

Les enjeux de la notation des collectivités locales

Philippe Raimbourg

Résumé

La notation des créances des collectivités locales est apparue pour la première fois en France au début des années 1990. Cette pratique nouvelle s'est inscrite dans un courant de diversification des modes de financement des collectivités qui s'inspirait des pratiques nord-américaines. Toutefois, le contexte réglementaire spécifique des collectivités françaises incite à s'interroger sur l'utilité de la notation pour de tels émetteurs et sur ses perspectives.

Citer ce document / Cite this document :

Raimbourg Philippe. Les enjeux de la notation des collectivités locales. In: Politiques et management public, vol. 18, n° 4, 2000. Numéro spécial - "Le management public et la mesure : des lettres aux chiffres" pp. 47-60.

doi : 10.3406/pomap.2000.2645

http://www.persee.fr/doc/pomap_0758-1726_2000_num_18_4_2645

Document généré le 17/10/2015

LES ENJEUX DE LA NOTATION DES COLLECTIVITÉS LOCALES

Philippe RAIMBOURG*

Résumé

La notation des créances des collectivités locales est apparue pour la première fois en France au début des années 1990. Cette pratique nouvelle s'est inscrite dans un courant de diversification des modes de financement des collectivités qui s'inspirait des pratiques nord-américaines. Toutefois, le contexte réglementaire spécifique des collectivités françaises incite à s'interroger sur l'utilité de la notation pour de tels émetteurs et sur ses perspectives.

* Université Paris I Panthéon-Sorbonne.

On rappellera tout d'abord les principales caractéristiques de l'activité de notation avant d'examiner le cas spécifique du rating des titres de créances des collectivités locales.

L'activité de notation

Historique

Cette activité est apparue aux Etats-Unis au milieu du XIX^e siècle. Il s'agissait tout d'abord d'une appréciation de la qualité des créances commerciales. Peu à peu l'idée d'une mesure et d'une évaluation quantitative a vu le jour et le risque des créances a été apprécié sur une échelle-lettre.

Les principales dates de l'activité de la notation aux Etats-Unis sont les suivantes :

- 1857 : publication des premières appréciations de qualité de crédit par J. Bradstreet.
- 1859 : publication des premières appréciations de qualité de crédit par R. Dun.
- 1909 : établissement des premiers 'ratings' par John Moody.
- 1916 : création de la 'Poor's Publishing Company'.
- 1922 : création de la 'Standard Statistics Company'.
- 1941 : création de l'agence de rating 'Standard and Poor's'.
- 1962 : la société de renseignement commercial 'Dun & Bradstreet' prend le contrôle de l'agence de rating 'Moody's'.

Deux agences, Moody's et Standard & Poor's, ont une activité à l'échelon international ; deux autres agences nord-américaines, Duff & Phelps et Fitch, ont une activité plus spécifiquement domestique, bien que cette dernière, depuis son rapprochement avec l'agence anglaise IBCA, soit aussi présente en Europe.

L'activité de notation en France a vu le jour au milieu des années 80 et a été marquée par les dates suivantes :

- 1986 : création de l'Agence d'évaluation financière (ADEF).
- 1988 : ouverture du bureau parisien de Moody's.
- 1990 : rapprochement de Standard and Poor's et de l'ADEF.
- 1990 : création d'Euronotation, repris par l'agence anglaise IBCA.
- 1997 : rapprochement de l'agence américaine Fitch et de l'agence anglaise IBCA.

Trois agences (Moody's, Standard & Poor's et Fitch-IBCA) travaillent aujourd'hui en France.

La procédure de notation

L'établissement d'une note repose sur une analyse tant stratégique que financière : l'analyste cherche à estimer quelle est, dans le long terme et le court terme, la probabilité que l'émetteur ne puisse pas faire face aux obligations stipulées dans son contrat d'endettement, c'est-à-dire de verser à bonne date les intérêts dus et le remboursement du principal.

L'analyse stratégique renseigne sur les perspectives de long terme de l'émetteur :

- positionnement produits et stratégie de développement, au regard notamment de la concurrence,
- analyse du processus de production, des coûts et de leur évolution,
- pertinence et efficacité des réseaux de distribution,
- organisation de l'entreprise et compétence des organes directionnels.

L'analyse financière permet d'apprécier les risques de court terme. Pour l'essentiel :

- l'utilisation du levier est-elle raisonnable compte tenu de l'instabilité des flux d'exploitation ?
- le niveau de la trésorerie est-il suffisant ? Des lignes de substitution pourront-elles aisément être mobilisées ?

Cette analyse est d'autant plus pertinente que l'agence a une expérience du secteur d'activité concerné et a été amenée à noter des établissements concurrents. Elle est effectuée par une équipe d'analystes sous la direction d'un consultant senior. Cette équipe présente son étude et propose une première note à un comité interne à l'agence. Ce comité, constitué d'analystes spécialistes du secteur et des principaux directeurs, a pour rôle d'assurer une certaine homogénéité entre les ratings, notamment au sein d'un même secteur d'activité. La note est communiquée à l'émetteur. Si celui-ci manifeste son désaccord, une procédure d'appel est prévue.

Le risque de défaut

Il est nécessaire de préciser ce que l'on entend par défaut de paiement et de fournir quelques indications statistiques quant à son ampleur.

L'objet des agences est l'appréciation du risque de défaut, c'est-à-dire l'appréciation de la probabilité de non-respect des différentes clauses d'un contrat d'endettement. Il peut s'agir du risque que la rémunération ou le remboursement ne soient pas versés dans leur intégralité, mais aussi qu'ils soient versés avec retard.

A l'exception des créances qualifiées de spéculatives, ce risque est statistiquement assez faible. Les deux principales agences (Moody's et Standard & Poor's) publient à

date régulière les statistiques de défaillance des titres qu'elles notent. Nous fournissons ci-après des statistiques établies par l'agence Standard & Poor's.

Evolution des défaillances en nombre et en montant (en millions de \$) :

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Nombre	29	62	65	21	7	14	28	14	17	48
Montant	5965	15094	19800	4740	1425	4060	8250	3639	4348	10858

On constate tout d'abord le faible nombre de défaillances. Le nombre total de titres notés étant maintenu constant au niveau de 7300 émissions tout au long de l'étude, le nombre relatif de défaillances demeure très faible, alors que la notion de 'défaillance' retenue est celle utilisée par les agences incluant notamment les retards de paiement. On remarque ensuite la très forte volatilité de ces statistiques : d'une année à l'autre le nombre de défaillances peut être multiplié ou divisé par un facteur de l'ordre de 3 ; cette volatilité est accrue lorsque l'on s'intéresse aux montants.

Les taux de défaillance sont bien sûr très différents lorsqu'on les décompose par note :

Taux de défaillance cumulé après 15 ans selon le rating initial :

Note	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Taux de défaillance	0,81 %	0,87 %	1,98 %	4,06 %	16,01 %	27,23 %	45,08 %

On remarque :

- Le risque très faible des créances notées AAA à BBB : un investisseur 'domant' qui investirait dans un portefeuille composé de créances BBB ne connaîtrait des incidents de paiement au bout de quinze ans que pour 4% de ses titres.
- La très forte augmentation de ce risque pour toutes les créances ayant une note strictement inférieure à BBB. Cette césure met ainsi en évidence le fait que les agences retiennent avant tout une échelle bi-modale : les créances de note supérieure ou égale à BBB et les autres créances. Les premières sont qualifiées "d'investment grade" (pouvant faire l'objet d'un investissement de long terme) et les secondes de 'speculative grade' (l'appellation 'junk bonds' – obligations de pacotille – est aussi utilisée). Les taux de défaillance moyens après 15 ans selon ces deux catégories sont les suivants :

Investment grade : 2,11 %
Speculative grade : 25,03 %

- Les taux de défaillance au sein des notes A (AAA, AA, A) et surtout entre les notes AAA et AA sont très voisins ; ainsi, si l'on s'était intéressé aux taux de défaillances après 9 ans, on aurait trouvé une statistique pour les créances AAA (0,71 %) supérieure à celle relative aux créances AA (0,70 %). Les niveaux de risque de ces catégories de titres de créances semblent donc très proches, et il faut s'attendre à ce que les rémunérations exigées par les investisseurs le soient elles aussi.

Enfin, il est intéressant de connaître le poids relatif de ces différentes catégories de titres de créances dans l'ensemble du marché financier (essentiellement nord-américain) :

Répartition du nombre de nouveaux émetteurs selon la note de 1990 à 1998 :

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
AAA	17	33	17	14	15	7	11	6	2
AA	41	74	57	46	53	26	31	39	32
A	40	75	66	112	168	60	86	91	79
BBB	17	26	47	92	93	80	122	153	96
BB	15	25	62	114	77	71	121	165	152
B	11	6	64	148	107	103	125	278	264
CCC	8	9	6	4	3	4	1	3	5
Inv. grade	115	208	187	264	329	173	250	289	209
Spec. grade	34	40	132	266	187	178	247	446	421

Il est intéressant de remarquer :

- la forte croissance du nombre des nouveaux émetteurs qui, d'environ 150 en début de décennie, avoisinaient 700 en fin de période ;
- la modification progressive de leur composition : alors que les émissions de nature spéculative ne représentaient que 23 % des émissions en 1990, elles en constituaient 67 % en 1998 ;
- l'importance des notes BBB et surtout BB et B qui représentent l'essentiel des émissions.

Rating et spread de taux

De façon générale, le risque d'un titre obligataire coté sur un marché financier peut se décomposer selon les trois éléments suivants :

- Le risque de taux : les titres à taux fixe voient en effet leur valeur varier en fonction du niveau général des taux d'intérêt ; l'ampleur de cette variation dépend de la structure des flux (de rémunération et de remboursement) de l'obligation et se mesure grâce aux concepts de durée et de sensibilité.

- **Le risque d'illiquidité** : la détention d'un titre de créances constitue, comme tout investissement, une immobilisation de fonds. Une telle immobilisation peut gêner le porteur en cas de difficulté de réalisation de l'actif. L'actif sera considéré comme illiquide si la revente immédiate et sans coût est impossible. Cette illiquidité se traduira par une exigence de rentabilité accrue de la part du porteur.
- **Le risque de défaut** : tout titre de créances expose son détenteur à ne pas être rémunéré ou remboursé dans les conditions initialement prévues. Qu'il s'agisse d'un non remboursement intégral du prêt, d'une rémunération partielle ou d'un retard de paiement, le porteur s'expose à subir une moins-value. L'anticipation de cette perte éventuelle l'amènera à exiger un surcroît de rentabilité destiné à le dédommager.

Tout titre de créances se caractérise, à une date donnée, par un certain 'spread' (écart) de taux. Cet écart de rentabilité est mesuré en prenant comme référence un titre étatique (c'est-à-dire sans risque de défaut), liquide et de même sensibilité que l'obligation concernée. En raison de cette exposition identique au risque de taux, le spread mesure principalement l'impact du risque de défaut et éventuellement du risque d'illiquidité sur la rentabilité exigée de l'obligation envisagée. Lorsque cette obligation est a priori liquide, le spread a pour principale origine le risque de défaut : il constitue en quelque sorte la mesure, par l'ensemble du marché financier, de l'impact du risque de défaut.

Il est dès lors intéressant de comparer cette appréciation du risque de défaut, par le marché à celle qui est réalisée par les agences de notation, c'est-à-dire d'étudier le spread de taux selon la note. Nous fournissons ci-après des statistiques de spread selon la note au cours du second semestre 1996 établies par l'agence Standard & Poor's :

Note	AAA	AA	A	BBB
Spread en points de base	37	55	73	105

Des statistiques équivalentes peuvent être établies sur le marché financier français, mais uniquement pour les premières catégories de notes, seules représentées sur notre marché financier. Le tableau suivant fournit les spreads constatés en 1998 :

Note	AAA	AA
Spread moyen	18,5	29,4
Ecart-type	6,2	10,8

Plusieurs remarques s'imposent à la lecture de ces données :

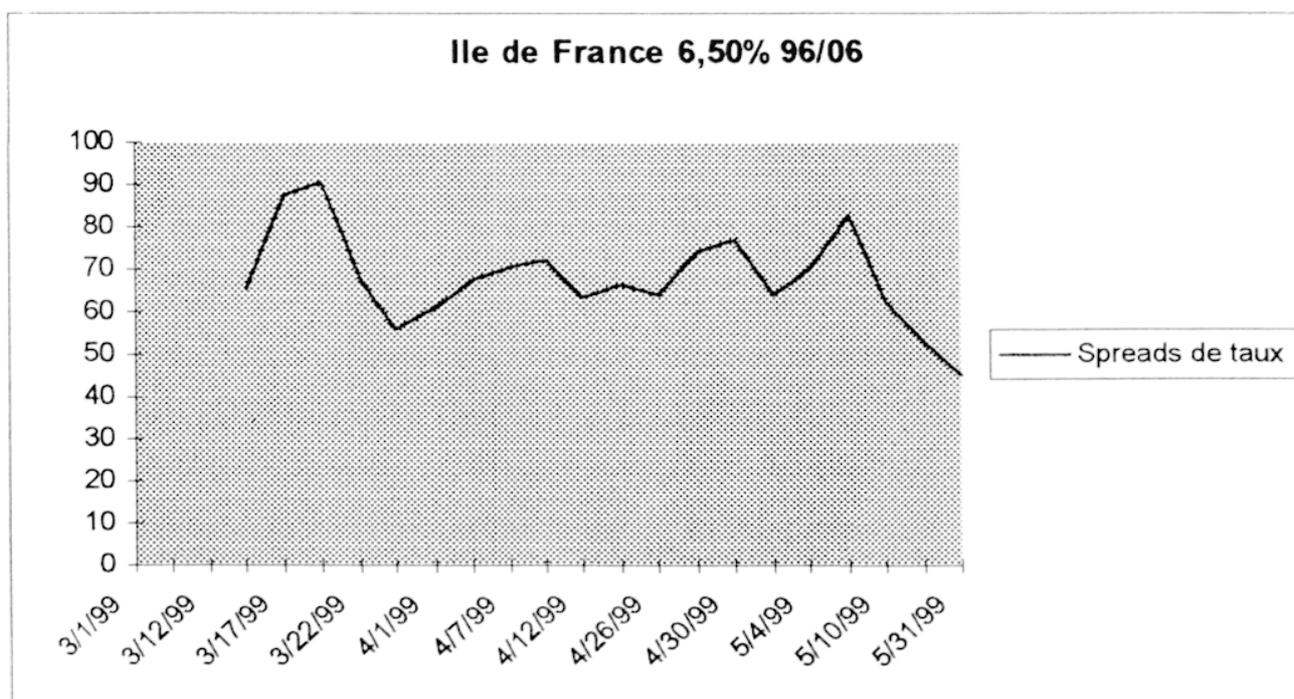
- A note égale, les spreads ne sont pas identiques en France et aux Etats-Unis. L'écart de rémunération varie du simple au double. Si l'on estime qu'une même catégorie de note reflète une même catégorie de risque, on en déduit que le marché nord américain est plus sensibilisé que le marché français au risque de

défaut, ou encore que le prix de marché du risque de défaut est plus élevé aux Etats-Unis qu'en France.

- L'écart type de la distribution des spreads au sein d'une même catégorie de notes est relativement élevé en France. De sorte que dans certains cas, la hiérarchie des spreads de deux obligations particulières peut ne pas correspondre à la hiérarchie des notes ; ou, ce qui revient au même, la correspondance entre la hiérarchie des notes et la hiérarchie des spreads n'est vraie qu'en moyenne.
- Le spread croît assez vivement lorsque l'on descend dans l'échelle des notes. La distance, en termes de risque, entre deux notes n'est donc pas équivalente lorsque l'on évolue dans l'échelle.

On distingue en fait deux grandes catégories de titres, ainsi que cela a déjà été souligné : ceux ayant une note au moins égale à BBB sont qualifiés d' 'investment grade' et enregistrent un spread assez faible qui s'oppose à celui des titres de nature spéculative ('speculative grade') c'est-à-dire dont la note est inférieure ou égale à BB.

- Les spreads sont instables au cours du temps. Le graphique ci-après reproduit, à titre d'exemple, l'évolution du spread de taux de l'emprunt Ile de France 6,50 % 1996/2006 de mars à mai 1999 où on le voit passer d'environ 90 BP à 45 BP :



Toutefois, le spread relatif, calculé par rapport à un indicateur du niveau moyen des taux d'intérêt, présente une certaine stabilité.

La notation des titres de créances des collectivités locales

On recensera tout d'abord l'ensemble des collectivités locales dont les titres ont été notés ou ont fait l'objet d'un rehaussement, avant d'examiner les principaux critères retenus par les agences lors d'une notation et de dresser un bilan des avantages et inconvénients de la notation pour les collectivités locales.

Les émissions notées des collectivités locales

C'est la région Provence-Alpes-Cote d'azur qui fut la première à être notée au tout début des années 90. Après un démarrage assez lent, cette collectivité fut rejointe par d'autres entités qui souhaitèrent se faire noter. "L'observatoire FICOS" dénombre aujourd'hui 22 collectivités notées :

	Note Moody's	Note S/P - ADEF	Note Fitch - IBCA
Villes et communautés urbaines			
Aubagne		.	A-
Boulogne-Billancourt		AA	.
Paris		AAA	.
Strasbourg		.	AAA
Tours		A-	.
Com. urb. de Lille		A-	.
Com. urb. de Strasbourg		.	AAA
Départements			
Alpes maritimes	Aa2	.	.
Essonne	Aa1	AAA	AAA
Mame	.	AA+	.
Guadeloupe	.	.	A-
Haut Rhin	.	AA+	.
Hauts de Seine	Aa1	AA+	.
Loiret	.	AA+	.
Lot et Garonne	A3	.	.
Meuse	.	A	.
Seine et Mame	Aa2	AA-	.
Régions			
Ile de France	Aaa	AAA	
Lorraine	.	AA	
Nord - Pas de Calais	.	A+	
Provence – Alpes – Côte d'Azur	Aa2	.	
Réunion	.	A-	

Les premières remarques portent sur le nombre et la nature des collectivités notées.

Depuis près de 10 ans que le premier rating a été attribué, seules 22 collectivités ont été notées. Il s'agit donc d'un phénomène très marginal dans l'ensemble des modalités de financement du secteur territorial.

Pour l'essentiel, les collectivités notées sont de taille importante : régions, départements et, lorsqu'il s'agit de communes, métropoles régionales ou nationales (on note, bien sûr, l'exception d'Aubagne).

On remarque aussi la très bonne qualité des notes attribuées : non seulement elles relèvent de la catégorie 'investment grade', mais elles sont même comprises entre AAA et A. Les agences confirment ainsi l'idée généralement admise que le risque 'collectivités locales' est très faible.

Le volume des émissions notées est dans l'ensemble assez faible. Le tableau suivant, issu des publications de l'Observatoire FICOS, fournit les volumes des émissions des différentes collectivités notées :

Année	Collectivité	Montant de l'émission (en millions FRF)
1993	Départ. des Hauts de Seine	150
		600
		700
	Départ. de Seine et Mame	243
	Région Ile de France	800
	Départ. de Guadeloupe	200
	Départ. du Haut Rhin	150
		150
	Ville de Paris	1200
		1000
	Départ. de la Réunion	100
1994	Région Ile de France	800
		300
		330
	Départ. de Seine et Mame	150
		150
	Région PACA	150
	Départ. de la Guadeloupe	50
		50
		56
	Ville de Paris	443
	Départ. des Alpes Maritimes	80
	Départ. des Hauts de Seine	700
	Région Lorraine	100

1995	Région Ile de France	980
	Ville de Paris	425
1996	Départ. des Hauts de Seine	644
	Région Ile de France	1000
1997	Région Ile de France	1000
	Communauté urbaine de Lille	100
		250
1998	Région Ile de France	1360
		600
1999	Ville d'Aubagne	394
	Ville de Tours	105
	Région Ile de France	656

Ce tableau fait ressortir deux catégories de collectivités :

- Le département des Hauts de Seine (noté AA), la région Ile de France et la ville de Paris (notées AAA) dont les volumes d'émissions sont largement au dessus de ceux des autres collectivités (de 400 MF à 1400 MF).
- Les autres collectivités aux volumes d'émission beaucoup plus faibles (en moyenne, 140 MF par émission sur l'ensemble de la période) et qui ne peuvent pas prétendre à une quelconque liquidité de leurs titres. Le marché financier, en tant que lieu d'échange organisé, ne les intéresse pas vraiment : ces collectivités ont pour la plupart eu recours à des placements privés.

La liste chronologique des émissions fait aussi apparaître l'aspect exceptionnel des années 1993 et 1994 qui ont connu un grand nombre d'émissions de collectivités notées.

Les émissions rehaussées des collectivités locales

Certaines sociétés d'assurances spécialisées (FGIC, FSA, MBIA, ...) proposent aux émetteurs, et notamment aux collectivités qui le souhaitent, de garantir le paiement, à première demande, de l'ensemble des sommes (intérêts et principal) qui sont dues au titre d'un emprunt obligataire. Les émetteurs qui ne sont pas notés ou dont la note est insuffisante peuvent ainsi émettre dans les conditions de sécurité propres à l'assureur ; les agences de rating attribuent en effet à ces émissions garanties la note de l'assureur, c'est-à-dire AAA le plus souvent.

Le département du Nord fut le premier à utiliser cette technique en 1993. Il fut rejoint par d'autres collectivités qui y virent le moyen de recourir dans de bonnes conditions

aux marchés financiers sans devoir être notées. Le tableau suivant fournit la liste des principales émissions rehaussées :

Liste des émissions rehaussées des collectivités locales

Année	Collectivité	Montant de l'émission (millions FRF)
1993	Département du Nord	100
	Département de la Meuse	200
	Ville de Lille	150
1994	Département de l'Isère	400
	Département de la Corrèze	100
	Département de la Meuse	150
	Ville de Lille	100
	Communauté urbaine de Lille	240
1995	-	360
1996	Région Nord – Pas de Calais	400
	Région Réunion	200
1997	Département de la Meuse	150
	Ville d'Aubagne	110
	Ville de Marseille	250
	Communauté urbaine de Lille	250
1998	Département de la Mame	200
	Ville de Lyon	100
1999	Ville de Tours	420
	Ville de Marseille	262

source : *Observatoire Ficos*

Les émissions rehaussées ont donc été aussi nombreuses que les émissions directes de collectivités locales notées. Leur taille moyenne est sensiblement supérieure à celle observée précédemment (230 MF). On note enfin que certains émetteurs ont eu recours conjointement aux deux procédés et ont choisi d'émettre pour partie directement en utilisant leur rating, et pour partie en utilisant les services d'une société de rehaussement de note ; le plus souvent, ce second type d'émission était destiné aux marchés internationaux.

Le risque 'collectivité locale' et les critères utilisés par les agences

La bonne qualité de signature des collectivités locales est la résultante non seulement d'une gestion rigoureuse et de l'existence d'un potentiel fiscal important, mais aussi

d'une réglementation favorable aux prêteurs. Le remboursement des emprunts figure en effet dans le budget de la collectivité au titre des dépenses obligatoires et bénéficie de ce fait d'une priorité d'affectation des ressources. Dans l'éventualité d'une cessation des paiements, l'administration de tutelle se substituera à l'autorité locale et lèvera les impôts nécessaires au rétablissement de l'équilibre financier. Le risque pour le prêteur paraît a priori mesuré : il s'expose en fait à un éventuel retard de paiement, mais il conserve la certitude d'un remboursement intégral. Bien qu'il ne faille pas négliger le coût actualisé d'un tel retard de paiement, le risque 'collectivité locale' semble a priori s'inscrire dans des limites raisonnables.

Les méthodes d'appréciation du risque utilisées par les agences sont, dans leur principe, identiques à celles mises en œuvre dans le cas d'une société commerciale ; elles sont simplement adaptées à la finalité et à la comptabilité des collectivités. Les notions de marges de manœuvre fiscale et financière sont au centre de l'analyse. La première, par une analyse de la richesse des principaux agents économiques et de leur effort fiscal, mesure la capacité de la collectivité à accroître ses recettes ; la seconde, qui prend en compte les dépenses courantes et notamment les dépenses de personnel, permet d'apprécier l'épargne de la collectivité et sa capacité à faire face au remboursement des emprunts ainsi qu'aux dépenses d'investissement. Le contexte économique de la collectivité, et notamment le potentiel fiscal des entreprises établies sur son territoire, constituent bien sûr le point de départ de l'analyse ; l'importance et la maîtrise des dépenses de fonctionnement représentent une deuxième question déterminante ; enfin, les contraintes de remboursement des emprunts ainsi que le niveau d'investissement souhaitable sont les dernières préoccupations de l'analyste. Il faut remarquer que l'appréciation des agences ne porte pas sur l'étiquette politique de l'équipe dirigeante ; toutefois, en la matière comme en d'autres, les agences privilégient la stabilité : un changement d'équipe est le plus souvent assimilé à la nécessité d'engager de nouvelles dépenses visant à satisfaire les souhaits de la nouvelle majorité.

Effets attendus et exigences d'une opération de notation

Théoriquement, l'effet attendu de l'obtention d'une note est une diminution du spread de taux payé par l'émetteur au marché financier. Les collectivités locales étant dans l'ensemble de risque assez faible, elles ont en effet intérêt à faire apprécier à son juste niveau leur risque de défaut pour éviter de payer des primes indues. Ainsi, le spread de l'emprunt Ile de France 6,50% 96/06 était fin mai 1999 d'environ 45 BP. Cependant, à l'exception de quelques grandes collectivités, les emprunts publics locaux sont de faible taille : ils ne s'adressent pas véritablement au marché financier, mais plutôt à quelques investisseurs privés. La note perd ainsi sa fonction première qui est de communiquer, de façon synthétique, une information fiable au marché : les investisseurs, lorsqu'ils sont de nature domestique, sont le plus souvent tout aussi à même que les agences d'apprécier le risque de la collectivité. En fait, dans la plupart des cas, l'utilité de la notation n'apparaît pleinement qu'en cas d'appel aux marchés financiers internationaux. Hormis quelques cas où les collectivités cherchent à mettre

en concurrence le marché financier avec les établissements bancaires, c'est essentiellement en vue de bénéficier d'écart de taux pouvant exister entre le marché financier domestique et d'autres places financières que les collectivités procèdent à des émissions publiques. Le recours aux agences de notation est alors incontournable. Un investisseur étranger a en effet besoin des services d'un organisme indépendant qui le renseigne sur la qualité de signature de l'émetteur, et ce d'autant plus que le marché secondaire, est quasi-inexistant et qu'il portera la créance jusqu'à son terme. L'agence de rating apparaît alors comme un organisme de certification dont l'utilité est moins d'ajuster le spread à la qualité de signature que de gagner la confiance d'investisseurs étrangers et de permettre ainsi l'émission. Dans cette optique, une note peut être qualifiée d'outil de communication financière destiné aux investisseurs internationaux. Ce fut la démarche de la commune d'Aubagne qui a été notée A- en 1998 par Fitch-Ibca en vue d'emprunter près de 60 millions d'euros. Ce sera sans doute aussi celle de la ville de Lyon qui, en décembre 1999, s'appête à collecter près de 30 millions d'euros sur les marchés internationaux conjointement avec la ville de Montréal.

Si l'obtention d'une note peut être assimilée à une opération de certification et de communication financière permettant à une collectivité locale d'accéder aux marchés financiers internationaux, elle est aussi à l'origine de certaines contraintes pour ces mêmes collectivités.

Tout d'abord, une notation n'est pas une opération ponctuelle mais s'inscrit au contraire dans le temps. Le rôle de l'agence est de renseigner l'investisseur sur la solvabilité de l'émetteur. Sa vigilance sera active tout au long de la durée de vie de l'emprunt, et, année après année, elle surveillera la qualité de signature de l'émetteur et sera éventuellement amenée à revoir, à la hausse ou à la baisse, la note initialement attribuée à la collectivité. Lorsque cette note est de très bonne qualité (AAA à A), la probabilité de dégradation est évidemment beaucoup plus élevée que la probabilité de réévaluation : se voir attribuer aujourd'hui une bonne note, c'est aussi s'exposer à être dégradé dans le futur. Une collectivité, comme toute autre institution a bien sûr la possibilité d'interrompre le contrat de suivi de note qu'elle a signé avec l'agence. Mais alors, l'agence indiquera aux investisseurs que la collectivité n'est plus notée, et il s'agira là d'un signal négatif qui aura le même effet qu'une dégradation.

Par ailleurs, l'obtention d'une note et, au-delà, l'émission d'un emprunt sur les marchés internationaux est une opération coûteuse pour la collectivité. Il s'agit en fait tout autant d'un coût monétaire que d'un surcroît de travail demandé aux services de la collectivité. Les services financiers d'une collectivité locale sont généralement assez peu étoffés et très préoccupés par l'élaboration du budget, le suivi budgétaire et les opérations courantes. Fournir aux agences toutes les informations demandées et préparer l'émission publique constituent assurément un effort non négligeable pour les services concernés. La présence de tels coûts expliquent que le recours aux marchés et à la notation ne se justifie que pour des emprunts de taille relativement importante.

REFERENCES

ARTUS P., GARRIGUES J., SASSENOU M., 'Interest Rate Costs and Issuer Ratings', *Journal of International Securities Markets* (autumn 1993).

BRAULT F., RONDELE S., *La notation des créances négociables et autres facteurs explicatifs de la prime de risque à l'émission des obligations à taux fixe sur le marché financier français*, cahier de recherche n° 31, Université de Rennes (Mars 1992).

GRIER P., KATZ S., 'The differential effects of bond rating changes among industrial and public utility bonds by maturity', *The Journal of Business*, n° 49 (1976).

HAND J., HOLTHAUSEN R., LEFTWICH R., 'The Effects of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices', *The Journal of Finance*, n° 47 (1992).

HUBLER J., RAIMBOURG Ph., 'La notation et le marché obligataire primaire en France', *Revue d'Economie Financière*, n° 37 (été 1996).

KATZ S., 'The price adjustment process of bonds to rating reclassifications : a test of bond market efficiency', *Journal of Finance*, n° 29 (1994).

Mc CARTHY J., MELICHER R., 'Analysis of bond rating changes in a portfolio context', *Quarterly Journal of Business and Economics*, n° 27 (1988).

Observatoire FICOS – Publié par la société Finances et Communications Locales, 29 rue du Colisée, Paris (75008).

PÉTIGNY A. de, 'La rémunération du risque sur le marché obligataire français : quelques considérations empiriques', *Notations*, n° 18 (Octobre 1997).

RAIMBOURG Ph., *Les agences de rating*, Economica, Paris (1990).

RAIMBOURG Ph., *Impact de la notation et des changements de note sur le taux de rendement des titres obligataires français*, Colloque AFFI, Bordeaux (Juin 1995).

'Ratings Performance 1998' - Publié par la société Standard & Poor's (mars 1999)

Revue d'Economie Financière, numéro de mars 1995 .

WANSLEY J. W., GLASCOCK J. L., CLAURETIE T., 'Institutional Bond Pricing and Information Arrival : The Case of Bond Rating Changes', *Journal of Business, Finance and Accounting*, n° 5 (1992).

WEINSTEIN M., 'The effect of a rating change announcement on bond price', *Journal of Financial Economics*, n° 5 (1977).