de certaines banques afin de ressortir la corrélation pouvant exister.

¹¹⁹ Les impacts de la crise de l'endettement sur les marchés et système bancaire, Banque de France documents et débats, N°4 mai 2012. P01

¹²⁰ Extrait de « Europe : une crise financière et pas monétaire » Intervention de Christian Noyer, gouverneur de la Banque de France, Rapport publié le 28 novembre 2011, P 23

Tableau n°38 : Montant de la dette souveraine européenne détenue par les banques

Banques	Montant de la dette (Milliard d'euros)
BNP Paribas	140
HSBC Holdings	117
Uni crédit	85
Commerzbank	83
ING Bank	76
Société Générale	75
RBS	74
Barclays	71
Intesa Sampaolo	67

Source : Les Echos « le quotidien de l'économie », n°153 le 12 et 13 aout 2012, P19.

Le tableau 38 nous montre les expositions des banques à la dette souveraine européenne, en d'autres termes le montant de la dette européenne détenu par certaines banques

Le tableau ci-dessous, nous montre que la plupart des banques européennes sont vulnérables en cas de crise souveraine. La banque française BNP Paribas est la plus exposée au risque souverain, elle détient un montant de 140 milliard d'euros de dette européenne, suivie par HSBC Holding avec un montant de 117 milliard d'euros.

Vérifions maintenant, l'évolution de la valeur boursière de certaines banques sur un an. Le tableau 39 recense les plus fortes baisses de certaines banques européennes.

L'évolution des capitalisations boursières a reflété les craintes sur les titres de certains pays européens. Les valeurs bancaires ont subi une baisse très forte. Entre juillet 2011 et juin 2012, la Société Générale a perdu en un an 54% de sa valeur sachant qu'elle détient 75 milliard d'euro de dette européenne, l'action de BNP Paribas a fondu de 45% au cours des 12 derniers mois, la banque est aussi exposée au risque souverain en détenant 140 milliard d'euro de dette en Europe. Commerzbank a perdu 53% en un an

Tableau n°39 : Les plus fortes baisses en bourse, évolution boursière sur un an des banques européennes.

Banques	Capitalisation Boursière%
UNI Banka	-58
Société Générale	-54
Banco Popolare	-54
Commerzbank	-53
BNP Paribas	-45
Banca Popolare Di Milano	-44
Crédit Suisse	-38
Dexia	-38
Uni crédit	-35
Crédit Agricole	-33
RBS	-44

Source : Les Echos « le quotidien de l'économie », n° 153 le 12 et 13 aout 2012, P20.

La principale explication avancée par les investisseurs est celle de la surexposition du secteur bancaire, en particulier européen, au risque souverain européen. Autrement dit, les banques auraient détenu des titres de dette des pays européens en difficulté à un niveau jugé trop important. Les évolutions dans la zone euro ont pu faire craindre aux investisseurs de nouvelles dégradations dans les portefeuilles bancaires dues à un potentiel défaut de la Grèce, voire d'autres pays périphériques. L'endettement des Etats pénalisent les institutions financières.

La seconde série d'explications est à chercher dans des évènements exogènes, les dégradations des notations financières des principales banques par les agences de notation. En effet, en principe il existe une relation entre les dégradations faites par les agences et la chute des cours boursiers de ces banques. C'est ce que nous allons essayer de démontrer.

Chapitre 4

Tableau n°40 : Exposition des banques européennes à la dette des PIIGS en 2011.

Euro/million	Maturité								Pourcentage %*
	3mois	1an	2ans	3ans	5ans	10ans	15ans	Total	
Portugal									
Deutsche Bank	3.9	181.9	3.5	0.0	236.6	76.8	48.7	551.4	5.87%
Commerzbank	0.0	0.0	3.1	0.0	97.5	366.6	475.0	942.2	10.00%
Banco Santander	162.9	185.7	285.2	46.6	837.2	747.4	196.7	2461.8	26.23%
BBVA	201.1	134.0	4.0	1.0	1.0	71.0	73.0	485.0	5.16%
Banco Popular Espagnol	0.0	0.0	0.0	6.0	40.0	83.0	312.0	441.0	4.69%
BNP Paribas	235.7	196.3	157.9	375.4	307.6	593.9	89.4	1956.3	20.84%
Crédit Agricole	104.6	437.0	121.0	12.1	4.0	0.0	0.0	678.7	7.23%
BPCE	107.2	55.7	25.7	12.1	38.8	97.8	0.0	337.3	3.59%
Société Générale	26.3	414.9	18.7	18.2	39.5	63.9	13.5	595.0	6.33%
RBS	64.4	7.9	0.0	0.0	9.8	98.5	26.0	206.6	2.20%
HSBC	257.0	20.0	0.0	8.0	150.0	73.0	60.0	568.0	6.05%
Banca Monte	0.0	0.0	41.0	0.0	108.0	13.0	0.0	162.0	1.72%
Total								9385.3	100%
Irlande									
Bank of Ireland	301	674	865	1060	897	1115	43	4955	74.62%

Chapitre 4

Tableau n°40 (suite 1) :									
	Maturité								
Euro/million	3mois	1 an	2ans	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	Total	Pourcentage %*
Société générale	2	282	317	14	27	126	5	771	11.62%
BNP Paribas	35	0.0	0.0	3	66	405	0.0	568	8.55%
BPCE	5.2	0.0	3.0	34.2	10.3	122.9	170.5	346.1	5.21%
Total								6640.1	100%
Italie									
Intesa Sanpaolo	7603	14094	5239	5392	4831	8128	11669	56956	34.04%
unicredit	15374	12126	3766	4636	5330	5963	2633	49828	29.78%
Banca Monto	1085	3509	1770	3510	1870	8197	10437	30379	18.15%
BNP Paribas	482	2194	1572	1112	1999	9981	5411	22750	13.59%
Deutsche bank	210	484	334	92	311	809	899	3139	1.87%
BBVA	51	271	75	706	1857	628	677	4266	2.54%
Total								167318	100%
Grèce									
BNP Paribas	36	254	314	431	347	1095	1729	4206	37.30%
Commerzbank	0	13	4	0	29	221	2699	2967	26.31%
BPCE	0	70	102	23	0	208	892	1295	11.48%
Deutsche Bank	21	304	152	114	53	62	168	875	7.76%

Chapitre 4

Tableau n°40 (suite 2) :									
	Maturité								
Euro/million	3mois	1 an	2ans	3 ans	5 ans	10 ans	15 ans	Total	Pourcentage %*
RBS	0	41	24	98	35	392	239	830	7.36%
Unicredit	0	86	33	89	109	239	7	563	4.99%
HSBC	0	152	52	87	118	79	56	539	4.78%
Total								11275	100%
Espagne									
BBVA	8736	8274	4647	6772	11071	14486	2063	56049	37.75%
Banker Stander	31908	12735	4104	2271	3642	16172	5053	47885	32.24%
BFA Bankia	1082	3023	2728	2018	4691	8909	6760	29391	19.79%
HSBC	38	416	650	84	129	249	328	1894	1.27%
Deusche Bank	234	390	124	107	346	252	414	1867	1.25%
BNP Paribas	525.2	854.3	274.1	465.8	701.3	987.3	683.4	4491.3	3.03%
Société Générale	414.5	828.8	487.5	292.8	353.6	654.7	321.4	3353.3	3.02%
Crédit Agricole	834	441	220	154	63	61	17	1791	1.20%
BPCE	118	748	35	430	99	329	25	1782	1.19%
Total								148503.6	100%

*Taux d'exposition de la banque à la dette du pays concerné.

Source : Adaptation personnelle d'après la base de données publiée sur le site : <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-08/european-banks-sovereign-debt-exposure-by-country-table-.html>, Consulté le 18/09/2012.

Chapitre 4

Pour plus de précisions, regardons les deux tableaux 40 et 41 qui démontrent le montant de la dette souveraine détenus par les banques européennes dans les pays, les plus touchés par la crise : les PIIGS et les pays considérés comme refuge c'est-à-dire les pays qui sont considérés moins risqués et en qui les investisseurs ont confiance, et ceci selon la maturité des obligations détenues. La mauvaise santé des pays périphériques de la zone euro (Grèce, Portugal, Irlande...) est généralement présentée comme la cause principale de la chute des valeurs bancaires. Selon cette grille d'analyse, l'exposition des banques européennes aux dettes souveraines entraîne en effet une forte méfiance des marchés à leur égard.

A travers le tableau 40, nous pouvons faire ressortir l'interconnexion entre la dette souveraine et les banques européennes, et l'effet de contagion qui peut y exister. En effet, de nombreuses banques européennes détiennent des obligations de maturité allant de 3mois à 10ans des pays souverains européens. Ce qui signifie que toute incapacité des Etats de faire face à leurs engagements se répercute directement sur l'ensemble du secteur bancaire.

Les cases jaunes des deux tableaux correspondent au taux d'exposition le plus élevé des banques à la dette souveraine selon le pays concerné. Nous pouvons remarquer que certaines banques sont fortement exposées au risque souverain tandis que d'autres le sont moins. C'est le cas de la banque française BNP Paribas qui enregistre des taux d'exposition trop importants à la dette des PIIGS, en effet, elle est exposée à hauteur de 20.84% à la dette portugaise, 11.62% à la dette Irlandaise, 13.59% à la dette Italienne et enfin 37.30% de la dette grecque. Par conséquent la fragilité de la banque et son exposition au risque souverain est une évidence. En effet, en cas de l'incapacité de ces Etats à rembourser leurs dettes, les actifs de ces banques sont systématiquement touchés. Cette situation peut expliquer la dégradation successive des banques qu'elles soient nationales ou étrangères, trois mois à six mois après la dégradation de ces Etats. Plus la banque est exposé au risque souverain plus elle risque d'être dégradée les mois qui suivent la dégradation du pays proprement dit. Toujours d'après les deux tableaux nous pouvons confirmer que

les banques nationales sont en premier les plus exposées au risque de la dette souveraine puisque en générale ce sont elles qui détiennent une part non négligeable de la dette du pays auquel elles appartiennent, c'est le cas par exemple des banques espagnoles BBVA, Banker Santander, BFA Bankia qui sont fortement exposées à la dette espagnole, de la banque d'Irlande qui détient à elle seule 74.62% de la dette Irlandaise. La même chose est constatée pour les banques françaises : BNP Paribas, Société Générale, Crédit Agricole et BPCE qui sont exposées toutes les quatre réunies à hauteur de 88.44% à la dette française. Nous comprenons donc qu'en général les banques nationales son les premières à être pénalisées en situation de crise souveraine, et que toute dégradation affectant le pays en crise se répercute négativement sur l'ensemble du secteur bancaire.

Le tableau ci-dessous (41), illustre l'exposition des banques à la dette souveraine autres que les PIIGS, c'est-à-dire les pays qui sont considérés comme plus stables et qui sont plus ou moins épargnés par la crise. Nous constatons que le volume des obligations allemandes détenues par les banques est important. L'Allemagne est considérée par les investisseurs comme un pays solide économiquement c'est pourquoi le pays ne trouve pas de difficultés à écouler ses obligations et à mettre à terme les opérations d'émissions à des taux très favorables.

Comme pour les PIIGS, les banques sont aussi exposées au risque de ces pays, puisqu'elles détiennent des parts importantes de leurs dettes. Néanmoins, le risque de voir les actifs de ces banques touchés est infime, puisque ces Etats sont beaucoup moins touchés que les pays précédents qui eux frôlent la faillite.

En définitif, la série de dégradations affectant le secteur bancaire européen en 2011 et 2012, peut s'expliquer en partie par la détention des banques européennes des dettes souveraines de plusieurs pays de la zone euro se retrouvant en difficultés financières. En générale, la dégradation d'un pays affecte en premiers lieu les banques de ce même pays, qui voient leurs notes se dégradés quelques mois après. Comme en la déjà constaté lors de la dégradation de la France et de l'Espagne. Mais l'impact est

beaucoup plus large du fait de l'effet de contagion vers d'autres banques étrangères n'appartenant pas au pays dégradé. En effet, une banque détenant un portefeuille diversifié, composé d'obligations des différents pays européens sera directement affectée en cas de difficultés des pays souverains composant son portefeuille.

Cette situation est très bien illustrée par les tableaux 40 et 41, la majorité des banques détiennent au même temps, des dettes des pays de la zone euro. C'est le cas de la Société Générale, BNP Paribas, de BBVA, Deutsche Bank, d'Unicredit et d' HSBC qui sont exposées au risque souverain de plusieurs pays à la fois.

D'après ce qui précède, nous ne pouvons confirmer notre troisième hypothèse traduite sous les termes : une dégradation/ augmentation de la notation d'un pays, influence positivement/négativement la capacité d'emprunter des entreprises de ce même pays. Car le contexte de crise et le manque d'information quant au rehaussement de notes des entreprise nous ont imposé de se limité à vérifier l'impact d'une annonce négative d'un pays sur le secteur bancaire de ce même pays, et l'impact de la même annonce sur les banques étrangères.

Par contre nous pouvons confirmer qu'il existe belle est bien un effet de contagions du risque souverain vers le secteur bancaire. Une dégradation d'un pays affecte directement les banques de ce même pays et même les banques étrangères qui détiennent la dette du pays dégradé.

Chapitre 4

Tableau n°41: Exposition des banques à la dette des pays performants de la zone euro en 2011.

Maturité									
Euro/Million	3mois	1an	2ans	3ans	5ans	10 ans	15ans	Total	Pourcentage%*
Autriche									
Unicredit	617	491	33	38	15	1393	289	2877	20.85%
BNP Paribas	1	370	1	350	135	1086	29	1972	14.29%
Dexia	21	29	56	59	119	537	992	1814	13.14%
Deutsche Bank	9	49	1	15	756	123	838	1790	12.97%
Commerzbank	165	0	2	185	174	9	755	1290	9.34%
Société Générale	3	60	0	71	72	508	454	1168	8.46%
HSBC	187	0	3	4	133	436	365	1128	8.17%
Barclays	0	10	0	66	365	448	9	898	6.50%
RBS	0	27	15	82	72	250	421	860	6.32%
Total								13797	100%
Belgique									
Dexia	589	68	1075	284	169	334	1277	3795	28.10%
Barclays	80	619	176	217	2030	365	308	3794	28.09%
Deutsche Bank	228	608	407	845	121	904	188	3300	24.40%
RBS	10	394	117	340	15	729	460	2065	15.29%

Chapitre 4

Tableau n° 41 (suite 1) :									
Euro/Million	3mois	1an	2ans	3ans	5ans	10 ans	15ans	Total	Pourcentage%*
Commerzbank	20	68	8	90	109	2	253	548	4.05%
Total								13502	100%
France									
ING Bank	517	1952	245	485	1051	3363	1197	8811	7.17%
Commerzbank	189	442	77	80	206	352	755	2102	1.71%
Banko Santander	947	161	62	42	181	369	141	1904	1.55%
BBVA	21	240	6	19	18	229	1	534	0.43%
BNP Paribas	568.1	1260.2	847.0	715.2	3437.9	8235	5502.5	20566.1	16.74%
Crédit Agricole	3658.6	1071.8	2216.7	1213.7	1974.5	7305.2	7687.1	25127.5	20.46%
BPCE	5004.9	6033.8	6362.9	669.6	2241.2	14281.4	7904.8	42498.5	34.60%
Société Générale	1311.6	705.1	3963.6	1323.6	3250.6	8146.8	1743.5	20444.8	16.64%
Dexia	23	45	104	13	19	125	476	806	0.65%
Total								122793.9	100%
Allemagne									
Commerzbank	2145	5141	3727	3185	4011	9576	10517	38199	16.25%
LBS	4302	4898	4070	1903	3367	3019	7363	28929	12.30%
DZ Bank	933	3030	2862	2722	5541	6372	7233	28693	12.20%

Chapitre 4

Tableau n° 41 (suite 2) :									
Euro/Million	3mois	1an	2ans	3ans	5ans	10 ans	15ans	Total	Pourcentage%*
Deutsche Bank	5509	6666	3278	1699	2158	2644	5435	27389	11.65%
RBS	500	2852	4160	2687	3910	4387	2112	20607	8.13%
Unicredit	1142	2023	7300	4192	2147	1034	1278	19126	8.12%
Barclays	21	203	1627	1134	6520	2962	2038	14506	6.17%
SEB	5644	393	1173	852	4051	2213	56	14382	6.18%
Société Générale	24	882	4456	587	2585	4307	943	13785	5.12%
BNP Paribas	128	2746	2692	393	3276	1256	2432	12927	4.53%
BPCE	92	787	807	352	151	278	305	2772	1.17%
HSBC	304	1979	1372	379	2806	694	1814	9348	3.97%
Crédit Agricole	20	2	120	300	758	1133	194	2526	1.07%
Banco Santander	117	346	317	193	341	392	164	1882	8.00%
Total								235071	100%

*Taux d'exposition à la dette du pays concerné.

Source : Adaptation personnelle d'après la base de données publiée sur le site : <http://www.bloomberg.com/news/2011-12-08/european-banks-sovereign-debt-exposure-by-country-table-.html>, Consulté et téléchargée le 18/09/2012.

4- Impact de changement de note sur les cours boursiers bancaires :

La section précédente nous renseigne que la réaction des cours aux changements des notes des entreprises, et en particulier, l'effet sur le rendement des actions, est asymétrique, ce qui signifie que le marché réagit plus fortement aux abaissements de notes qu'aux relèvements. Dans cette partie nous tenterons de vérifier ce résultat en observant l'incidence de changement de note sur les prix des actions bancaires.

Premièrement il faut préciser que le choix du secteur bancaire ne relève pas du hasard, puisque le manque de données concernant les annonces de changements de notes (positifs/négatifs) des *corporates* ou entreprises, nous impose de nous orienter vers le secteur bancaire. En effet, depuis 2007 plusieurs banques dans le monde ont été dégradées par les agences de notation. Cette conjoncture nous a permis de recenser les données et informations sur les dégradations des banques, en vue d'observer par la suite, l'impact que pourraient avoir ces annonces sur les cours boursiers.

Deuxièmement, de même que l'analyse précédente, l'étude qui va être menée ne prend en compte que les annonces négatives. Notre étude est par conséquent incomplète dans le sens où nous ne pouvons observer la réaction des prix des actions bancaires suite à un rehaussement de note (*up gradation*). Cette situation est due, à la non disponibilité de ce type d'annonce que ce soit pour les banques ou entreprises commerciales, et à la difficulté d'y avoir accès.

Les annonces des dégradations des banques sont recensées de notre part suite au suivi quotidien de la presse écrite et en ligne, ainsi qu'à la consultation des différents sites officiels des trois grandes agences.

Les données retraçant les prix des actions bancaires et leurs évolutions, sont en provenance de deux sites internet spécialisés dans la diffusion des cours boursiers en temps réel et leurs historiques: Boursorama.com et EuroInvestor.fr. Notre analyse consistera à observer la réaction du cours boursier suite à une dégradation de la note financière d'une banque.

Chapitre 4

Le tableau suivant retrace les dégradations de certaines banques entre 2011 et 2012. En Septembre 2011 et début 2012 les banques françaises ont été dégradées suite à leur exposition à la dette grecque, soit en raison : d'une filiale grecque, soit d'une participation dans une banque grecque, soit la détention de créances obligataires publiques. En outre, en janvier 2012 la France est sanctionné par S&P en lui retirant sont triple A. Les agences de notation insistent sur la dégradation des conditions de financement et des indicateurs macroéconomiques de la France ce qui n'est pas sans conséquence sur les banques. Les agences insistent aussi sur le risque systémique qu'elles courent pour justifier leurs décisions.

Les banques espagnoles ont connu le même sort, Moody's baserait son choix sur des conditions défavorables pour l'activité bancaire dans une économie en récession, une dette souveraine espagnole moins fiable financièrement, la détérioration rapide des créances douteuses et l'accès limité aux marchés des capitaux pour les banques.

Même les plus grandes banques d'affaire américaines ne sont pas épargnées, en juin 2012 Moody's dégrade Goldman Sachs, Morgan Stanley et JP Morgan, conséquence de la détérioration et la récession qui a frappé l'économie mondiale.

Tableau n°42 : Dégradations et MSSN de certaines banques entre 2011 et 2012.

Date	Banque	ADN	Type d'annonce	Changement de note
09/08/2011	-Société Générale -BNP Paribas -Crédit Agricole	S&P	Rumeur de dégradation	-
14/10/2011	-Société Générale -BNP Paribas -Crédit Agricole	Moody's	MSSN	-Aa3 -Aa2 -Aa2
07/12/2011	-Société Générale -BNP Paribas -Crédit Agricole	S&P	MSSN	-
09/12/2011	-Société Générale -BNP Paribas -Crédit Agricole	Moody's	Dégradation	Aa3 – A1 Aa2- Aa3 Aa2-Aa3

Chapitre 4

Tableau n°42 (suite 1) :

Date	Banque	ADN	Type d'annonce	Changement de note
24/01/2012	-BPCE -Société Générale -Crédit Agricole	S&P	Dégradation	A+ - A A+ - A A+ - A
17/05/2012	-BBVA -Banka Santander	Moody's	Dégradation	Aa3-A3 Aa3-A3
21/06/2012	-BNP Paribas -Société Générale -Crédit Agricole	Moody's	Dégradation	Aa3 - A2 A1- A2 Aa3 - A2
21/06/2012	-HSBC -Crédit Suisse -UBS -Banque of América -Goldman Sachs -Morgan Stanley -JP Morgan	Moody's	Dégradation	Aa2-Aa3 Aa1- A1 Aa3-A2 Baa1-Baa2 A1- A3 A2-Baa1 Aa3- A2
25/06/2012	-BBVA -Bankia	Moody's	Degradation	A3-Baa3 Baa3-Ba2

Source: Adaptation personnelle, Compilation multi sources : <http://www.fitchratings.com>, <http://www.moodys.com>, et <http://www.standardandpoors.com>, <http://www.lemonde.fr>. Consulté le 29-30/08/2012.

Dans ce qui va suivre nous allons présenter la méthodologie que nous allons appliquer pour effectuer notre étude. En effet, après avoir présenté l'échantillon d'étude nous allons procéder à une analyse de l'impact que pourrait avoir un changement de note négatif sur les prix des actions bancaires.

4-1- Méthodologie d'analyse:

De même que l'analyse précédente la méthode utilisée dans les travaux mentionnés dans la littérature, traitant l'incidence de la notation sur les cours boursiers, est la méthode d'étude d'événement, qui consiste comme mentionné

auparavant en la mesure autour de la date de l'évènement de l'écart, appelée rentabilité anormale, entre le cours du titre et un prix attendu calculé sur la base de l'historique de la valeur au cours de la période d'estimation.

La non robustesse de notre échantillon, et la non disponibilité des données adéquates, nous empêchent d'appliquer la méthode d'étude d'évènement telle qu'elle est définie. En effet, comme notre échantillon est petit et ne concerne qu'un seul secteur celui du secteur bancaire, l'étude ne peut être représentative et les résultats obtenus ne peuvent être généralisés sur l'ensemble des secteurs d'activités.

Pour cela, nous nous contenterons d'observer l'évolution du prix de l'action autour de l'évènement lui-même en analysant son orientation. La fenêtre d'évènement est comprise entre $[-3 \ 0]$ et $[0 \ +3]$, nous suivrons la tendance du prix de l'action 3 jours avant et 3 jours après l'annonce. Ainsi, la fenêtre d'étude doit être aussi courte que possible afin d'exclure les évènements concomitants. Ce problème apparaît dans le cas d'études centrées sur un secteur en particulier et dans le cas des sociétés d'assurance et des institutions financières sensibles aux changements de variables macroéconomiques comme l'inflation, les taux d'intérêts et les cours des devises. Afin de palier ce problème nous avons opté pour une période d'étude relativement courte, ce qui nous permettra d'éviter que le cours de l'action ne soit influencé par d'autres facteurs et paramètres autres que le changement de la notation.

En outre, il nous semble utile d'observer au même temps la réaction des cours après une mise sous surveillance négative, et une dégradation de note. Le but est de vérifier si une mise sous surveillance à plus d'incidence qu'une dégradation, ou bien au contraire quelle que soit le type d'annonce les marchés réagissent de la même façon.

4-2- Incidence des annonces négatives sur les cours boursiers bancaires:

Dans cette partie nous essayerons de vérifier s'il existe une corrélation entre un changement de note d'une banque et la réaction de son cours boursier. Le tableau 43 recense la valeur des actions bancaires autour de l'évènement, en d'autres termes le prix des actions avant et après l'annonce de la dégradation et de la mise sous surveillance négative, sachant que la fenêtre d'évènement est de 3 jours

Chapitre 4

avant et 3 jours après la date de l'annonce qui constitue elle-même le jour de l'événement.

A travers le tableau 43, nous pouvons constater clairement que les valeurs des actions bancaires sont sensibles à une annonce négative faite de la part des agences. En effet, nous pouvons lire par exemple pour le cas de la société générale, le prix de son action le jour de la dégradation faite par Moody's le 09/12/11 était de 19.55 euros. La valeur de l'action à sensiblement réagit les trois jours après l'annonce. Une journée après, le cours de l'action a baissé pour atteindre 18.60 euros, en perdant 4.85% de sa valeur. Il continue de baisser les trois jours suivant l'annonce, la valeur de l'action à perdue 9.36% le deuxième jour, et 15.93% le troisième jour.

Si, nous prenons le cas de la BNP Paribas à la même date, nous pouvons remarquer la chute de la valeur de son action déjà trois jours avant l'annonce de la dégradation. Les marchés financiers ont apparemment anticipé la dégradation, et les investisseurs ont réagi en fonction de leurs anticipations. Le cours de l'action a baissé de 1.63% et de 2.13% avant l'annonce. La chute a été beaucoup plus brutale après le jour de l'événement, en effet l'action de BNP Paribas à perdue entre 5 et 14% de sa valeur trois jours après l'annonce de la dégradation de sa note.

La plupart des banques voient la valeur de leurs actions chuter deux jours ou trois jours après l'annonce, ce qui signifie, que les investisseurs prennent en compte les annonces des agences dans leurs décisions d'achat et de vente et que toute dégradation de note, provoque une baisse des prix des actions. « Voir tableau 43 »

Chapitre 4

Tableau n°43 : Valeurs et variations des actions bancaires autour de l'événement (Dégradations).

Date de l'événement	Banque	Valeur de l'action en temps t_0	Valeurs et variations de l'action avant l'annonce (Euro/Dollar).						Valeurs et variations de l'action après l'annonce (Euro/Dollar).					
			-1	V %*	-2	V %	-3	V %	+1	V %	+2	V %	+3	V %
09/12/11	Société générale	19.55	20.27	-3.6%	20.00	-2.30%	19.40	0.76%	18.60	-4.85%	17.72	-9.36%	16.54	-15.93%
24/01/12	Société générale	21.57	22.80	-5.39%	21.05	-2.41%	20.95	2.28%	21.00	-2.7%	21.07	-2.31%	19.71	-8.62%
21/06/12	Société générale	17.99	17.97	0.1%	17.47	2.89%	17.01	5.44%	17.79	-1.12%	16.74	-6.94%	16.50	-8.28%
09/12/11	BNP Paribas	32.50	32.99	-0.15%	33.04	-1.63%	33.21	-2.13%	30.86	-5.31	30.08	-7.44%	27.87	-14.24%
21/06/12	BNP Paribas	29.21	28.62	2.01%	28.93	0.95%	28.17	3.56%	29.40	0.64%	27.78	-4.89%	27.50	-6.21%
09/12/11	Crédit Agricole	4.79	4.60	4.13%	4.8	-0.20%	4.90	-2.29%	4.57	-4.81%	4.52	-5.97%	4.04	-15.65%
24/01/12	Crédit Agricole	5.00	5.21	-4.03%	4.96	0.08%	4.83	3.40%	5.016	0.19%	4.93	-1.41%	4.61	-7.08%
21/06/12	Crédit Agricole	3.33	3.40	-2.05%	3.17	4.80%	3.18	4.50%	3.35	0.59%	3.19	-4.38%	3.13	-6.00%
24/01/12	BPCE	95.81	95.01	0.83%	96.01	-0.20%	97.34	-1.59%	96.50	0.71%	99.00	3.22%	99.50	3.70%
14/06/12	BPCE	103.6	105.5	-1.83%	103.9	-0.28%	104.2	-0.05%	104.0	0.38%	104.3	0.67%	103.8	0.19%
17/05/12	Banko Santander	4.61	4.59	0.33%	4.73	-2.60%	4.89	-5.72%	4.56	-1.09%	4.49	-2.60%	4.59	-0.43%
17/05/12	BBVA	6.26	6.42	-2.55%	6.42	-2.55%	6.43	-2.71%	6.26	0%	6.27	0.15%	6.14	-1.95%
25/06/12	BBVA	6.28	6.50	-3.50%	6.79	-7.51%	6.70	-6.26%	6.31	0.47%	6.47	2.93%	7.07	1.11%
21/06/12	HSBC	6.91	6.95	-0.57%	7.02	-1.57%	7.00	-1.30%	6.93	0.28%	6.92	0.14%	6.95	0.57%
21/06/12	Crédit Suisse	18.57	19.31	-3.98%	18.13	2.36%	18.30	1.45%	18.80	2.61%	18.09	-2.65%	17.84	-4.09%
21/06/12	Goldman Sachs	93.90	96.55	-2.82%	93.37	0.56%	96.63	-2.9%	93.63	-0.28%	91.03	-3.15%	91.00	-3.18%
21/06/12	Morgan Stanley	24.64	24.77	-0.52%	24.77	-0.52%	24.68	-0.16%	24.71	0.28%	24.93	1.17%	24.86	0.88%
21/06/12	JP Morgan	27.29	27.13	0.58%	26.98	1.13%	26.98	1.13%	27.36	0.25%	27.36	0.25%	27.13	-0.58%
21/06/12	Bank of América	7.82	8.14	-4.09%	8.11	-3.7%	7.76	0.76%	7.94	1.51%	7.60	-2.89%	7.77	-0.64%

Source : Adaptation personnelle, d'après les données de Boursorama.com et EuroInvestir.fr, consultés le 09/10/2012

Chapitre 4

Tableau n°44 : Valeurs et variations des actions bancaires autour de l'événement (Mises sous surveillance négatives)

Date	Banque	Valeur de l'action en temps t_0	Valeurs et variations de l'action avant l'annonce (Euro/Dollar).						Valeurs et variations de l'action avant l'annonce (Euro/Dollar).					
			-3	V%	-2	V%	-3	V%	+1	V%	+2	V%	+3	V%
14/10/2011	BNP Paribas	32.25	33.31	-3.18	35.35	-8.76	33.44	0.058	31.05	-3.72	29.93	7.75	31.77	1.51
07/12/2011	BNP Paribas	32.99	33.04	-0.15	33.15	-0.48	31.60	4.21	31.11	-6.04	32.50	-1.50	30.86	-6.45
14/10/2011	Société générale	21.25	21.55	-1.39	23.39	-9.14	21.49	-1.12	19.78	-6.91	19.01	-10.54	19.61	-7.71
07/12/2011	Société générale	20.00	20.70	-3.38	20.14	-1.40	18.09	9.55	19.10	-4.71	19.55	-2.30	18.60	-7.00
14/10/2011	Crédit agricole	5.19	5.28	-1.70	5.60	-7.32	5.44	-4.59	5.08	-2.16	4.91	-5.70	4.66	-10.21
07/12/2011	Crédit agricole	4.90	4.90	0	5.60	-12.50	4.80	2.04	4.60	-6.12	4.79	-2.29	4.57	-6.73
14/10/2011	Morgane Stanley	22.30	21.83	2.10	22.47	-0.76	22.14	0.71	21.93	-1.68	22.31	0.04	22.70	1.76

Source : Adaptation personnelle d'après les données de Boursorama.com et EuroInvestir.fr, données consultées le 09/10/12

*V% : Renvoie à la variation en pourcentage.

Chapitre 4

Néanmoins cette remarque n'est pas absolue, dans le sens où il existe des cas où la valeur de l'action ne réagit pas à une annonce négative. Cette situation s'explique par l'intégration et l'anticipation du marché des dégradations et des mises sous surveillance négatives. C'est le cas de la banque Morgane Stanley, malgré la dégradation de sa note le 21/06/12 par Moody's la valeur de son action continue de grimper, et atteint 24.93 dollars deux jours après l'annonce en gagnant 1.17%, alors que sa valeur était 24.64 le jour de l'annonce.

Le tableau 44 illustre la réaction des marchés après la mise sous surveillance de certaines banques notamment françaises. Nous pouvons remarquer l'impact négatif qu'ont les MSSN sur la valeur des actions des trois banques françaises. En effet, si nous prenons la Société Générale au 14/10/2011 après dégradation de Moody's, nous constatons la chute de l'action de la banque les trois jours après la mise sous surveillance négative de sa note. L'action a perdu un peu plus de 7% de sa valeur une journée après l'annonce, et plus de 10% deux jours après la date de l'événement. Le même résultat est constaté pour les autres banques, BNP Paribas et Crédit Agricole.

Il semble alors que l'impact d'une mise sous surveillance négative est plus important que celui d'une dégradation. Cette remarque ressort visiblement si nous comparons les données des deux tableaux 43 et 44. En effet, les variations des cours des actions après une MSSN sont plus importantes que les variations des prix des actions bancaire après une dégradation. Cette situation s'explique comme nous l'avons précisé auparavant par l'intégration des marchés de l'annonce proprement dite, et par la nature des annonces faite par les agences de notation. En effet, généralement une agence ne dégrade une entité qu'après l'avoir mise sous surveillance négative signalant la modification probable (une chance sur deux environ) de note dans un délai rapproché de 90 jours. Par conséquent, les investisseurs réagissent à une MSSN, anticipent et intègrent une dégradation puisqu'ils sont informés d'une baisse probable de la note d'une entité donnée.

Dans une situation d'incertitude, la détermination du prix ne dépend que des anticipations des évènements futurs. Dans de tels cas, le prix à tout moment est le reflet de l'opinion moyenne des investisseurs ; autrement dit, pour bien prévoir

Chapitre 4

le prix, il faut bien prévoir l'opinion des autres acteurs du marché. Les mécanismes de la croyance collective se mettent en place pour faire émerger une opinion de groupe, l'opinion du marché, bien distincte de l'opinion individuelle et de la somme de ces dernières. Les mises sous surveillance peuvent avoir un effet supérieur aux changements de notes elles-mêmes, en ce qu'elles introduisent une part supplémentaire d'incertitude et donc une part incitative à la spéculation et aux comportements mimétiques dans l'attente d'une dégradation véritable ou d'un redressement.

Les investisseurs ont tendance à réagir très rapidement aux annonces et sont très attentifs à toute éventuelle dégradation. Il semble que la notation financière a un pouvoir considérable sur les marchés financiers. Le rôle des médias n'est pas négligeable. La circulation de l'information économique et boursière est de plus en plus véhiculée par la presse et cela à destination d'un public de plus en plus large. La crise de la zone euro, nous montre clairement cette évolution, les médias venus à considérer que les notations sont les indices de la santé économique et financière mondiale, et en ont fait les gros titres des journaux internationaux. Les moindres fluctuations ou annonces de changements de notes sont désormais commentées, analysées et précipitent ainsi un peu plus les craintes des investisseurs. Au grès de la crise, nous avons vu comment les rumeurs particulièrement si elles sont relayées par les médias, elles atteignent un pouvoir d'influence non négligeable.

Afin d'illustrer cette situation prenons un cas concret :

Le mercredi 10 août 2011, une série de rumeurs sur la valeur des banques françaises, (comme c'est mentionné dans le tableau 42 qui recense l'ensemble des dégradations et MSSN de certaines banques depuis 2011 et 2012), déclenchent la panique chez les investisseurs, provoquant de grandes pertes pour les banques françaises. A la clôture de la séance, les pertes du secteur bancaire de la place parisienne, particulièrement attaqué, étaient considérables. Les banques françaises, comme BNP Paribas et le Crédit agricole, ont perdu entre 9 % et 12 %. La Société générale, particulièrement exposée à la dette grecque était la plus touchée. Après avoir perdu jusqu'à 22,5 % en séance, le titre de la banque a fini en recul de 14,74 % à 22,18

Chapitre 4

euros. Cet exemple nous montre qu'en situation de crise, les rumeurs peuvent avoir une influence sur les marchés et sur les réactions et anticipations des investisseurs. En outre, il met aussi en lumière le pouvoir institutionnel dont jouissent les agences de notation, une simple rumeur de dégradation a pu provoquer une chute brutale des prix des actions et une panique chez les acteurs concernés³⁵.

Nous pouvons ainsi confirmer notre quatrième hypothèse traduite sous les termes : La valeur actionnariale d'une entreprise est sensible aux annonces des notations financières, puisque dans la majorité des cas un changement de note provoque une variation des cours boursiers.

Conclusion :

Dans ce chapitre nous avons tenté de mettre le point sur la question de l'impact des décisions d'agences, c'est-à-dire les changements et modifications de note et les mises sous surveillances de ces notations.

Nous avons pu démontrer à travers notre étude que les actifs financiers plus particulièrement les obligations et les actions réagissent sensiblement à une annonces faite par une agences de notation. En effet, notre analyse qui s'est portée sur la réaction du marché obligataire européen face à une modification de notation souveraine, fait ressortir que les dégradations massives qu'ont connues les pays de la zone euro durant la période allant de 2009 à 2012, ont eue pour conséquence l'augmentation des taux d'intérêt à dix ans entre autre les primes de risques, ainsi que les primes sur CDS qui ont explosé ces trois dernières années. Cependant notre étude est très limitée dans le sens où nous n'avons pas eu la possibilité, faute aux données manquantes et au contexte particulier de crise de vérifier l'impact que porteraient avoir une annonce positive sur les mêmes paramètres.

³⁵ Fabien Collard, *Les agences de notation*, Courrier hebdomadaire du CRISP, n° 2156-2157, 2012, Page 38

Chapitre 4

La notation n'a pas pour but d'impacter les marchés boursiers, dans la réalité, une dégradation d'une note est presque systématiquement suivie d'une baisse du cours du titre visé. Les Investisseurs sont très attentifs aux notations (baisse Ou augmentation de la note, émetteur sous surveillance) et modifient leur attitude de placement en fonction de ces notations. Un investisseur institutionnel imposera des taux d'intérêt plus élevés à des entreprises, ou Etats qui possèdent une mauvaise note compte tenu du risque plus grand. Néanmoins, certains observateurs mettent en avant le phénomène d'auto-réalisation ou *self fulfilling prophecy*. Au lieu de prévenir le risque d'insolvabilité, la dégradation parfois tardive et sévère d'une notation concrétise le risque de défaut en rendant le marché du crédit moins accessible à ceux qui reçoivent une mauvaise note.

Nous avons retracé à travers les lignes de ce chapitre la relation et l'interconnexion entre le risque bancaire et le risque souverain, en effet, des études récentes ont démonté qu'une dégradation de la note d'un pays, affecte à court et moyen terme les institutions financières notamment les banques de ce même pays. La crise souveraine en Europe nous illustre clairement cette interconnexion. En effet, les tensions sur un pays souverain peuvent se répercuter sur les conditions de refinancement et la solvabilité des banques, puisque ces dernières détiennent une part non négligeable de la dette souveraine des pays en difficultés.

Enfin, nous avons tenté de voir la réaction des prix des actions bancaires à une annonce de la part d'une agence. Nous avons vu clairement que dans la majorité des cas, toute dégradation de la notation bancaire provoque une réaction à la baisse des cours boursiers. Le contraire est observé lorsque le marché intègre et anticipe les annonces des agences de notation. Il faut souligner toutefois que l'étude qui à été menée n'est pas complète, puisque pour les mêmes raisons cités précédemment, nous n'avons pas pu vérifier l'impact des annonces positives sur les cours boursiers.

Conclusion générale:

Bien avant de conclure et de synthétiser les résultats auxquels aboutis notre recherche, il nous est nécessaire de rappeler l'ensemble des étapes que nous avons suivi. Au fondement de notre questionnement sur la notation financière, nous avons fait état de la nécessité de mettre en exergue l'impact que pourrait avoir une annonce faite par une agence de notation sur les marchés financiers, et de vérifier si la notation financière véhicule une valeur informationnelle pour les différents acteurs du marché.

Nous avons mobilisé la théorie afin de répondre à cette problématique de recherche. La revue littéraire prend en compte deux volets, le premier s'intéresse aux déterminants de la notation financière pour les différents émetteurs, le deuxième volet quant à lui tente de répondre directement au problème posé, la réaction des marchés financiers aux annonces des agences de notation.

Au cours de la partie présentant le corpus théorique utilisé pour notre analyse, nous avons effectué les observations suivantes :

- L'évaluation des Etats, des banques et des entreprises se fait après analyse des facteurs quantitatifs et qualitatifs. Les récentes crises qui ont touché la plupart des pays occidentaux, ont suscitées des critiques contre les méthodes de notation des agences, considérées par les observateurs comme opaques et non efficaces. Les agences de notation ont réagi par l'introduction de nouveaux facteurs dans leurs analyses : comme la prise en compte du soutien financier de l'Etat pour les banques, de l'industrie et l'environnement économiques des entreprises et des institutions financières. En outre certaines agences, ont carrément introduit de nouvelles méthodes de notation, comme l'a récemment fait l'agence Standard and Poor's avec sa nouvelle méthode BICRA (*Banking Industry Contry Risk Assessments*) pour l'évaluation des banques, et *Sovereign Gouvernement Industry Contry Risk Assessments* pour l'évaluation des Etats.
- D'après nos observations, nous pouvons affirmer que les critères et facteurs d'études ou la méthodologie est similaire pour les trois grandes agences.

En d'autres termes, après l'analyse des différents critères, nous pouvons dire que les facteurs d'études sont pratiquement les mêmes. Cependant il faut souligner, que ce qui diffère est la pondération que donne chaque agence aux facteurs pris en compte, autrement dit, pour une agence un facteur peut être plus important que les autres, alors qu'une autre agence peut considérer ce même facteur comme moins important. Certains facteurs peuvent sembler prépondérant pour S&P, alors qu'ils ne le sont pas pour Moody's ou Fitch, ce qui semble expliquer en partie les différences de notation attribuées par les trois agences pour une même entité pendant une même période. par exemple les Etats Unis d'Amérique sont noté AA par S&P, Aaa par Moody's et AAA par Fitch.

- La littérature nous affirme que l'impact des annonces en provenance des agences de notation est une évidence, dans le sens où le marché est sensible à toute modification de note. En effet, les études s'accordent à dire, que les dégradations, et les mises sous surveillance négatives ont comme résultat l'élargissement de la prime de risque (spread de crédit). De même les rehaussements de notes, les mises sous surveillances positives contractent les spread de crédit. L'impact est le même pour les rendements de taux obligataires des entreprises et des Etats, et pour le prix des Credit Default Swap (CDS). D'autres études faites en parallèles affirment que l'incidence de l'annonce d'une MSS est plus significative que le changement de notes (dégradation ou rehaussement).
- Sur le marché action, les résultats semblent différents, en effet, la réaction des cours aux changements des notes, en particulier, l'effet sur le rendement des actions, est asymétrique, ce qui signifie que le marché réagit plus fortement aux abaissements de notes qu'aux relèvements, cette asymétrie apparaissant par ailleurs moins importante pour les obligations que pour les actions. Plusieurs études indiquent que les rendements des actions peuvent être anormalement négatifs suite à des abaissements de notes d'obligations, alors que l'inverse n'est pas vérifié après des relèvements de notes.

Sur le plan pratique l'ensemble des résultats s'articule autour de ce qui suit :

- A travers notre étude, nous avons pu démontrer qu'il existe une très forte corrélation entre la dette ou le coût d'obligation et la notation financière. En effet, après avoir suivi la réaction du marché obligataire de la zone euro, pendant la période 2009 à 2012, nous avons constaté que les dégradations des pays ont provoqué d'une part, l'élargissement des primes du risque et donc des taux d'intérêt, et des CDS spread d'autre part. Ce résultat nous permet d'affirmer en partie notre première hypothèse, traduite sous les termes : L'annonce d'une dégradation est négativement corrélée aux taux d'intérêts obligataires, aux primes de risque et aux CDS spread.
- Cependant dans certains cas, nous avons constaté que le marché ne réagit pas aux dégradations de la notation souveraine, et que les taux obligataires restent stables et même parfois évoluent positivement, ceci s'explique par l'intégration du marché de l'annonce faite. En d'autres termes, le marché a anticipé la dégradation, et réagit avant la survenue de l'annonce. Au moment où l'agence décide de dégrader le pays, le marché ne réagit pas puisque les investisseurs ont déjà intégré l'annonce. Cette constatation nous permet également de confirmer en partie notre deuxième hypothèse qui affirme qu'une annonce peut être anticipée par le marché.
- En second lieu, nous avons tenté de voir l'impact de dégradation d'un pays sur les institutions financières notamment les banques de ce même pays, et s'il y a une interconnexion entre le risque souverain et le risque bancaire. Les résultats de notre étude, affirment l'existence de cette relation. En effet, une annonce négative affectant un pays de la zone euro, se répercute directement dans les mois suivants sur les banques de ce pays, cette situation s'explique par la détention de ces banques d'une part non négligeable de la dette souveraine. Nous avons aussi constaté l'effet de contagion vers d'autres banques étrangères au pays dégradé. Par conséquent une dégradation d'un Etat appartenant à la zone euro dépasse les frontières, puisque les banques étrangères sont également sévèrement touchées dans leurs actifs. Notre troisième hypothèse est aussi en partie confirmée, une

annonce négative affectant un pays souverain se répercute directement sur les institutions financières appartenant à ce même pays.

- Sur le marché d'action, il semble que la valeur des institutions financières est sensible à une modification de note. Nous avons pu constater ce résultat après observation de la valeur des actions bancaires (notamment européennes) autour de l'événement. Notre étude montre clairement que la dégradation d'une banque induit à une baisse du prix de son action. Donc les baisses de notes contiennent une valeur informationnelle, qui rend les dirigeants conscients de la baisse de la capitalisation boursière. Nous confirmons donc notre dernière hypothèse qui précise que la valeur actionnariale des entreprises est sensible aux annonces de la notation financière. En période d'instabilité, les baisses en capitalisation alimenteraient les craintes des investisseurs, qui réagissent par des retraits massifs de leurs avoirs, afin d'éviter un dépôt de bilan probable, les autorités interviennent en injectant des capitaux pouvant servir à calmer le marché et sauver ces banques de la faillite, surtout si elle est d'ordre systémique. En zone euro ce phénomène a engendré des coûts supplémentaires pour les Etats, les enfonçant encore un peu plus dans la crise.

Nous pouvons confirmer et rejoindre ainsi les résultats de la littérature, les marchés financiers réagissent aux annonces des agences de notation, et sont particulièrement sensibles aux annonces négatives, nous confirmons en outre, le caractère pro cyclique des agences dans leurs annonces la concentration sur une courte période de l'essentiel des dégradations qui déstabilisent davantage les marchés surtout en période de crise et d'instabilité.

La modification négative d'une notation souveraine a un double impact, premièrement sur la capacité d'emprunt du pays dégradé et deuxièmement sur les institutions financières appartenant à ce pays.

La notation constitue pour les acteurs du marché le point focal de leurs décisions d'investissement, en étant un outil particulièrement adapté à leur souci de rapidité et d'efficacité. Dans un contexte d'incertitude et face à une concurrence féroce sur les marchés, les analyses des agences de notation sont devenues des repères et des indices indispensables mais qui à leur tour ne font que refléter l'opinion du marché.

Leur rôle de S&P, Moody's et de Fitch dans la crise de l'euro zone est difficile à déterminer, en ce que la notation a certes servi de « détonateur » sur les marchés, mais que le fond de la crise réside bien dans l'endettement des pays européens et dans une difficile coordination de l'ensemble des pays membres.

Comme tout travail de recherche, notre mémoire est marqué par des limites. En effet, on regrettera de ne pas avoir eu la possibilité d'observer et d'analyser la réaction du marché à un rehaussement de notes, notre étude s'est focalisée sur l'impact des dégradations affectant la zone euro entre 2009 et 2012. Cette période d'étude est spécifique, dans le sens où la zone euro est fragilisée par la crise souveraine dont souffraient la plupart des pays. Par conséquent, les données concernant les annonces positives n'existent pratiquement pas pendant la période d'étude, ce qui rend notre analyse incomplète.

Il pourra nous être reproché d'avoir opté pour le secteur bancaire, en vue de vérifier l'incidence de toute modification de note sur le prix de l'action. En effet, l'objectif initial était d'observer l'évolution de la valeur de l'action des entreprises après une annonce de la notation financière, qu'elle soit une dégradation ou un rehaussement. Les données dont nous disposons ne nous ont pas permis d'entreprendre cette étude, la difficulté d'avoir accès aux notations d'entreprises tous secteurs confondus, nous impose de nous orienter vers le secteur bancaire qui a connu pendant la période d'étude des dégradations en cascades. Il serait donc intéressant d'entreprendre une étude beaucoup plus approfondie en palliant ce problème dans des travaux ultérieurs.

La critique et le reproche qu'on peut également faire à ce travail de recherche est la non application de la méthode d'étude d'événement d'une manière convenue.

Dans notre analyse nous nous sommes contentés d'observer la réaction de certains paramètres avant et après l'annonce, après avoir défini une fenêtre d'événement. On regrettera de ne pas avoir appliqué la méthode d'une manière approfondie, qui se fait par le calcul des rendements anormaux cumulés et voir par la suite leurs représentabilité statistique par des testes comme celui de *student*. La faiblesse de notre échantillon et le manque des données historiques nous ont empêchées d'entreprendre une telle étude.

Ce présent travail de recherche peut être prolongé, nous présenterons dans ce qui suit, les axes de recherche qui peuvent faire objet des études ultérieures :

Notre étude s'est focalisée sur deux compartiments du marché financier de la zone euro : le marché obligataire et le marché d'action. Il serait intéressant d'entreprendre des investigations plus larges traitant l'impact des annonces sur d'autres marchés n'ayant pas été étudié dans ce travail, le marché de change et le marché des produits dérivés, et d'observer si ces deux marchés réagissent aux abaissements et augmentations de notes. Cette problématique pourrait être matérialisée en un travail de recherche.

Nous pouvons donner une autre orientation à ce travail en essayant d'apporter des réponses sur d'autres questionnements ayant trait à la régulation des agences de notation, qui lors des dernières années ont fait couler beaucoup d'encre et suscités pas mal de débats surtout en Europe.

En prenant compte les limites de cette étude, la suite logique de ce travail pourrait être de vérifier l'incidence des annonces positives sur les paramètres précédemment étudiés, en vue de compléter l'analyse. Ensuite de calculer les rendements anormaux et les régressions entre les variations relevées sur les prix des actions, ou d'obligations, et les caractéristiques des changements de notes, des marchés financiers, des entreprises et même des pays.

Bibliographie:

1- Ouvrages:

- Andreas Kruck, *Private ratings public regulations*, teaching and research association, university of Munich, Germany, Edition Palgrave Macmillan, UK 2011
- C Gerst & D, Groven, *to be or not to be: le pouvoir des agences de notation en question*, Village mondial, Paris 2004
- Christian Hurson, *Evaluation du risque pays, Méthodes et cas d'application*, Edition Economica, Paris 2006.
- Eric Paget-Blanc, *la notation financière, rôle des agences de notation et méthodes de notation*, Edition Dunod Paris 2007.
- Herwing Langohr, *Crédit rating agencies and their credit rating*, Edition Wiley, England 2008.
- Norbert Gaillard, *Les agences de notation*, Paris, La Découverte « Repères », 2010.
- Norbert Gaillard, *Century of Sovereign Ratings*, Edition Springer New York Dordrecht Heidelberg London, 2011.
- M. Porter, *Choix stratégique et concurrence*, Edition Economica 1982.
- Philip Molyneux, *Bank Strategy, Governance and Ratings*, Edition Palgrave macmillan, UK, 2011.
- Sandrine Lardic, *l'efficience informationnelle des marchés financiers*, Edition la découverte, Paris 2006.

2- Thèses et mémoires:

- Amos Aristide Sodjahin, *risque de crédit et volatilité des spread sur le marché de la dette privée en euro*, Pour obtenir le grade de Docteur de l'Université Paris Dauphine, 20 Janvier 2011.
- Benjamin Toupin, *le maintien institutionnel comme travail de justification : cas de l'industrie de la notation*, thèse de doctorat en sciences de gestion, Paris dauphine, 2006.

-Caroline Bouchat, *le nouvel accord de Bâle répond-il correctement aux lacunes de sont prédécesseurs ?* Mémoire pour l'obtention d'un master 1 en économie financière 2010-2011.

-Céline Begon, *le rôle des agences de notation dans la crise de la dette européenne : pouvoir et insuffisance du rating souverain en zone euro*, mémoire de recherche, 2011

-François Lantin, *Impact de la notation financière sur le pris des actions : Le cas des entreprises européennes cotées sur la période 1998-2006*. Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université Jean Moulin Lyon 3, 2009.

-Marc André Flageole : *la notation des titres obligataires des institutions financières : une approche comparative des banques coopératives et commerciales*, mémoire pour l'obtention du grade de maitres des sciences, Ecole des hautes études commerciales et Université de Montréal, Janvier 2004.

3- Revues et articles:

- Acharya, V., Johnson, T., *Insider trading in credit derivatives*. Journal of Financial Economics 84, 2007

-Afonso A., Gomes P. and Rother P, “*Short- and Long-Run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings*”, International Journal of Finance and Economics, Vol. 16, Issue1, 2011.

-António Afonso, Davide Furceri, Pedro Gomes, « *Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data* », revue « Journal of International Money and Finance » N° 31.January 2012.

-Anthony D. May, *The impact of bond rating changes on corporate bond prices: New evidence from the over-the-counter market*, Journal of Banking & Finance N°34, 29 august 2009.

-Arnaud Leparmentier, *l'onde de choc de la perte du AAA*, Le monde Lundi 16 janvier 2012.

- Benjamin Coriat, *Trois banques françaises dans le collimateur de Moody's en raison de leur exposition à la crise grecque*, le monde 15 juin 2011.

-Bolger, R.M., Managing Director, *Global Regulatory Affairs & Associate General Counsel* – Standard & Poor's, *The credit rating agency duopoly relief act of 2005*, Testimony before the House Subcommittee on Capital Markets, Insurance and Government Sponsored Enterprises, June 29 2005.

-
- Dhafer Saidan, « *l'impact de la réglementation de Bâle III sur les métiers des salariés des banques ; partie 1, Bâle III, explication du dispositif*, » Université Lille nord de France, Septembre 2012.
- Cahier de l'évaluation, *volume 2 la notation financière*, N°5 février 2011.
- Cantor R. and Packer F. “*Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*”, *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, October 1996
- Daniel cohen, *la crise grècque, leçon pour l'Europe*, presse de science Po, revue économique, 2011/3 - Vol. 62.
- Daniel Goyeau et al, *marché financier et évaluation du risque bancaire, les agences de notation contribuent elles à améliorer la discipline du marché ?* Presse de science Po, revue économique, 2001/2 - Vol. 52.
- Emmer, E.Z., Executive Managing Director, Standard & Poor's, in Ganguin, B., and Bilardello, J. 2005, *Fundamentals of Corporate Credit Analysis*, McGraw-Hill, New York.
- Eliasson A. “*Sovereign Credit Ratings*”, Research Notes in Economics & Statistics No.02-1, Deutsche Bank Research, 2002.
- Estella, A., 2000, *Credit ratings and complementary sources of credit quality information*, Basel Committee on Banking Supervision, Working Papers No. 3: Bank for International Settlements, Basel, August, 1–186.
- Fabien Collard, *Les agences de notation*, Courrier hebdomadaire du CRISP, n° 2156-2157, 2012.
- Faulkender, M., and Peterson, M., 2006, *Does the source of capital affect capital structure? Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 14, 45–79.
- Federico Calderoni, *rating changes: European evidence*, *finance revue*, Milan 2009.
- Fernando Gonzales, *incidence des notations sur les dynamiques de marchés : une revue de la littérature*, *Revue de la stabilité financière*, N° 4 juin 2004, banque de France.
- Filippo Brutti, *Sovereign defaults and liquidity crises*, *Journal of International Economics*, N°84, 2011.
- Frank Packer and Nikola Tarashev, *Rating methodologies for banks*, *BIS Quarterly Review*, June 2011.

-
- Hand, J. R., Holthausen, R. W., & Leftwich, R. W. The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices. *Journal of Finance*, 47, 1992.
- Hull, J.C., Predescu, M., White, A., *The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements*. *Journal of Banking and Finance* 28, 2004.
- Iankova E., Pochon F., Teiletche J. « *L'impact des décisions d'agence : une comparaison au cas des actions françaises avec l'expérience internationale* », 2011.
- Investir le journal des finances, N°1988, du 11 au 17 février 2012.
- Jeanne-Françoise de polignac, *la notation financière, l'approche du risque de crédit*, Edition revue banque Paris, 2007
- Jeffery D. Amato, *are credit ratings procyclical*, *Journal of Banking & Finance*, N° 28, 2004.
- Jhon Kiff, *Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings*, working paper IMF series 2012.
- Kaminsky, G., & Schmukler, S. *Emerging markets instability: Do sovereign ratings affect country risk and stock returns?* *The World Bank Economic Review*, 2002.
- Koresh Galil, *Good news, bad news and rating announcements: an empirical investigation*, *Journal of Banking & Finance*, N°35, 2011.
- Kuntara Pukthuanthong, *Equity and Debt Market Responses to Sovereign Credit Ratings Announcement*, *Global Finance Journal*, 1 October 2006.
- Les Echos « le quotidien de l'économie », n°153 le 12 et 13 aout 2012.
- Iuliana Ismailescu, *The reaction of emerging market credit default swap spreads to sovereign credit rating changes*, *Journal of Banking & Finance* N°34, 2010.
- Marian Micu, *the price impact of rating announcements: witch announcements matter?* Bank of international settlements, working paper n°27, June 2006.
- Norbert Gaillard, *Fitch, Moody's and S&P's Sovereign Ratings and EMBI Global Spreads: Lessons from 1993-2007*, *International Research Journal of Finance and Economics*, April 2009.
- Norden, L., Weber, M. *Informational efficiency of credit default swap and stock markets: the impact of credit rating announcements*. *Journal of Banking and Finance* 28, 2004.
- Philippe Huberdeau, *la dette souveraine est-elle assurable ?* CHEA, 12 Janvier 2012, P11.

-
- Pukthuanthong-Le, K., Elayan, F., & Rose, L. *Equity and debt market responses to sovereign credit ratings announcements*. Global Finance Journal n°18, 2007.
- Pragyan Deb, and Gareth Murphy, *Credit Rating Agencies, an alternative model*, November 2009.
- Rasha Alsakka, *Rating agencies' signals during the European sovereign debt crisis: Market impact and spillovers*, Journal of Economic Behavior & Organization, 14 September 2011.
- Rasha Alsakka, *Rating agencies' credit signals: An analysis of sovereign watch and outlook*, International Review of Financial Analysis, n°21, June 2010.
- Ratha D. *Leveraging Remittances for International Capital Market Access*, November 18, 2005 World Bank, Washington, D.C
- Sebastian Paulo, *l'Europe et la crise économique mondiale*, Fondation Robert Schuman, avril 2011.
- Skirmantas Matelis, *how do sovereign debt yields respond to credit rating announcements?* Jonkoping University, May 2012.
- Sirimon Treepongkaruna, *Realizing the volatility impacts of sovereign credit ratings information on equity and currency markets: Evidence from the Asian Financial Crisis*, Research in International Business and Finance N°26, 2012
- Sonia Baudry et François Geerolf, *vers une agence de notation européenne, la découverte, regard croisé sur l'économie*, 2012, N°11.
- Thierry Foucault, *are credit rating predictable*, Groupe HEC 2009.
- Tompson, G.R., and Vaz, P., *Dual bond ratings: a test of the certification function of rating agencies*, Financial Review, Vol. 25, No. 3, August 1990.
- Vassalou M., Xing Y. "Equity returns following changes in default risk: New insights into the informational content of credit ratings", Working Paper, Columbia University, 2003.
- Vince Hooper, *Sovereign rating changes—Do they provide new information for stock markets?* Economic Systems N°32, 2008.
- Yasmine, Guessoum « *Evaluation du Risque Pays par les Agences de Rating : Transparence et Convergence des Méthodes* », Doctorante au Centre d'Economie et de Finances Internationales (CEFI), CNRS – Université de la Méditerranée (Aix-Marseille II), Février 2004.
- Zineb Abhir, *la notation financière*, national school of management, Maroc 2006.

4- Rapports :

- *Banking Industry Country Risk Assessments Methodology and assumptions*, Standard and poor's report, November 9, 2011.
- *Bâle III- définition des fonds propres : questions fréquemment posée*, rapport de la Banque de Règlement Internationaux (BRI), Décembre 2011.
- *Credit rating agencies*, Commission of the European Communities, december 23, 2005/11990.
- *Corporate ratings criteria*, Standard & Poor's report, 2005.
- *Corporate rating criteria*, Standard and Poor's report, 2008.
- *Default and recovery rates of corporate bond issuers*, Moody's Investors Service, Global Credit Research, February 2002
- *European consumer and healthcare corporates* Standard and Poor's report, august 2011.
- *Guide to Moody's ratings, rating process, and rating practices*, Moody's Investors Service, June, Report 87615, 2004.
- *Impact de la notation*, rapport annuel de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), du 31 janvier 2004,
- *Impact de la notation*, rapport annuel de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), du 2006.
- *Impact de la notation*, rapport annuel de l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), du 31 janvier 2010,
- *Les impacts de la crise de l'endettement sur les marchés et système bancaire*, rapport de banque de France, Banque de France documents et débats, N°4 mai 2012.
- *Rating corporate methodology*, Moody's report, Global Credit Research, September 2006.
- *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions*, Standard and poor's report, June 30, 2011.
- *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, report on the activities of credit rating agencies*, September 2003.

5- Sites internet:

- <http://www.fitch.fr>
- <http://www.fitchratings.com>
- <http://www.Moody's.com>.
- [http://www. Standarandpoor's.com](http://www.Standarandpoor's.com)
- <http://www.France-inflation.com>
- <http://www. lemonde.com>
- <http://www. lefigaro.fr>
- <http://www. lesEchos.fr>
- <http://www.bloomberg.com>
- <http://www.boursorama.com>
- <http://www.EuroInvestir.fr>
- www.bis.org (site officiel de la BRI)
- <http://www.farhedg.fr/mp-content/uploads/2011/04/CA-agences-de-ratinjpg-html>
- <http://www.lesechos.fr/entreprises-secteurs/financemarches/interview/020534908048-les-agences-de-notation-ont-cru-a-tort-que-l-appartenance-a-la-zone-eurorenforcerait-la-solvabilite-d-un-etat-175295.php>
- [http://www.bloomberg.com/news/2011-12-08/european-banks-sovereign-debt-exposure-by-country-table-.html,](http://www.bloomberg.com/news/2011-12-08/european-banks-sovereign-debt-exposure-by-country-table-.html)
- <http://www.cairn.info/revue-courrier-hebdomadaire-du-crisp-2012-31-page-5.htm>
- <http://www.essays.se/about/credit+rating+agencies+thesis/>
- <http://www.elsevier.com/locate/jbf>
- <http://www.sndl.net>
- <http://www.freebookspot.com>
- <http://www.ssrn.com>

Liste des tableaux :

Tableau 1 : Principales agences de notation dans le monde.....20

Tableau 2 : Dominance des trois agences de notation.....22

Tableau 3 : Comité de Bâle I, Bâle II, et les agences de notation.....32

Tableau 4 : Système de notes des Big Three.....46

Tableau 5 :L'échelle de notation de Moody's, S&P et Fitch.....47

Tableau 6 : Les notes de recouvrement de Fitch.....49

Tableau 7 : Taux annuel de migration de la notation (1983-2004).....53

Tableau 8 : Taux de défaut moyens cumulés de S&P pour les entreprises, 1981-2007.....56

Tableau 9 : Matrice de transition à un an des notes du secteur corporate de S&P (Pourcentage moyens pour 1981-2008).....58

Tableau 10 : Exemple de matrice de transition à horizon d'un an (en pourcentage) pour les USA (toutes industries confondues),1981-2001.....60

Tableau 11 : Grille d'analyse du risque industriel pour certains secteurs d'activité.....77

Tableau 12 : Ratios clés de Moody's pour les corporates.....81

Tableau 13 : Ratios clés de Fitch pour les corporates.....82

Tableau 14 :Ratio de CFL/D% utilisé par Moody's pour deux industries.....84

<u>Tableau 15:</u> Matrice du risque industriel/Financier de S&P.....	85
<u>Tableau 16:</u> Ratios et risques financiers pour les corporates.....	85
<u>Tableau 17 :</u> Principaux indicateurs financiers d’Hugo Boss.....	89
<u>Tableau 18:</u> Principaux travaux sur les déterminants de rating corporate.....	91
<u>Tableau 19 :</u> Exigences en fonds propres pour les banques selon le Bâle 1 et 2.....	97
<u>Tableau 20 :</u> Principaux ratios utilisés pour déterminer la solvabilité des banques.....	103
<u>Tableau 21 :</u> Déterminants de la méthode BICRA.....	107
<u>Tableau 22 :</u> Notation des facteurs de risque selon BICRA.....	109
<u>Tableau 23:</u> Détermination du score final du risque économique et industriel.....	109
<u>Tableau 24 :</u> matrice de risque économique/industriel.....	110
<u>Tableau 25:</u> Matrice indiquant le niveau de la notation souveraine.....	125
<u>Tableau 26 :</u> Evaluation du score politique.....	127
<u>Tableau 27 :</u> Score économique selon le niveau du PIB par habitant.....	128
<u>Tableau 28 :</u> Détermination du score fiscal.....	131
<u>Tableau 29 :</u> Principaux études sur les déterminants de la notation souveraine.....	135
<u>Tableau 30 :</u> Réserves de change et notation des BRIC de 2005 et 2009.....	137

<u>Tableau 31</u> : Ecart de rendement et CDS spread selon la notation financière...	151
<u>Tableau 32</u> : Réaction des spreads pendant l'évènement (l'annonce) pour la période[1,1].....	156
<u>Tableau 33</u> : Les dégradations et les mises sous surveillance négatives affectant la zone euro, du Janvier 2009 au Juillet 2012.....	163
<u>Tableau 34</u> : Nombre d'annonces faites par les trois agences entre Janvier 2009 et Juillet 2012 affectant la zone euro.....	165
<u>Tableau 35</u> : Répartition de l'échantillon selon le type d'annonce et de catégorie de note.	166
<u>Tableau 36</u> : Une très forte corrélation entre la dette (coût des obligations) et la notation.....	172
<u>Tableau 37</u> : Variation des CDS spread Grecque pendant la période étudiée.....	177
<u>Tableau 38</u> : Montant de la dette souveraine européenne détenue par les banques	184
<u>Tableau 39</u> : Les plus fortes baisses en bourse, évolution boursière sur un an de banques européennes.....	185
<u>Tableau 40</u> : Exposition des banques européennes à la dette des PIIGS en 2011.....	186
<u>Tableau 41</u> : Exposition des banques à la dette des pays performant de la zone euro en 2011.....	192

<u>Tableau 42</u> : Dégradations de certaines banques entre 2011 et 2012.....	196
<u>Tableau 43</u> : Valeur et variation des l'actions bancaires autour de l'événement (dégradations).....	200
<u>Tableau 44</u> : Valeurs et variations des actions bancaires autour de l'événement (Mises sous surveillance négatives).....	201

Liste des figures

Figure 1 : Chiffres d’affaire des big three.....23

Figure 2: Le taux de défaut moyen sur obligations par niveau de note, 1981-2007.....57

Figure 3 : Relation entre le spread et la notation financière.....63

Figure 4: Le processus de notation financière.....67

Figure 5 : Baisse des revenus de Moody’s en provenance des émetteurs70

Figure 6 : Critères d’analyse de corporate rating.....75

Figure 7 : Critères d’analyse de la notation des institutions financières.....100

Figure 9 : Critères d’analyse de la notation souveraine.....118

Figure 10 : Les cinq facteurs pour déterminer la notation souveraine selon S&P.....124

Figure 11 : Les écarts de rendement des taux obligataire à 10 ans avant et après l’annonce.....153

Figure 12 : Les CDS spread avant et après l’annonce.....154

Figure 13 : Mesure d’une renlabilité anormale négative.....160

Figure 13 : La dette en % du PIB en 2010 des pays de la zone euro.....168

Figure 14: Evolution du taux à 10ans de quelques pays européens.....171

Figure 15 : Notation financière des pays de la zone euro en Novembre 2012.....173

Figure 16 : Taux d'intérêt à 10ans avant et après l'annonce de la dégradation de la France.....176

Figure 17: Evolution des primes sur CDS Grecque après les dégradations de sa note.....179

Figure 18 : Taux d'intérêt à 10ans avant et après l'annonce de dégradation.....182

Liste des annexes

Annexe 1 : Principales études sur l'impact de la notation financière sur les marchés d'actions, obligations et CDS.....225

Annexe 2 : Les auditions de la commission d'enquête du Sénat, du 23 avril 2010, sur le rôle des agences de notation dans la crise financière.....228

Annexe 3 : Exemple d'une analyse d'une corporate menée par S&P.....230

Annexe 4 : Exemple d'une analyse d'une institution financière menée par S&P.....232

Annexe 5: Evolution du taux d'intérêt à 10ans avant et après la dégradation de la France par S&P.....234

Annexe 6: Evolution du taux d'intérêt à 10ans avant et après la MSSN de la France par S&P.....235

Annexe 7: Taux d'intérêt à 10ans mensuel des pays de la zone euro de 2007 à 2012.236

Annexe 8: Evolution des primes de risque en points de base sur la période 06/02/2010 – 14/12/2010 pour les PIGS (Portugal, Irlande, Grèce, Espagne) et pour l'Allemagne (référence pour les spreads) et la France à titre de comparaison.....240

Annexe n°1: Principales études sur l'impact de la notation financière sur les marchés d'actions, obligations et CDS.

Stock	Study	Data	Main results
Stock	Pinches and Singleton (1978)	1959–1972, Moody_s, 207 firms, monthly abnormal stock returns during [-30, 12]	Anticipation before rating changes, no abnormal reaction afterwards
Stock	Griffin and Sanvicente (1982)	1960–1975, Moody_s and S&P, 180 rating changes, monthly abnormal stock returns during [-11, 1]	No anticipation but negative reaction after downgrades
Stock	k Holthausen and Leftwich (1986)	1977–1982, Moody_s and S&P, 1014 rating changes, 256 additions to S&P Credit Watch, daily abnormal stock returns during [-300, 60]	Significantly negative reaction after downgrades, no significant abnormal performance for upgrades
Stock	Glascoek et al. (1987)	1977–1981, Moody_s, 162 rating changes, daily abnormal stock returns during [-90, 90]	Significantly negative abnormal stock returns before and around downgrades, reversal after day zero (publication date)
Stock	Goh and Ederington (1993)	1984–1986, Moody_s, daily abnormal stock returns during [-30, 30]	Significantly negative returns for downgrades due to earnings deterioration, positive abnormal returns for downgrades due to increased leverage

Annexe n° 1: (suite 1)			
	Study	Data	Main results
Stock	Followill and Martell (1997)	1985–1988, Moody_s, 64 reviews and actual rating changes, daily abnormal stock returns during [-5, 5]	Significantly negative returns at reviews for downgrade, negligible abnormal performance around actual downgrades
Stock	Dichev and Piotroski (2001)	1970–1997, Moody_s, 4727 rating changes, daily abnormal stock returns	Significantly negative returns during the first month after a downgrade, no significant reaction for upgrades
Stock	Vassalou and Xing (2003)	1971–1999, Moody_s, 5034 rating changes, monthly abnormal returns of stock portfolios during [-36, 36]	Stock returns in rating event studies should be adjusted by size, book-to-market and default risk, increase of default loss indicator before and decrease after downgrades
Bond	Katz (1974)	1966–1972, S&P, 115 bonds from 66 utilities, monthly yield changes during [-12, 5]	No anticipation, abnormal performance during 6–10 weeks after downgrades
Bond	Grier and Katz (1976)	1966–1972, S&P, 96 bonds from utilities and industrials, monthly bond returns during [-4, 3]	Anticipation only for industrials, price changes after downgrades stronger
Bond	Hettenhouse and Sartoris (1976)	1963–1973, S&P and Moody_s, 46 bonds from utilities, monthly yield changes during [-6, 6]	Little anticipation before downgrades, no reaction to upgrades
Bond	Weinstein (1977)	1962–1974, Moody_s, 412 bonds from utilities and industrials, monthly abnormal bond returns during [-6, 7]	Early anticipation but no abnormal performance during 6 months before the event and no reaction afterwards

Annexe n°1: (suite 2)			
	Study	Data	Main results
Bond	Wansley et al. (1992)	1982–1984, S&P, 351 bonds, weekly abnormal bond returns during [-12, 12]	Significantly negative returns in the week of downgrades, no significant response to upgrades
Bond	Hite and Warga (1997)	1985–1995, S&P and Moody_s, 1200 rating changes, monthly abnormal bond returns during [-12, 12]	Significantly negative abnormal returns during 6 months before downgrades
Bond	Steiner and Heinke (2001)	1985–1996, S&P and Moody_s, 546 rating changes, 182 watch listings, daily abnormal bond returns during [-180,180]	Significantly negative abnormal returns starting 90 days before downgrades and negative watch listings, evidence for overreaction directly after the event
CDS	Hull et al. (2004)	1998–2002, Moody_s, rating changes, reviews and outlooks, adjusted CDS spread changes during [-90, 10]	Significantly adjusted CDS spread changes before negative rating event.

Source: Marian Micu, *the price impact of rating announcements: witch announcements matter?* Bank of international settlements, working paper n°27, June 2006, page 12-14

Annexe n°2 : Les auditions de la commission d'enquête du Sénat, du 23 avril 2010, sur le rôle des agences de notation dans la crise financière.

Hearing Three: The Role of Credit Rating Agencies.

The third hearing, on April 23, 2010, focused on the role of the credit ratings agencies (CRAs). Moody's and Standard and Poor's, the two largest credit ratings agencies, rated tens of thousands of residential mortgage-backed securities (RMBS) and collateralized debt obligations (CDOs) that were based on high-risk home loans.

While making record profits from 2004 to 2007, CRAs –which are paid by the issuers of the securities they rate–gave the highest possible ratings to securities underpinned by high-risk home loans. In 2007, after delinquencies rose and the subprime market began to collapse, the CRAs had to massively downgrade many of these securities, resulting in major shocks to the financial system.

The Subcommittee reached the following findings of fact:

- 1. Inaccurate Rating Models.** From 2004 to 2007, Moody's and Standard & Poor's used credit rating models with data that was inadequate to predict how high risk residential mortgages, such as subprime, interest only, and option adjustable rate mortgages, would perform.
- 2. Competitive Pressures.** Competitive pressures, including the drive for market share and need to accommodate investment bankers bringing in business, affected the credit ratings issued by Moody's and Standard & Poor's.
- 3. Failure to Re-evaluate.** By 2006, Moody's and Standard & Poor's knew their ratings of residential mortgage backed securities (RMBS) and collateralized debt obligations (CDOs) were inaccurate, revised their rating models to produce more accurate ratings, but then failed to use the revised model to re-evaluate existing RMBS and CDO securities, delaying thousands of rating downgrades and allowing those securities to carry inflated ratings that could mislead investors
- 4. Failure to Factor In Fraud, Laxity, or Housing Bubble.** From 2004 to 2008,

Moody's and Standard & Poor's knew of increased credit risks due to mortgage fraud, lax underwriting standards, and unsustainable housing price appreciation, but failed adequately to incorporate those factors into their credit rating models.

5. Inadequate Resources. Despite record profits from 2004 to 2008, Moody's and Standard & Poor's failed to assign sufficient resources to adequately rate new products and test the accuracy of existing ratings.

6. Mass Downgrades Shocked Market. Mass downgrades by Moody's and Standard & Poor's, including downgrades of hundreds of subprime RMBS over a few days in July 2007, downgrades by Moody's of CDOs in October 2007, and downgrades by Standard & Poor's of over 6,300 RMBS and 1,900 CDOs on one day in

January 2008, shocked the financial markets, helped cause the collapse of the subprime secondary market, triggered sales of assets that had lost investment grade status, and damaged holdings of financial firms worldwide, contributing to the financial crisis.

7. Failed Ratings. Of [12,000] RMBS that, from 2006 to 2007, received AAA ratings from Moody's or Standard & Poor's, about [one-third] have since received a rating downgrade, some within 6 months of their initial rating.

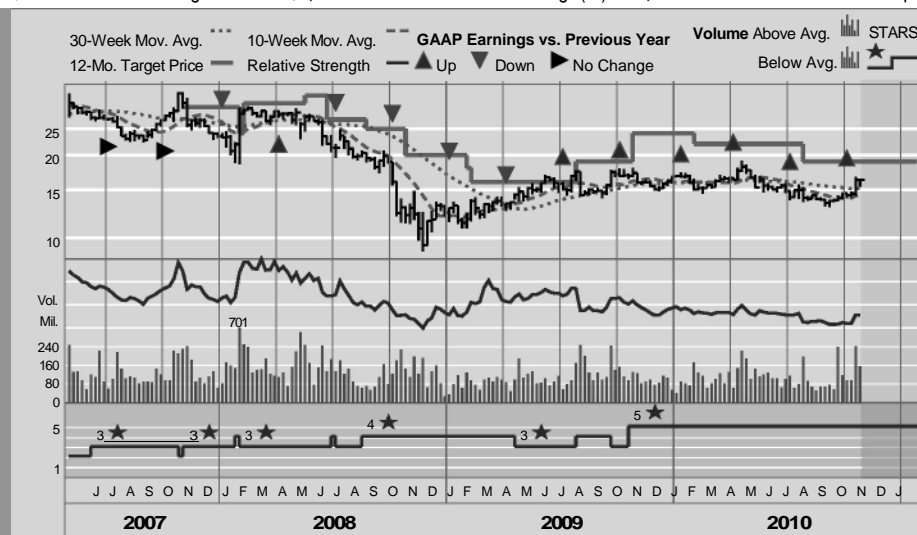
8. Statutory Bar. The U.S. Securities and Exchange Commission is barred by statute from conducting needed oversight into the substance, procedures, and methodologies of the credit rating models.

Source: Benjamin Toupin, *le maintien institutionnel comme travail de justification : cas de l'industrie de la notation*, thèse de doctorat en science de gestion, Paris dauphine, 2006. Page 381.

S&P Recommendation	Price \$16.31 (as of Oct 22, 2010)	12-Mo. Target Price \$19.00	Investment Style Large-Cap Growth
GICS Sector Information Technology Sub-Industry Internet Software & Services	Summary This company is one of the world's largest providers of online content and services.		

Key Stock Statistics (Source S&P, Vickers, company reports)

52-Wk Range	\$19.12-12.94	S&P Oper. EPS 2010E	0.71	Market Capitalization(B)	\$21.984	Beta	0.81
Trailing 12-Month EPS	\$0.77	S&P Oper. EPS 2011 E	0.87	Yield (%)	Nil	S&P 3-Yr. Proj. EPS CAGR(%)	43
Trailing 12-Month P/E	21.2	P/E on S&P Oper. EPS 2010E	23.0	Dividend Rate/Share	Nil	S&P Credit Rating	NR
\$ 10K Invested 5 Yrs Ago	\$4,620	Common Shares Outstg. (M)	1,348.3	Institutional Ownership (%)	72		



LOW	MEDIUM	HIGH
------------	---------------	-------------

The company is a large and well-capitalized leader in a number of areas related to Internet content and services. However, in our view, the markets in which it participates change rapidly and have relatively low barriers to entry, which has contributed to the notable competition and inconsistent financial execution that we have observed.

Quantitative Evaluations

S&P Quality Ranking **B**

D	C	B-	B	B+	A-	A	A+
---	---	----	----------	----	----	---	----

Relative Strength Rank **STRONG**

						86
LOWEST=1						HIGHEST=99

Revenue/Earnings Data

Revenue (Million \$)

	1Q	2Q	3Q	4Q	Year
2010	1,597	1,601	1,601	--	--
2009	1,580	1,573	1,575	1,732	6,460
2008	1,818	1,798	1,786	1,806	7,209
2007	1,672	1,698	1,768	1,832	6,969
2006	1,567	1,576	1,580	1,702	6,426
2005	1,174	1,253	1,330	1,501	5,258

Earnings Per Share (\$)

	2010	0.22	0.15	0.30	E0.24	E0.71
2009	0.08	0.10	0.13	0.11	0.42	
2008	0.37	0.09	0.04	-0.22	0.29	
2007	0.10	0.11	0.11	0.15	0.47	
2006	0.11	0.11	0.11	0.19	0.52	
2005	0.14	0.51	0.17	0.46	1.28	

Fiscal year ended Dec. 31. Next earnings report expected: Late January. EPS Estimates based on S&P Operating Earnings; historical GAAP earnings are as reported.

Dividend Data

No cash dividends have been paid.

Highlights

- We project that revenues will increase 2% to 5% annually through 2012, reflecting a healthier

Analysis prepared by **Scott H. Kessler** on October 21, 2010, when the stock traded at **\$15.80**.

global economy, greater demand for display advertising, benefits of a search advertising deal with Microsoft (MSFT 25, Hold), and challenges in terms of usage and in the fees area.

- We believe revenues will continue to benefit from secular growth in online advertising. We think annual operating margins bottomed in 2008, due to changed broadband alliances and aggressive investments in new initiatives, and we see improvements through 2012. EPS should benefit from a \$3 billion share repurchase program announced in June 2010.

- YHOO announced a search technology and advertising agreement with MSFT in July 2009. MSFT powers YHOO's search results and non-premium related advertising, and YHOO sells the companies' premium search inventory. Although the deal was initially perceived by some as disappointing for YHOO, we think it will enable YHOO to better focus and invest in its core media operations, and we see notable financial benefits.

Investment Rationale/Risk

- We think an increasing percentage of advertising budgets are being spent online. We also

Options: ASE, CBOE, P, Ph

see multiple potential positive catalysts for YHOO, including possible monetization efforts around its major investments in Asia-based businesses, continuing benefits from the MSFT deal, and improvements associated with new content and social media-related efforts.

- Risks to our opinion and target price include the potential for continuing user activity declines, issues related to the search partnership with MSFT, and global economic weakness.

- After excluding the value of YHOO's Asia-based equity investments, our relative P/E and P/E-to-growth analyses (including a discount given recent company changes and challenges) yields a value of \$13. Our DCF analysis, with assumptions including a WACC of 12.7%, projected annual FCF growth of 9% from 2010 to 2014, and a perpetuity growth rate of 3%, results in an intrinsic value of \$7. Weighing these assessments, and adding the value of YHOO's investments in Asia-based companies that we estimate at about \$9 per share, results in our 12-month target price of \$19.

Business Summary October 21, 2010

CORPORATE OVERVIEW. Yahoo! is one of the world's largest Internet companies. It classifies properties in six categories: Front Doors (including the Yahoo front page, My Yahoo, and the Yahoo Toolbar), Communities (including Yahoo Groups and Flickr), Search, Communications (including mail and messaging offerings), Audience (consisting of offerings in areas such as information/entertainment offerings related to news, finance, sports, music, movies, television, games, autos, real estate, food, consumer technology, kids and health), and Connected Life (including Yahoo Mobile and Yahoo Digital Home).

Hundreds of millions of users every month visit the online properties of YAHOO and its unconsolidated subsidiaries (excluding the 35% stake in Yahoo Japan and 43% interest in privately held Chinese Internet conglomerate Alibaba Group), making it one of the world's most popular Internet destinations.

Blake Jorgensen became CFO in June 2007. Soon thereafter, co-founder Jerry Yang replaced Terry Semel as CEO, and long-time CFO Sue Decker became President and COO. Many other important executives have also left YHOO since early 2007, and the pace and magnitude of these departures increased around mid-2008, in our view. Carol Bartz replaced Jerry Yang as CEO and Sue Decker left in January 2009, and Tim Morse replaced Jorgensen as CFO in July 2009.

Company Financials Fiscal Year Ended Dec. 31

Per Share Data (\$)	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Tangible Book Value	6.18	5.26	3.70	4.25	3.59	2.94	1.64	1.47	1.52	1.69
Cash Flow	0.94	0.87	0.94	0.89	1.54	0.79	0.31	0.18	0.03	0.11
Earnings	0.42	0.29	0.47	0.52	1.28	0.58	0.19	0.09	-0.08	0.06
S&P Core Earnings	0.33	0.33	0.46	0.51	0.56	0.24	0.03	-0.32	-0.85	NA
Dividends	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil
Payout Ratio	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil
Prices:High	18.02	30.25	34.08	43.66	43.45	39.79	22.74	10.68	21.69	125.03
Prices:Low	10.81	8.94	22.27	22.65	30.30	20.57	8.25	4.47	4.01	12.53
P/E Ratio:High	43	NM	73	84	34	69	NM	NM	NM	NM
P/E Ratio:Low	26	NM	47	44	24	35	NM	NM	NM	NM

Income Statement Analysis (Million \$)

Revenue	6,460	7,209	6,969	6,426	5,258	3,575	1,625	953	717	1,110
Operating Income	1,252	1,477	1,355	1,481	1,505	1,000	455	198	34.5	390
Depreciation	739	790	659	540	397	311	160	109	131	69.1
Interest Expense	NA	NA	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil	Nil
Pretax Income	825	693	1,000	293	2,672	1,280	391	180	-81.1	264
Effective Tax Rate	26.6%	37.9%	33.7%	NM	28.7%	34.2%	37.6%	39.7%	NM	71.2%
Net Income	598	424	660	751	1,896	840	238	107	-92.8	70.8
S&P Core Earnings	470	464	651	744	840	353	35.5	-377	-966	NA

Balance Sheet & Other Financial Data (Million \$)

Cash	3,291	3,452	2,001	2,601	2,561	3,512	1,310	774	926	1,120
Current Assets	4,595	4,746	3,238	3,750	3,450	4,090	1,722	970	1,052	1,291
Total Assets	14,936	13,690	12,230	11,514	10,832	9,178	5,932	2,790	2,379	2,270
Current Liabilities	1,718	1,705	2,300	1,474	1,204	1,181	708	412	359	311
Long Term Debt	NA	43.0	Nil	750	750	750	750	Nil	Nil	Nil
Common Equity	12,493	11,242	9,533	9,161	8,566	7,101	4,363	2,262	1,967	1,897
Total Capital	12,519	11,269	9,545	9,919	9,316	7,896	5,151	2,294	1,997	1,926
Capital Expenditures	434	675	602	689	409	246	117	51.6	86.2	94.4
Cash Flow	1,337	1,214	1,319	1,291	2,293	1,151	398	216	37.8	140
Current Ratio	2.7	2.8	1.4	2.5	2.9	3.5	2.4	2.4	2.9	4.1
% Long Term Debt of Capitalization	Nil	0.4	Nil	7.6	8.0	9.5	14.6	Nil	Nil	Nil
% Net Income of Revenue	9.3	5.9	9.5	11.7	36.0	23.5	14.6	11.2	NM	6.4
% Return on Assets	4.2	3.3	5.6	6.7	18.9	11.1	5.5	4.1	NM	3.7
% Return on Equity	5.0	4.1	7.1	8.5	24.2	14.6	7.2	5.1	NM	4.5

Data as orig reptd.; bef. results of disc opers/spec. items. Per share data adj. for stk. divs.; EPS diluted. E-Estimated. NA-Not Available. NM-Not Meaningful. NR-Not Ranked. UR-Under Review.

Office: 701 First Avenue, Sunnyvale, CA 94089.
Telephone: 4083493300.
Email: investor_relations@yahoo-inc.com
Website: <http://www.yahoo.com>

Chrmn: R.J. Bostock
Pres & CEO: C.A. Bartz
COO: J. Marcom, Jr.
EVP & CFO: T.R. Morse

EVP, Secy & General Counsel: M.J. Callahan
Board Members: C. A. Bartz, R. J. Bostock, P. S. Hart, E. C. Hippeau, S. M. James, V. I. Joshi, A. Kern, B. D. Smith, G. L. Wilson, J. Yang
Founded: 1995
Domicile: Delaware
Employees: 13,900

Business Summary October 20, 2010

CORPORATE OVERVIEW. Morgan Stanley is a global financial services firm that provides a comprehensive suite of products to a diverse group of clients and customers, including corporations, governments, financial institutions and individuals. MS currently has three operating segments: Institutional Securities, Global Wealth Management Group and Asset Management.

The Institutional Securities segment includes capital raising; financial advisory services; corporate lending; sales, trading, financing and market-making activities for equity and fixed-income securities and related products such as foreign exchange and commodities; benchmark indices and risk management analytics; research; and investment activities. The investment banking business is included in this segment, and includes capital raising activities, financial advisory services and corporate lending. This business is one of the largest in the world, ranking second globally during its fiscal year in announced mergers and acquisitions, third in initial public offerings, and 10th in global debt issuance. This segment accounted for approximately 55% of net revenues in 2009.

The Global Wealth Management Group provides brokerage and investment advisory services; financial and wealth planning services; annuity and insur-

ance products; credit and other lending products; banking and cash management services; retirement services; and trust and fiduciary services through the 51 %-owned Morgan Stanley Smith Barney joint venture with Citigroup (C 4, Buy). It provides these services to clients through a network of more than 18,000 global representatives, overseeing \$1.6 trillion in client assets at the end of 2009. The segment accounted for about 40% of net revenues in 2009.

The Asset Management segment provides global asset management products and services in equity, fixed income, alternative investments and private equity to institutional clients. It had \$253 billion of assets under management or supervision at the end of 2009. These totals exclude its retail asset management unit, which the company has sold to Invesco (IVZ 22, Buy). In the deal, completed in June 2010, MS gained about a 6.5% stake in Invesco. MS hopes to renew its focus on institutional asset management customers. The segment accounted for 6% of net revenues in 2009.

Company Financials Fiscal Year Ended Dec. 31

Per Share Data (\$)	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
Tangible Book Value	18.38	27.24	25.75	34.89	25.23	23.93	21.52	19.43	17.36	16.91
Earnings	-0.94	1.54	2.37	7.09	4.81	4.08	3.45	2.69	3.19	4.73
S&P Core Earnings	-1.15	1.07	2.17	7.12	5.00	4.18	3.48	2.38	2.84	NA
Dividends	0.40	1.08	1.08	1.08	1.08	1.00	0.92	0.92	0.92	0.80
Payout Ratio	NM	70%	46%	15%	22%	25%	27%	34%	29%	17%
Prices:High	35.78	53.40	90.95	83.40	60.51	62.83	58.78	60.02	90.49	110.00
Prices:Low	13.10	6.71	47.25	54.52	47.66	46.54	32.46	28.80	35.75	58.63
P/E Ratio:High	NM	8	38	12	13	15	17	22	28	23
P/E Ratio:Low	NM	1	20	8	10	11	9	11	11	12

Income Statement Analysis (Million \$)

Net Interest Income	990	3,202	2,781	3,279	3,750	3,731	2,935	3,896	3,348	3,058
Non Interest Income	22,368	21,537	25,245	45,558	23,906	20,959	19,189	16,549	19,600	24,179
Loan Loss Provision	Nil	Nil	831	756	878	925	1,267	1,336	1,052	810
Non Interest Expenses	22,501	22,452	24,858	23,614	20,857	18,333	16,636	15,725	17,264	18,746
% Expense/Operating Revenue	61.8%	49.9%	96.0%	84.6%	84.2%	80.8%	79.9%	81.3%	84.6%	79.5%
Pretax Income	857	2,287	3,394	10,772	7,050	6,312	5,334	4,633	5,684	8,526
Effective Tax Rate	NM	21.0%	24.5%	30.4%	26.4%	28.6%	29.0%	35.5%	36.5%	36.0%
Net Income	1,133	1,807	2,563	7,497	5,192	4,509	3,787	2,988	3,610	5,456
% Net Interest Margin	NA	NA	NA	NA	NA	NA	5.40	5.50	5.57	6.08
S&P Core Earnings	-1,371	1,163	2,284	7,511	5,401	4,624	3,830	2,658	3,203	NA

Balance Sheet & Other Financial Data (Million \$)

MoneyMarket Assets	168,211	140,155	126,887	174,866	174,330	123,041	78,205	76,910	54,618	50,992
Investment Securities	313,434	233,542	457,192	680,484	304,172	260,640	228,904	185,588	164,011	130,818
Earning Assets:Total Loans	7,259	6,528	11,629	24,173	23,754	21,169	20,384	24,322	20,955	21,870
Total Assets	771,462	658,812	1,045,409	1,120,645	898,523	775,410	602,843	529,499	482,628	426,794
Demand Deposits	57,114	36,673	27,186	14,872	2,629	1,117	1,264	1,441	1,741	1,589
Time Deposits	5,101	6,082	3,993	13,471	16,034	12,660	11,575	12,316	10,535	10,341
Long Term Debt	167,286	141,466	190,624	144,978	110,465	95,286	68,410	43,985	40,851	36,830
Common Equity	37,091	31,676	30,169	34,264	29,248	28,272	24,933	21,951	20,437	18,796
% Return on Assets	0.2	0.2	0.2	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.8	1.4
% Return on Equity	3.4	5.8	7.7	23.5	18.9	16.9	16.2	14.1	18.2	30.3
% Loan Loss Reserve	Nil	Nil	Nil	3.3	3.5	4.5	4.9	3.8	4.0	3.6
% Loans/Deposits	12.2	24.5	78.0	85.2	127.3	153.7	158.8	176.8	170.7	183.3
% Loans/Assets	1.0	1.1	2.1	2.3	2.7	3.0	3.9	4.5	4.7	5.4
% Equity to Assets	4.7	3.6	3.0	3.1	3.3	3.9	4.1	4.2	4.3	4.5

Data as orig reptd.; bef. results of disc opers/spec. items. Per share data adj. for stk. divs.; EPS diluted. Prior to 2009, fiscal year ended November 30. E-Estimated. NA- Not Available. NM-Not Meaningful. NR-Not Ranked. UR-Under Review.

Office: 1585 Broadway, New York, NY 10036.
 Telephone: 212-761-4000.
 Website: <http://www.morganstanley.com>
 Chrmn: J. J. Mack

Pres & CEO: J. Gorman
 COO: T.R. Nides
 EVP & CFO: R. Porat
 Chief Admin Officer: S. Barney

Investor Contact: W. Pike (212-761-0008)
 Board Members: R. J. Bostock, E. B. Bowles, H. Davies, J. Gorman, J. H. Hance, Jr., N. Hirano, C. R. Kidder, J. J. Mack, D. T. Nicolaisen, H. Olayan, O. G. Sexton, L. D. Tyson

Auditor: Deloitte & Touche
 Founded: 1981
 Domicile: Delaware
 Employees: 61,388

Annexe n°5: Evolution du taux d'intérêt à 10ans avant et après la dégradation de la France par S&P

Date	Taux d'intérêt à 10 ans %	Date	Taux d'intérêt à 10 ans %
15/12/2011	3.11	16/01/2012	3.03
16/12/2011	3.10	17/01/2012	3.14
19/12/2011	2.28	18/01/2012	3.15
20/12/2011	3.14	19/01/2012	3.17
22/12/2011	3.09	20/01/2012	3.10
23/12/2011	3.03	23/01/2012	3.15
26/12/2011	3.03	24/01/2012	3.17
27/12/2011	3.00	25/01/2012	3.17
28/12/2011	3.02	26/01/2012	3.11
29/12/2011	3.12	27/01/2012	3.04
30/12/2011	3.19	30/01/2012	3.05
02/01/2012	3.27	01/02/2012	3.03
03/01/2012	3.30	02/02/2012	2.93
04/01/2012	3.33	06/02/2012	2.90
05/01/2012	3.40	07/02/2012	2.98
06/01/2012	3.37	08/02/2012	2.92
09/01/2012	3.31	09/02/2012	2.90
10/01/2012	3.27	10/02/2012	2.93
11/01/2012	3.18		
12/01/2012	3.05		
13/01/2012	3.12		


Source: Adaptation personnelle d'après les données de [http:// www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) consulté le 22/07/2012.

Annexe n° 6: Evolution du taux d'intérêt à 10ans avant et après la MSSN de la France par S&P

Dates	Taux d'intérêt à 10ans
11/11/11	3.4
14/11/11	3.32
15/11/11	3.59
16/11/11	3.58
17/11/11	4.01
18/11/11	3.53
21/11/11	3.55
22/11/11	3.48
23/11/11	3.62
24/11/11	3.64
25/11/11	3.69
28/11/11	3.63
29/11/11	3.61
30/11/11	3.48
01/12/11	3.22
02/12/11	3.17
05/12/11	3.21
06/12/11	3.23
07/12/11	3.22
08/12/11	3.23
09/12/11	3.28
12/12/11	3.27
13/12/11	3.29
14/12/11	3.21
15/12/11	3.23
16/12/11	3.06
19/12/11	3.19
22/12/11	3.14
23/12/11	3.07
27/12/11	3.01
29/12/11	3.09
30/12/11	3.16

Source: Adaptation personnelle d'après les données de [http// www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) consulté le 23/07/2012.

Annexe n°7: Taux d'intérêt à 10ans mensuel des pays de la zone euro de 2007 à 2012.



EUROPEAN CENTRAL BANK
EUROSYSTEM

Statistical Data Warehouse

Data Selection | Explanation | Data Table | Data Chart | Advanced Filter | Add to My Data | Export

Period ↓	Austria	Belgium	Cyprus	Germany	Spain	Finland	France	Greece (G R)	Ireland	Italy	Luxembourg	Malta	Netherlands	Portugal	Slovenia	Slovakia
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
2012 Jun	2,29	3,17	7,00	1,30	6,59	1,76	2,57	27,82	7,09	5,90	1,62	4,27	1,93	10,56	5,63	4,80
2012 May	2,49	3,30	7,00	1,34	6,13	1,82	2,75	26,90	7,12	5,78	1,71	4,19	1,96	11,59	5,28	4,80
2012Apr	2,83	3,52	7,00	1,62	5,79	2,15	2,99	21,48	6,88	5,68	1,97	4,26	2,29	12,01	5,27	4,81
2012 Mar	2,87	3,53	7,00	1,83	5,17	2,31	2,95	19,07	6,90	5,05	2,06	4,31	2,25	13,01	5,08	4,91
2012 Feb	3,00	3,70	7,00	1,85	5,11	2,34	3,02	29,24	7,02	5,55	2,03	4,17	2,24	12,81	5,73	4,98
2012Jan	3,27	4,11	7,00	1,82	5,41	2,28	3,18	25,91	7,71	6,54	2,07	4,30	2,20	13,85	6,74	5,22
2011Dec	3,10	4,35	7,00	1,93	5,53	2,52	3,16	21,14	8,70	6,81	2,27	4,43	2,38	13,08	6,90	5,21
2011Nov	3,36	4,84	7,00	1,87	6,20	2,54	3,41	17,92	8,51	7,06	2,31	4,35	2,45	11,89	6,46	4,71
2011Oct	2,92	4,20	7,00	2,00	5,26	2,51	2,99	18,04	8,10	5,97	2,37	4,26	2,46	11,72	5,16	4,33
2011Sep	2,64	3,88	7,00	1,83	5,20	2,35	2,64	17,78	8,51	5,75	2,27	4,14	2,34	11,34	4,86	4,25
2011Aug	2,84	4,11	6,42	2,21	5,25	2,68	2,98	15,90	9,57	5,27	2,59	4,32	2,68	10,93	4,99	4,55
2011Jul	3,35	4,22	6,25	2,74	5,83	3,16	3,40	16,15	12,45	5,46	3,03	4,59	3,17	12,15	4,89	4,55
2011Jun	3,43	4,14	5,78	2,89	5,48	3,29	3,43	16,69	11,43	4,82	3,15	4,63	3,28	10,87	4,58	4,39

Annexe n° 7 (Suite 1) :

Pep rio d ↓	Au stri a	Bel giu m	Cy pru s	Ger man y	Sp ain	Fin lan d	Fr an ce	Gr eece (G R)	Irel and	It aly	Luxe mbou rg	M alt a	Nethe rland s	Por tugal	Slo ven ia	Slo vak ia
2011 May	3,53	4,21	4,60	3,06	5,3 2	3,32	3,49	15,9 4	10,6 4	4, 76	3,29	4,6 3	3,40	9,63	4,43	4,33
2011A pr	3,76	4,29	4,60	3,34	5,3 3	3,57	3,69	13,8 6	9,79	4, 84	3,58	4,7 3	3,65	9,19	4,53	4,33
2011 Mar	3,68	4,21	4,60	3,21	5,2 5	3,45	3,61	12,4 4	9,67	4, 88	3,47	4,6 8	3,42	7,80	4,30	4,32
2011F eb	3,68	4,21	4,60	3,20	5,2 6	3,41	3,60	11,4 0	9,10	4, 74	3,45	4,6 0	3,41	7,34	4,26	4,24
2011Ja n	3,54	4,14	4,60	3,02	5,3 8	3,27	3,44	11,7 3	8,75	4, 73	3,30	4,5 1	3,23	6,95	4,29	4,16
2010D ec	3,43	3,99	4,60	2,91	5,3 8	3,19	3,34	12,0 1	8,45	4, 60	3,32	4,4 2	3,16	6,53	4,11	4,06
2010N ov	3,01	3,48	4,60	2,53	4,6 9	2,82	3,00	11,5 2	8,22	4, 18	2,94	4,1 2	2,79	6,91	3,77	3,80
2010O ct	2,82	3,21	4,60	2,35	4,0 4	2,63	2,72	9,57	6,42	3, 80	2,73	3,9 0	2,58	6,05	3,56	3,67
2010S ep	2,80	3,12	4,60	2,30	4,0 9	2,58	2,68	11,3 4	6,14	3, 86	2,67	3,9 0	2,52	6,08	3,64	3,59
2010A ug	2,77	3,03	4,60	2,35	4,0 4	2,62	2,68	10,7 0	5,30	3, 80	2,65	4,0 1	2,56	5,31	3,67	3,73
2010J ul	3,07	3,29	4,60	2,62	4,4 3	2,85	2,99	10,3 4	5,32	4, 03	2,98	4,1 3	2,85	5,49	3,87	3,93
2010J un	3,20	3,47	4,60	2,54	4,5 6	2,92	3,07	9,10	5,31	4, 10	3,01	4,1 3	2,90	5,54	3,83	3,73
2010 May	3,21	3,31	4,60	2,73	4,0 8	3,03	3,08	7,97	4,86	3, 99	3,17	4,1 4	3,02	5,02	3,82	3,82
2010A pr	3,46	3,54	4,60	3,06	3,9 0	3,36	3,40	7,83	4,76	4, 00	3,51	4,1 8	3,32	4,78	3,94	3,93
2010 Mar	3,53	3,63	4,60	3,10	3,8 3	3,26	3,44	6,24	4,53	3, 95	3,60	4,3 3	3,37	4,31	3,94	4,01
2010F eb	3,66	3,73	4,60	3,17	3,9 8	3,38	3,50	6,46	4,73	4, 05	3,69	4,4 9	3,36	4,56	3,84	4,08
2010Ja n	3,75	3,75	4,60	3,26	3,9 9	3,49	3,52	6,02	4,83	4, 08	3,76	4,5 0	3,47	4,17	4,00	4,11
2009D ec	3,61	3,61	4,60	3,14	3,8 1	3,46	3,48	5,49	4,88	4, 01	3,80	4,4 1	3,44	3,91	3,91	4,12
2009N ov	3,60	3,64	4,60	3,22	3,7 9	3,53	3,56	4,84	4,82	4, 06	3,87	4,4 5	3,52	3,80	3,87	4,23
2009O ct	3,65	3,68	4,60	3,21	3,7 8	3,57	3,56	4,57	4,77	4, 10	3,85	4,4 4	3,53	3,85	3,86	4,33

Annexe n°7 (Suite 2) :

Period ↓	Austria	Belgium	Cyprus	Germany	Spain	Finland	France	Greece (GR)	Ireland	Italy	Luxembourg	Malta	Netherlands	Portugal	Slovenia	Slovakia
2009Aug	3,76	3,77	4,60	3,31	3,79	3,63	3,59	4,52	4,92	4,12	4,15	4,51	3,61	3,95	4,07	4,90
2009Jul	4,04	3,92	4,60	3,34	4,01	3,77	3,73	4,89	5,45	4,37	4,46	4,61	3,76	4,25	4,33	5,04
2009Jun	4,32	4,12	4,60	3,47	4,25	3,98	3,90	5,33	5,73	4,61	4,74	4,79	3,96	4,50	4,69	5,08
2009May	4,10	4,03	4,60	3,37	4,06	3,91	3,80	5,22	5,27	4,42	4,59	4,71	3,85	4,29	4,76	5,03
2009Apr	4,04	3,93	4,60	3,13	4,01	3,78	3,66	5,50	5,34	4,36	4,54	4,63	3,77	4,53	4,77	4,93
2009Mar	4,16	4,03	4,60	3,02	4,06	3,81	3,65	5,87	5,76	4,46	4,30	4,58	3,66	4,68	4,71	4,71
2009Feb	4,21	4,24	4,60	3,13	4,23	3,93	3,68	5,70	5,65	4,54	4,33	4,53	3,80	4,52	4,87	4,76
2009Jan	4,00	4,13	4,60	3,07	4,15	3,87	3,60	5,60	5,20	4,62	4,18	4,35	3,76	4,32	4,70	4,69
2008Dec	3,90	3,87	4,60	3,05	3,86	3,72	3,54	5,08	4,57	4,47	4,17	4,17	3,65	4,00	4,56	4,72
2008Nov	4,19	4,26	4,60	3,56	4,15	4,09	3,98	5,09	4,56	4,74	4,35	4,61	3,96	4,35	4,61	4,92
2008Oct	4,33	4,46	4,60	3,88	4,47	4,33	4,18	4,93	4,55	4,78	4,68	4,81	4,23	4,56	4,66	4,95
2008Sep	4,46	4,56	4,60	4,09	4,57	4,43	4,36	4,88	4,56	4,80	4,84	5,04	4,35	4,66	4,68	4,98
2008Aug	4,48	4,58	4,60	4,20	4,56	4,47	4,40	4,87	4,59	4,81	4,78	5,12	4,40	4,69	4,68	4,95
2008Jul	4,78	4,85	4,60	4,49	4,80	4,77	4,69	5,15	4,92	5,10	5,01	5,28	4,69	4,95	5,02	5,06
2008Jun	4,80	4,84	4,60	4,52	4,79	4,78	4,73	5,17	4,91	5,11	4,98	5,26	4,73	4,96	4,95	4,94
2008May	4,48	4,51	4,60	4,20	4,43	4,47	4,41	4,74	4,58	4,70	4,67	4,91	4,35	4,60	4,61	4,52
2008Apr	4,34	4,37	4,60	4,04	4,32	4,22	4,27	4,54	4,44	4,53	4,55	4,77	4,21	4,52	4,47	4,46
2008Mar	4,14	4,23	4,60	3,80	4,12	4,00	4,02	4,42	4,17	4,38	4,37	4,49	3,97	4,36	4,33	4,34
2008Feb	4,18	4,23	4,60	3,95	4,15	4,06	4,08	4,36	4,21	4,35	4,42	4,60	4,05	4,27	4,32	4,36
2008Jan	4,22	4,25	4,60	4,03	4,18	4,14	4,15	4,40	4,25	4,40	4,47	4,63	4,13	4,31	4,39	4,48

Annexe n° 7 (Suite 3) :

Period ↓	Austria	Belgium	Cyprus	Germany	Spain	Finland	France	Greece (GR)	Ireland	Italy	Luxembourg	Malta	Netherlands	Portugal	Slovenia	Slovakia
2007Nov	4,21	4,28	4,60	4,09	4,25	4,22	4,23	4,43	4,31	4,45	4,56	4,72	4,21	4,36	4,40	4,59
2007Oct	4,40	4,42	4,60	4,28	4,38	4,38	4,40	4,58	4,39	4,59	4,63	4,92	4,38	4,52	4,59	4,64
2007Sep	4,33	4,39	4,45	4,22	4,36	4,34	4,36	4,56	4,32	4,57	4,64	4,85	4,34	4,50	4,69	4,61
2007Aug	4,38	4,44	4,44	4,30	4,40	4,39	4,39	4,62	4,40	4,58	4,68	4,94	4,38	4,56	4,82	4,65
2007Jul	4,59	4,62	4,44	4,50	4,60	4,59	4,58	4,79	4,59	4,76	4,84	5,18	4,57	4,73	4,72	4,70

Source: <http://www.bce.com> consulté le 18/08/2012.

Annexe n° 8: Evolution des primes de risque en points de base sur la période 06/02/2010 – 14/12/2010 pour les PIGS (Portugal, Irlande, Grèce, Espagne) et pour l'Allemagne (référence pour les spreads) et la France à titre de comparaison.

Name	FRANCE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GRECE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	IRELAND SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	SPAIN SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GERMANY SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	PORTUGAL SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID
CURRENCY	E	E	E	E	E	E
12/14/10	87.48	863.8799	498.1799	273.6499	40.84999	372.0298
12/13/10	89.23	892.6799	503.8999	285.8799	40.78	401.0598
12/10/10	89.39	894.4199	503	291.2998	40.82999	421.8999
12/9/10	87.42999	882.1899	503.1599	283.4399	38.85999	381.8599
12/8/10	82.23	858.8198	491.72	254.97	37.78	340.6599
12/7/10	79.45	855.8599	518.0398	258.5	33.87	366.6299
12/6/10	78.31999	860.7698	517.1299	261.0598	30.87999	321.2998
12/3/10	75.45	860.74	497.71	243.5	44.76999	321.2798
12/2/10	77.39	870.7998	512.5798	243.4	44.76999	361.2698
12/1/10	78.43999	871.5	573.2798	263.3999	36.84999	386.6499
11/30/10	89.34999	918.2998	573.2698	317.99	42.81	477.0098
11/29/10	82.89	912.95	563.1299	293.1399	37.84	451.8398
11/26/10	79.31	932.3999	556.48	272.6499	37.29999	418.6599
11/25/10	71.39	911.6199	539.4399	248.9	29.85999	401.72
11/24/10	72.45	922.95	541.97	247.13	30.87	409.1099
11/23/10	69.56999	976.4399	522.6099	250.41	26.92	419.6899
11/22/10	65.51999	964.7998	476.45	225.71	24.42	374.0298
11/19/10	65.59177	903.3499	463.0952	209.1147	24.43532	339.5042
11/18/10	65.51999	902.3899	467.6499	205.96	25.90999	329.1599

Annexe n° 8 (Suite 1) :						
Name	FRANCE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GRECE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	IRELAND SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	SPAIN SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GERMANY SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	PORTUGAL SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID
11/17/10	66.53	916.1399	482.8799	207	25.90999	339.23
11/16/10	66.46999	915.1899	472.3499	205.83	25.89	343.8499
11/15/10	64.48999	832.0898	467.4099	197.96	25.89999	334.24
11/12/10	67.56	833.4099	498.2798	209.4	25.92	364.7
11/11/10	68.54999	844.0498	548.5798	224.25	25.92	394.6399
11/10/10	66.39	833.1599	522.0198	223.72	23.89	393.5198
11/9/10	66.46999	821.4199	556.3799	213.07	23.90999	371.5398
11/8/10	64.48	834.1799	556.3799	204.18	23.90999	368.6699
11/5/10	61.54999	827.4399	531.72	193.42	22.92999	363.6399
11/4/10	59.10999	817.2798	542.0598	183.61	23.42999	363.8599
11/3/10	57.56999	816.5598	515.7598	178.54	21.92999	338.6499
11/2/10	54.62	816.9299	480.9199	178.6	21.92999	328.8298
11/1/10	54.62999	793.6599	450.3298	172.68	21.92999	308.96
10/29/10	53.64999	762.8398	430.47	163.82	21.93999	299.0999
10/28/10	53.56999	723.74	419.9199	158.71	21.42999	288.73
10/27/10	52.57999	701.8599	394.8499	152.79	21.42999	274.5898
10/26/10	53.54999	632.5999	389.6699	149.77	19.92999	258.5498
10/25/10	53.56999	632.3198	389.8599	149.82	19.93999	258.6799
10/22/10	53.56999	632.2798	389.8098	150.79	19.93999	269.21
10/21/10	52.15999	620.25	369.1699	148.92	19.95	264.49
10/20/10	50.68999	622.3198	375.1499	148.92	19.95	269.46
10/19/10	49.68999	627.4399	365.0598	146.91	17.95999	264.4099
10/18/10	51.64	624.7998	355.21	146.9	18.95	264.3298

Annexe n°8 (Suite 2) :						
Name	FRANCE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GRECE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	IRELAND SNR CR 5Y E - CDS	SPAIN SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GERMANY SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	PORTUGAL SNR CR 5Y E - CDS
10/14/10	51.65999	628.8799	361.5598	148.95	18.95	292.0198
10/13/10	52.59999	628.23	374.2698	148.83	18.93999	299.71
10/12/10	58.59999	666.0999	383.72	159.78	22.92	315.6399
10/11/10	60.57999	655.3899	376.6699	157.8	22.92	300.6099
10/8/10	61.57999	698.4399	386.7798	165.94	23.92	310.7898
10/7/10	62.56	709.0498	401.7698	176.92	24.90999	320.74
10/6/10	62.56999	709.2798	399.8799	178.46	24.90999	316.0598
10/5/10	63.60999	700.6799	391.9399	179.71	24.92	321.1699
10/4/10	63.59	726.1099	391.8398	176.68	24.92	336.49
10/1/10	63.62	731.3198	406.99	174.73	23.92999	329.5198
9/30/10	63.59	765.1799	416.8699	174.67	24.90999	336.6499
9/29/10	63.62	770.5898	432.6099	178.73	24.92	366.99
9/28/10	65.62	778.3298	452.9399	179.77	26.90999	367.0198
9/27/10	62.62	778.0798	442.74	171.74	25.90999	331.72
9/24/10	64.59	794.5898	442.7	177.75	26.89999	331.6899
9/23/10	65.56999	783.3699	443.1099	179.89	27.89999	336.6199
9/22/10	62.71999	807.6699	417.3398	187.21	24.95	321.8298
9/21/10	62.64	811.5198	376.6199	182.01	24.92999	302.3198
9/20/10	61.59999	810.9099	385.9399	187.89	24.90999	301.0898
9/17/10	60.67	866.5999	376.0798	184.99	24.92999	290.0598
9/16/10	62.62	861.0999	340.7698	178.9	25.90999	284.8799
9/15/10	62.68999	872.71	336.1199	184.07	25.92999	285.2
9/14/10	59.71999	861.7798	336.1699	184.09	24.93999	268.23
9/13/10	56.7	850.1799	315.9099	165	23.92999	255.07

Annexe n° 8 (Suite 3) :						
Name	FRANCE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GRECE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	IRELAND SNR CR 5Y E - CDS	SPAIN SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GERMANY SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	PORTUGAL SNR CR 5Y E - CDS
9/10/10	61.59999	871.3599	330.6099	177.84	25.40999	269.7798
9/9/10	62.64	871.7598	330.75	177.99	25.42	269.98
9/8/10	64.65999	883.1799	330.8599	182.05	25.92	270.0498
9/7/10	60.64999	866.1099	325.72	181.98	25.92	254.94
9/6/10	55.68999	843.3699	287.1699	161.98	24.92	229.94
9/3/10	55.68999	843.6599	300.22	163	25.93999	251.98
9/2/10	58.67999	860.5598	293.2598	166.03	26.92999	257.0298
9/1/10	62.67	883.5198	298.2898	181.04	31.40999	282.0498
8/31/10	65.67	898.3899	308.4099	203.12	33.90999	300.1599
8/30/10	65.60999	897.6099	303.1499	202.96	33.89	299.8999
8/27/10	65.60999	892.6099	303.1499	202.96	33.89	299.8999
8/26/10	64.54999	896.75	297.8899	199.79	32.87	286.6499
8/25/10	65.59999	894.0898	296.1099	195.94	33.87999	271.8799
8/24/10	58.67	855.6199	268.1699	188.88	32.89999	246.96
8/23/10	57.62999	838.3699	262.97	180.77	31.87999	233.79
8/20/10	57.65999	834.0398	268.1199	180.86	31.89	236.92
8/19/10	56.67	805.5898	243	161.82	31.89	221.83
8/18/10	56.67	811.6499	238.12	161.89	34.87999	223.94
8/17/10	57.67999	817.47	243.18	161.93	35.87	234
8/16/10	56.62999	811.6699	268.1299	175.87	35.87	233.93
8/13/10	56.62999	783.75	247.98	171.79	35.87	229.81
8/12/10	58.64	757.0698	248.05	177.82	35.87	236.86
8/11/10	53.65999	758.1399	238.3	169.98	30.89	224.12
8/10/10	53.65999	729.0098	213.71	157.8	30.89	204.84

Annexe n°8 (Suite 4) :						
Name	FRANCE SNR CR SY E - CDS PREM. MID	GREECE SNR CR SY E - CDS PREM. MID	IRELAND SNR CR SY E - CDS PREM. MID	SPAIN SNR CR SY E - CDS PREM. MID	GERMANY SNR CR SY E - CDS PREM. MID	PORTUGAL SNR CR SY E - CDS PREM. MID
8/6/10	50.71999	718.99	187.89	152.85	28.92	185.86
8/5/10	45.73999	674.6899	174.79	149.75	25.92999	185.86
8/4/10	45.73999	675.1899	173.87	143.83	25.92999	170.95
8/3/10	48.73	646.71	165.87	138.89	26.93999	170.95
8/2/10	48.73	692.0198	175.89	142.92	26.93999	181.99
7/30/10	48.75999	691.46	177.79	144.87	25.95	172.06
7/29/10	48.75999	684.0398	167.96	144.87	25.95	172.06
7/28/10	46.73999	657.1299	164.89	144.87	24.95	176.97
7/27/10	46.73999	636.48	164.89	137.91	24.95	176.97
7/26/10	55.67999	688.2898	199.72	152.81	28.92999	221.8
7/23/10	55.67999	715.1899	204.84	161.02	28.92999	224.96
7/22/10	63.64999	740.9199	216.38	162.23	29.92	238.43
7/21/10	64.56	746.48	219.18	165.09	29.92	238.19
7/20/10	66.56	757.3198	224.42	172.19	29.92999	242.59
7/19/10	66.56999	757.3899	228.45	173.21	29.92999	242.61
7/16/10	63.59999	746.96	216.44	175.23	28.95	242.64
7/15/10	63.64999	747.6899	218.59	181.36	28.95	246.86
7/14/10	65.56999	757.4399	208.25	181.21	28.92999	243.61
7/13/10	64.59	731.0198	205.25	171.2	28.92999	233.54
7/12/10	65.57999	783.49	205.27	176.22	29.93999	233.56
7/9/10	65.62	789.5298	198.36	173.31	29.93999	228.65
7/8/10	72.5	831.2898	213.78	196.72	32.43999	238.92
7/7/10	72.59999	843.3098	224.09	212.05	32.43999	254.41

Annexe n°8 (Suite 5) :						
	FRANCE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GRECE SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	IRELAND SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	SPAIN SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	GERMANY SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID	PORTUGAL SNR CR 5Y E - CDS PREM. MID
7/5/10	70.67999	842.72	224.96	221.98	32.92	254.25
7/2/10	67.67999	847.95	224.92	216.9	32.92	259.25
7/1/10	73.67	875.75	234.09	222.01	32.92	274.7598
6/30/10	74.65999	875.8899	237.12	225.04	32.92	274.7798
6/29/10	83.64999	977.5898	246.27	230.16	33.92999	285.0098
6/28/10	80.67	961.3098	237.06	224.86	33.92999	285.0098
6/25/10	73.68999	976.9299	238.37	226.71	32.92999	292.8899
6/24/10	73.68999	934.3499	233.5	221.82	32.92999	284.99
6/23/10	68.75999	881.5398	228.6	221.94	29.95	280.0798
6/22/10	59.75999	885.8899	223.6	201.76	29.95	264.8899
6/21/10	59.75999	818.0198	208.43	176.37	27.95	239.4
6/18/10	64.75	812.1099	213.39	183.06	27.95	249.3
6/17/10	67.21999	811.8999	218.36	203.02	30.92	259.3599
6/16/10	70.67	823.5098	218.29	208.95	30.92	269.3699
6/15/10	70.75999	802.0298	218.5	206.08	30.95	269.1399
6/14/10	70.75999	713.45	203.46	191.21	30.95	253.99
6/11/10	69.67999	700.7698	193.19	180.98	29.93999	243.62
6/10/10	72.71999	701.8499	193.35	181.12	29.93999	253.95
6/9/10	76.64999	759.98	218.3	201.03	34.90999	278.95
6/8/10	83.64	778.1499	253.44	226.1	37.92	309.3198
6/7/10	79.70999	760.9099	238.52	231.22	37.92	299.3999
6/4/10	75.67999	668.0073	233.39	231.11	33.91982	299.23
6/3/10	67.74463	668.0073	223.334	216.1688	33.91982	284.0393

Source : Céline Begon, *le rôle des agences de notation dans la crise de la dette européenne : pouvoir et insuffisance du rating souverain en zone euro*, mémoire de recherche, 2011

Glossaire :

Action privilégiée est une action spécifique qui donne à son propriétaire une priorité sur les actionnaires ordinaires en ce qui concerne le paiement des dividendes. Les droits du porteur d'actions privilégiées se limitent à un montant fixe de dividendes et à un droit de priorité sur les actionnaires ordinaires en cas de faillite de l'entreprise et de liquidation de ses actifs.

Besoin en fonds de Roulements (BFR) Montant prévisible pour le fond de roulement : ce dont l'entreprise a besoin pour son fonctionnement quotidien. C'est-à-dire la constitution des stocks + le crédit accordé aux clients - le crédit obtenu des fournisseurs.

Cash-flow disponible (*Free cash flow*), ou plutôt la liquidité, est le flux de trésorerie disponible. Il correspond à la portion liquide de la capacité d'autofinancement (CAF) obtenue dans l'année et qui n'est pas affectée à l'achat de nouveaux éléments d'actif (investissements) ou au remboursement des échéances normales d'emprunts.

Les CDO sont un type d'asset-backed security. Il s'agit de produits de crédit structurés, composés d'un portefeuille d'actifs à revenus fixes ou variables. Ils prennent la forme de titres de dettes émis par une structure *ad-hoc*, souvent un *véhicule de titrisation* (SPV), qui achète et détient : - des obligations émises par des entreprises ou des banques (on parle alors de « Collateralized Bond Obligation »). En général, ces titres vont exposer les investisseurs à différentes tranches du risque total du portefeuille de créances, on parle alors de tranches de CDO.

CDS (*Credit Default Swap*) : Contrat financier bilatéral par lequel un acheteur de protection paie périodiquement une prime à un vendeur de protection qui promet de compenser les pertes sur un actif de référence (titre de dette souveraine, d'institution financière ou d'entreprise) en cas d'évènement de crédit (faillite, défaut de paiement, moratoire, restructuration). Il s'agit d'un mécanisme d'assurance contre le risque de crédit.

CDS nu: C'est une pratique qui consiste en réalité pour un investisseur à contracter un CDS, et donc une assurance, pour un risque auquel il n'est pas exposé.

Committee on the Global Financial System (CGFS): Comité de la BRI, chargé de la surveillance des marchés financiers. Il est composé des gouverneurs des banques centrales

d'une vingtaine de pays. Le CGFS doit identifier et évaluer les sources potentielles de tension sur les marchés, comprendre les mécanismes structurels à l'origine de leurs mouvements et promouvoir l'amélioration de leur fonctionnement.

EBITDA est un acronyme anglais signifiant "Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization": revenus avant intérêts, impôts (taxes), dotations aux amortissements et provisions, C'est l'équivalent, en comptabilité anglo-saxonne, de l'excédent brut d'exploitation (EBE). L'EBE est un composant clé de l'analyse du compte de résultat; il correspond à la différence entre les produits d'exploitation et les charges d'exploitation et ne prend pas en compte les amortissements, taxes et dépréciations éventuelles. C'est un indicateur du résultat du processus d'exploitation de la société, Concrètement, un EBITDA positif traduit une exploitation profitable de l'activité de la société (une rentabilité opérationnelle) mais ne garantit pas un résultat net positif.

European Securities and Markets Authority (ESMA): L'Autorité européenne des marchés financiers est une autorité de surveillance européenne indépendante, installée à Paris. À compter du 1er janvier 2011, elle a remplacé le Comité des régulateurs européens (*Committee of European Securities Regulators – CESR*) et s'inscrit dans le cadre du système de surveillance financière européen. Parmi ses prérogatives élargies, l'ESMA est notamment en charge de la supervision des agences de notation en Europe et de l'élaboration des standards techniques pour les réglementations communautaires relatives au fonctionnement des marchés financiers.

Gearing permet d'évaluer le niveau d'endettement d'une société. Ils calculent le ratio entre les dettes financières à moyen et long terme et les capitaux propres.

Investment Grade : de BBB- à AAA, notation correspondant à une faible probabilité de défaut (qualité de crédit élevée).

Intérêt minoritaire : Quote-part des capitaux propres ou du résultat net des filiales consolidées qui revient aux actionnaires minoritaires de ces filiales et non à la société mère.

Mise sous surveillance : (*watchlist*) De son côté, la mise sous surveillance positive ou négative signale la modification probable (une chance sur deux environ) de la note dans un délai rapproché de 90 jours.

Notation : Évaluation, par une agence de notation financière (Moody's, Fitch Ratings, Standard & Poor's), du risque de solvabilité financière d'un émetteur (entreprise, État ou autre collectivité publique) ou d'une opération donnée (emprunt obligataire, titrisation, *covered bonds*). La notation a un impact direct sur le coût de levée du capital.

Notation de court terme : note attribuée à des émetteurs de papier commercial. L'échelle de notation de crédit diffère des crans classiques (les obligations sont classées selon les catégories suivantes : Prime-1, Prime-3, Prime-3 ou Not Prime).

Notation privée (*private rating*) : il s'agit des notations émises suite à une demande individuelle et exclusivement mise à disposition de la personne qui en a fait la demande. Ces notations ne sont ni rendues publiques, ni destinées à être communiquées.

Notch : écart d'un cran entre deux notations (un *notch* sépare la notation AAA de la notation AA).

NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations): littéralement, Organisation d'Évaluation Statistique Reconnue Nationalement. Statut créé en 1975, par la SEC américaine, déterminant les agences dont les notes peuvent être utilisées comme référence dans la réglementation.

Point de base, expression venue directement de l'anglais *basis point* (abrégé en *bp* au singulier et *bps* au pluriel), désigne en langage économique et financier un centième de pourcent. Cette expression a l'avantage de simplifier la discussion sur les variations de taux d'intérêt, entre autres. Exemples : la différence entre 5,00 % et 5,10 % est de 0,1 %, soit 10 points de base. Si une banque centrale fait passer son taux d'intérêt directeur de 7 % à 8,5 %, elle l'a relevé de 150 points de base.

Perspective : (*outlook*) Les notes à long terme attribuées par les agences aux entreprises sont assorties d'une perspective stable, positive ou négative. Laquelle indique l'évolution possible de la note dans un horizon de deux ans.

Rendement anormal (*abnormal return*) : le rendement du titre en excès de ce qu'il aurait dû être compte tenu des conditions de marché générales.

SPV (*Special Purpose Vehicle*) : dans un montage de titrisation, désigne le véhicule *ad hoc* à durée de vie déterminée ayant pour objet de détenir le portefeuille d'actifs sous-jacents et d'émettre des titres représentatifs de ce portefeuille.

Spread obligataire : se calcule comme la différence entre le rendement obligataire et un taux sans risque. Le taux sans risque retenu est en général celui des obligations d'État.

Speculative Grade : en dessous de BBB-, notation correspondant à une probabilité de défaut élevée (qualité de crédit faible).

Tier One (ratio) : On appelle *Tier One* la partie des capitaux propres prudentiels d'un établissement financier considérée comme étant la plus solide. En font partie notamment le capital social et la part des résultats mise en réserve. Le ratio rapportant le *Tier One* au total des actifs ajustés du risque est un indicateur de solvabilité utilisé dans les accords prudentiels de Bâle I, Bâle II et Bâle III.

Volatilité : La volatilité mesure l'importance des fluctuations du prix d'un actif et donc son risque. Elle correspond à l'écart-type des rentabilités instantanées de l'actif sur une certaine période.

Table des matières

Remerciement..... i

Liste des abréviations..... ii

Sommaire :..... iii

 Introduction générale..... 1

Chapitre 1 : Présentation de la notation financière et des agences de notation.10

Introduction : 10

Section 1 : Fondements et caractéristiques de la notation financière.....11

1-Présentation générale de la notation financière :..... 11

1-1- Comparaison avec des concepts proches :..... 13

 1-1-1- Rating 13

 1-1-2-Notation financière..... 14

 1-1-3- Crédit-scoring..... 14

1-2 - Spécificité de la notation financière :..... 15

1-2-1- La nature juridique de la note :..... 15

1-2-2 - L'intégration du caractère qualitatif dans le fondement de la note 15

1-2-3- Indépendance des agences de notation 16

2- Aperçu historique des agences de notation :..... 17

La crise financière américaine de 1837..... 17

Développement de l'appel public à l'épargne :..... 18

La crise de 1929..... 18

La crise de 1970..... 19

3- Les principales agences de notation : 19

3-1 - Un marché oligopolistique :..... 21

3-2- The big three :..... 23

3-2-1 - Standard and Poor's..... 24

3-2-2 - Moody's Investors Service 24

3-2-3- Fitch..... 25

3-2-4 - Dominion Bond Rating 25

4 - La montée en puissance des agences de notation..... 25

Section 2 : Le rôle et la raison d'être de la notation financière..... 27

1- La raison d'être de la notation financière..... 27

1-1- Les utilisateurs de la notation financière..... 27

1-1-1- Fonction de la notation pour l'émetteur.....	28
1-2-2- Fonction de la notation pour les investisseurs.....	30
1-2- Le rôle des agences de notation dans la réglementation bancaire Bâle II.....	32
2- Justification de la notation par la théorie financière :	34
2-1- La théorie d'agence, et l'asymétrie informationnelle.....	34
2-2- La théorie des marchés efficients.....	37
Conclusion.....	39
Chapitre 2 : Activité et processus de la notation financière	41
Introduction.....	41
Section1 : Activité, interprétation et typologie des notations de crédit... ..	41
1-Caractéristiques des notes.....	42
1-1 Typologie de notes	42
1-1-1- Note d'émetteur et note d'émission.....	43
1-1-2- Notes en devises locales et notes en devises étrangères	43
1-1-3- Notes à long terme et notes à court terme	44
1-1-4- Les notes sur échelle nationale :.....	44
1-2- Signification des échelles de notation :.....	45
1-2-1- Interprétation de l'échelle globale de notation	46
1-2-2- Les notes de recouvrement de l'agence Fitch.....	48
1-2-3- La corrélation entre les notes.....	49
2- Typologie des annonces de notation :.....	50
2-1- Le changement de note : (rating change).....	50
2-2- Changement de perspective : (Outlook change).....	51
2-3- Mise sous surveillance : (rating watch).....	51
Section 2: Le risque de crédit, la notation et le taux de défaut.....	54
1- Le risque de crédit.....	55
1-1- Le risque de défaut de paiement.....	56
1-2- Le risque de non recouvrement :.....	56
2- La notation et le défaut de paiement	56
2-1- La matrice de transition.....	59
2-2- La notation et le spread de crédit.....	61
2-2-1- Le spread de taux d'intérêt.....	62
2-2-2- Le taux de référence du marché.....	62
Section 3 : Le processus de la notation financière.....	64

1-	Le processus de notation	64
1-1-	Demande de notation	64
1-2-	Etude et réunion avec le dirigeant de l'entreprise.....	65
1-3-	Réunion avec le comité de notation	68
1-4-	Le suivie de la note.....	69
2-	Mode de rémunération des agences de notation	69
	Conclusion	71
	Chapitre 3 : Méthodologies de notation des émetteurs, et déterminants de la notation financière	73
	Introduction	73
	Section1 : La notation des entreprises industrielles (corporate rating)	74
1-	Le risque industriel	75
1-1-	Le risque pays	76
1-2-	L'analyse du secteur	76
1-3-	Le positionnement concurrentiel	78
1-4-	L'analyse de la stratégie et du management.....	78
2-	Le risque financier	79
2-1-	La capacité à gérer les flux financiers	80
2-2-	La flexibilité financière	80
2-3-	Les ratios financiers utilisés par les agences	81
3-	Méthode d'utilisation des ratios	83
4-	Un cas d'analyse de corporate rating	87
4-1-	Analyse du risque de crédit.....	87
	5-Influence des caractéristiques de l'entreprise sur la notation selon la littérature	90
	Section 2: La notation des institutions financières	93
1-	Activité particulière des banques et risques bancaires	94
1-1-	Les risques bancaires.....	94
2-	Règlementation prudentielles et rating	96
3-	Méthodes d'analyse et de rating des institutions financières	99
3-1-	Les facteurs d'analyse quantitatifs.....	100
3-1-1	-La performance financière.....	101
3-1-2	-Liquidité et accès au financement	101
3-1-3	-La qualité des actifs.....	101
3-1-4	-Le niveau de capitalisation	102
3-1-5	-La croissance et la taille de la banque	102

3-1-6-	L'évolution macroéconomique	102
3-2-	Les facteurs d'analyse qualitatifs.....	103
3-2-1-	La compétitivité	103
3-2-2-	Les perspectives à long terme.....	104
3-2-3-	Les compétences managériales.....	104
3-2-4-	Le soutien institutionnel.....	104
4-	Vers de nouvelles méthodes d'évaluation du risque de crédit des banques.....	105
4-1-	La nouvelle méthode de Moody's.....	105
4-2-	La nouvelle méthode de S&P	106
	Section 3 : La notation du risque souverain.....	111
1-	Définition du risque souverain.....	111
1-1-	Le risque politique.....	112
1-2-	Le risque pays.....	113
1-3-	Le risque souverain	113
2-	L'évolution historique du risque souverain	114
3-	Méthode d'évaluation du risque souverain	116
3-1-	Facteurs d'analyse quantitatifs	119
3-1-1-	Environnement politique et social.....	119
3-1-2-	Paramètres macro-économiques.....	120
3-1-3-	Les finances publiques.....	120
3-1-4-	La balance des paiements	120
3-2-	Les facteurs d'analyse qualitatifs.....	121
3-2-1-	La gouvernance	121
3-2-2-	Facteurs structurels	121
3-2-3-	Facteurs historiques.....	121
3-2-4-	Facteurs externes.....	122
3-2-5-	La soutenabilité de l'Etat	122
4-	Méthode de notation souverain de l'agence standard and Poor's.....	123
4-1-	Evaluation des cinq facteurs de notation souveraine	126
4-1-1-	Le score politique	126
4-1-2-	Le score économique	128
4-1-3-	Le score externe	129
4-1-4-	Le score fiscal	129
4-1-5-	Le score monétaire	130

5- Déterminants de la notation souveraine selon la littérature	133
5-1- Déterminants conventionnels.....	133
5-2- Déterminants spécifiques aux pays à faibles et moyens revenus.....	133
Conclusion	138
Chapitre 4 : L’impact de la notation financière sur les marchés financiers	140
Introduction	140
Section 1 : Revue littéraire de l’incidence de la notation financière sur les marchés financiers	141
1- La revue littéraire	142
1-1- Incidence de changement de note.....	143
1-2- Incidence de la mise sous surveillance (MSS)	145
1-3- L’impact sur le marché action	147
2- Présentation des résultats des travaux d’Afonso et al en 2012	149
Section 2 : Essai d’analyse de l’impact de la notation financière sur les marchés financiers de euro zone. (Etude empirique)	158
1- Méthodologie de recherche	158
1-1- Les études d’événements.....	159
1-2- Données et éléments d’analyse.....	161
1-3- L’échantillon d’étude.....	162
2- Impact de la notation souveraine sur le marché obligataire européen	167
2-1- Conséquences de la dégradation de la France	175
2-2- Le cas spécifique de la Grèce.....	177
3- Relation et interconnexion entre le risque souverain et le risque bancaire	182
4- Impact des annonces négatives sur les cours boursiers bancaires	195
4-1- Méthodologie d’analyse.....	197
4-2- Incidence de changement de note négatif sur les cours boursiers bancaires.....	198
Conclusion	204
Conclusion générale	206
Bibliographie :.....	211
Liste des tableaux :.....	219
Liste des figures :.....	223
Annexe :.....	225
Glossaire :.....	246
Table des matières :	250