

Nouveau management public et notation financière souveraine: réévaluation de la prépondérance des valeurs hoodiennes dans la gestion de l'État

Alexandre Millette

Août 2015

Résumé

Le nouveau management public met de l'avant les valeurs d'efficacité et d'efficience dans la gestion gouvernementale. Ce faisant, une des priorités des États devient le contrôle des finances publiques, notamment à travers la réduction des dettes et l'élimination des déficits publics. Parallèlement à l'écllosion du nouveau management public, on assiste à une recrudescence des activités de notation financière souveraine. Les agences de notation vont définir les critères de solvabilité pour les États en évaluant les risques de défaut de paiement de ceux-ci. On peut distinguer grossièrement deux types de critères, soit les facteurs fiscaux et les facteurs institutionnels. Suite à l'analyse empirique effectuée, les valeurs d'efficacité et d'efficience semblent avoir un effet moindre que les facteurs institutionnels dans le processus d'évaluation des agences de notation. Une réévaluation de la prépondérance des valeurs hoodiennes semblent inévitable.

Table des matières

1. PROBLÉMATIQUE	3
2. CONSIDÉRATIONS THÉORIQUES	5
2.1 Problème principal-agent et asymétrie de l'information	6
2.2 Imputabilité, transparence et aversion au risque	6
2.3 Compressions et équilibre budgétaires	8
2.4 Que doit-on retenir?	8
3. QUESTIONS ET HYPOTHÈSE	9
4. PRÉSENTATION DE LA GRILLE D'ANALYSE CONTEMPORAINE DES AGENCES DE NOTATION	10
5. GUIDES MÉTHODOLOGIQUES	12
5.1 Standard & Poor's	12
5.2 Moody's	13
5.3 Fitch Ratings	15
6. MÉTHODOLOGIE ET ANALYSE EXPLORATOIRE	16
6.1 Standard & Poor's	17
6.2 Moody's	18
6.3 Fitch Ratings	18

7. DISCUSSION 20

8. BIBLIOGRAPHIE 20

Mots-clés: Notation financière, Nouveau management public, Méthodologie, Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings



1. PROBLÉMATIQUE

Les décennies antérieures à l'avènement du nouveau management public (NMP) sont marquées par l'expansion du secteur public sous la terminologie d'État-providence. Durant cette période, les États ont contracté des dettes imposantes, parfois même problématiques. Suite à ce constat, les tenants du NMP établissent que l'une des priorités des États devrait être le contrôle des dépenses publiques, c'est-à-dire l'élimination de la dette et du déficit public (Borins, 1995, p. 123). Pour ce faire, le NMP propose de ralentir ou même freiner la croissance du gouvernement et de se tourner vers la privatisation pour offrir des services de qualité à moindre coût à la population (Hood, 1991, p.3; Andrews et Van De Walle, 2013, p. 763), ce qui est loin de faire l'unanimité dans la communauté académique (Bozeman, 2014; Diefenbach, 2009, p. 897; Van Dooren, De Caluwe et Lonti, 2012, p. 492-493).

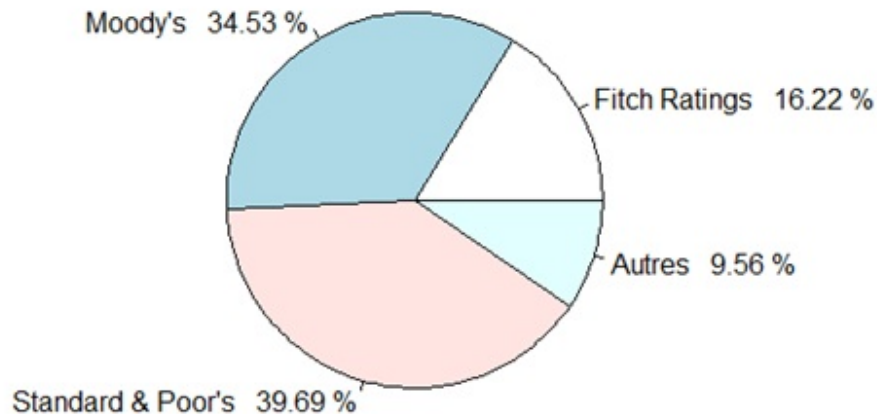
Durant les années 1970-1980, l'éclosion de la doctrine néolibérale, inspirée par l'idéologie de l'École de Chicago (Blanqué, 2012; Buchanan et Tullock, 2004; Dostaler, 2001; Friedman, 2002; Cercle Turgot, 2011), entraîne l'émergence d'une « nouvelle droite » politique (Hood, 1991, p. 6). Celle-ci tentera, avec plus ou moins de succès (Pierson, 2007), de réformer l'administration publique, donnant naissance au NMP. Parmi les critères de gestion prônés par cette école de pensée, on retrouve notamment les éléments suivants : l'assainissement des finances publiques avec la mise en place de politiques visant le retranchement des dépenses, la privatisation de certaines institutions ou certains services gouvernementaux et la création d'un agenda international ayant pour objectif de faire fructifier la coopération intergouvernementale à l'échelle globale (Hood, 1991, p. 3)

Le NMP induit une logique de marchandisation de l'administration publique, ainsi que des biens et services pouvant en découler, créant ainsi une compétitivité entre les États dans l'environnement mondial (Moe, 1984, p. 740-741). L'idéologie découlant du NMP réoriente donc les politiques publiques vers des termes phares comme : la réduction des coûts de transaction, l'efficacité des finances publiques, la transparence, l'imputabilité et les externalités (Moe, 1984, p. 750; Aucoin, 1990, p. 115,120; Armstrong, 1998, p. 16; Kerwer, 2001, p.3).

Au cœur de toute cette effervescence dans la refonte des préceptes régissant l'administration publique, on assiste à la recrudescence de l'activité de la notion financière souveraine, principalement à travers les firmes *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings*. Ces dernières vont devenir des acteurs incontournables de la phase de globalisation, tant pour les États que pour les investisseurs et les bailleurs de fonds, en se spécialisant dans la diffusion d'informations sous forme d'opinions indépendantes (Paget-Blanc et Painvin, 2007, p. 7-9). Celles-ci sont émises sous la forme d'une cote de crédit évaluant le risque de défaut de paiement d'une dette.

Selon un document publié par la *European Securities and Markets Authority* (ESMA, 2014, p. 6), les trois agences de notation mentionnées ci-dessus sont imputables de plus de 90 % des activités évaluatives en 2014. Cette observation démontre le caractère oligarchique régnant dans le domaine de la notation financière.

Graphique 1 - Distribution des activités de notation financière



Source: European Securities and Markets Authority

Par ailleurs, considérant le caractère intrinsèque (Didier et Weill, 2012, p. 102) de la plupart des évaluations souveraines faites par les agences de notation, tant pour les États souverains que fédérés (Millette, 2015), il devient primordial de s'attarder aux implications d'une gouvernance sous les auspices latents des firmes de notation financière.

Ces dernières sont principalement tributaires de trois rôles au sein du système financier international : elles évaluent la solvabilité d'un émetteur (Posca, 2012, p. 3); elles permettent aux acteurs d'obtenir des opinions indépendantes sous forme de cotes de crédit (Paget-Blanc et Painvin, 2007, p. 66) et; elles contribuent à diminuer l'asymétrie de l'information entre les acteurs (Langohr et Langohr, 2008, p.9).

Les États détenant des cotes de crédit favorables, c'est-à-dire les États dont le risque de défaut de paiement est faible, pourront emprunter à des taux d'intérêt plus bas, facilitant la structuration des finances publiques. Concrètement, les agences de notation permettent de réduire les coûts de transaction entre les débiteurs et les crédateurs.

Puisque la littérature concernant les agences de notation est en pleine éclosion, il n'existe pas de cadres théoriques rigides permettant d'analyser le fonctionnement de ces acteurs internationaux. Bien qu'une tentative ait été faite (Millette, 2015), il est préférable de scinder la littérature existante par rapport aux agences de notation selon trois courants de pensée économiques, soit : le courant marxiste et l'école de la régulation (Aglietta et Rigot, 2009; Ouroussoff, 2013), qui critiquent ouvertement l'oligarchie dominante, la privatisation du système de la diffusion de l'information et qui militent pour la création de firmes publiques; le courant keynésien (Didier et Weill, 2012; Gaillard, 2010; Gaillard, 2012; Posca, 2012; Stiglitz, 2010), qui procède à une approche critique du système de notation financière actuel, tout en soutenant la pertinence du rôle des agences de notation dans une économie internationale et; le courant de l'école des choix publics (Ladreit De

Lacharrière, 2012; Cercle Turgot, 2011; Paget-Blanc et Painvin, 2007; Langohr et Langohr, 2008; Reinhart, 2002), pour qui les défaillances du système de notation actuel résultent d'une incompréhension globale généralisée du rôle et des fonctions des firmes de notation financière. Il faut également mentionner que peu d'articles ou de livres possèdent des sections quantitatives venant valider les propositions théoriques (Butler et Fauver, 2006; Reinhart, 2002).

Conséquemment, l'objectif de ce texte est essentiellement orienté vers l'analyse de la méthodologie employée par les trois grandes agences de notation. Pour ce faire, les guides méthodologiques des firmes *Standard & Poor's* (2011), *Moody's* (2013) et *Fitch Ratings* (2014) seront examinés afin de valider si les valeurs du NMP, telles qu'exemplifiées par Hood (1991), ont de réelles incidences dans le processus d'émission des cotes de crédit régaliennes. En examinant les critères d'émission établis par les agences de notation, il devient possible d'associer les valeurs d'efficacité (*Sigma-type*), les valeurs d'honnêteté (*Theta-type*) et les valeurs de survivance (*Lambda-type*) (Hood, 1991, p.11) à deux catégories de facteurs. D'une part, les facteurs institutionnels renvoient aux données issues de la Banque mondiale et du projet *Worldwide Governance Indicators* (WGI) (Kaufmann, Kraay et Mastruzzi, 2015) et du *World Economic Forum* (WEF) (Schwab, 2014). D'autre part, les facteurs fiscaux font références aux données économiques colligées par la base de données de la Banque mondiale. Parmi ceux-ci, il convient de mentionner des indicateurs comme le produit intérieur brut (PIB), la croissance du PIB, le PIB par habitant, le déflateur du PIB, les taux d'intérêt, la dette du gouvernement central ¹, le déficit, la balance des comptes courants, etc. Bref, il s'agit de vérifier s'il existe un équilibre ou une asymétrie entre les facteurs institutionnels et fiscaux dans la méthodologie des agences de notation lors de l'attribution de cotes de crédit souveraines.

2. CONSIDÉRATIONS THÉORIQUES

Afin de mieux comprendre les liens unissant le NMP et les agences de notation, trois éléments seront abordés préalablement à l'analyse. Premièrement, comme le créneau de la diffusion de l'information est relégué par une forme d'oligarchie privée tirant leurs sources des institutions régaliennes, on peut aborder le problème sous un axe concernant l'existence d'un problème principal-agent lié à l'asymétrie de l'information entre les États, les agences de notation et les marchés en ce qui a trait à la notation financière souveraine, ce qui semble cohérent dans le cadre du NMP (Jones, 2001, p. 121; Kerwer, 2005, p. 456; Moe, 1984, p. 756; Boot, Milbourn et Schemets, 2006, p. 85). Deuxièmement, malgré le fait que les valeurs découlant du NMP soutiennent que l'imputabilité et la transparence sont des piliers indispensables de la gouvernance, on assiste à une forme d'aversion au risque dans la prise de décisions des acteurs publics et privés (Armstrong, 1998, p. 16; Hood, 2011, p. 11; Kerwer 2001, p. 3; Kerwer, 2005, p. 456). Troisièmement, le NMP préconise l'assainissement des finances publiques dans l'optique d'atteindre l'équilibre budgétaire (International Monetary Fund et World Bank, 2001). Ces politiques visent le contrôle de la dette et du déficit public, ce qui est directement relié à la raison d'être des agences de notation, soit l'évaluation du risque de défaut de paiement (Aucoin, 1990, p. 115; Hood, 1991, p. 3; Borins, 1995, p. 123; Andrews et Van De Walle, 2013, p. 763;

¹Les agences de notation ont des préférences dans le type de dette à utiliser. Standard and Poor's favorise les passifs financiers nets, Moody's préconise la dette directe et garantie plus les engagements relatifs aux régimes de retraite et Fitch Ratings utilise la dette à long terme du secteur public. (Finances Québec, 2007, p. 17)

Armstrong, 1998, p. 13; Boot, Milbourn et Schmeits, 2006, p. 99; Diefenbach, 2009, p. 897; McCann, 2013, p. 9)

2.1 Problème principal-agent et asymétrie de l'information

Une des caractéristiques définissant les relations entre les gouvernements, les agences de notation et les bailleurs de fonds relève de la problématique principal-agent. La privatisation de la diffusion de l'information telle que proposée par l'idéologie du nouveau management public positionne les agences de notation comme ayant un rôle central dans l'équilibre informationnel entre les États et les marchés (Boot, Milbourn et Schmeits, 2006, p. 85).

Selon Jones, le problème principal-agent se résume à la délégation de problématiques (Jones, 2001, p. 121). Dans cette instance, la relation entre les États et les bailleurs de fonds fait référence à cette dialectique. Cependant, l'introduction des agences de notation vient changer la dynamique introduite par le problème principal-agent. L'inclusion des firmes de notation financière comme troisième acteur permettrait d'éliminer, ou du moins, de réduire considérablement les externalités pouvant être induites par la non-neutralité des autres parties prenantes, diminuant ainsi la problématique liée à l'asymétrie de l'information dans la structure principal-agent (Kerwer, 2005, p. 459-460).

Certes, les informations diffusées par les agences de notation pourraient être colligées par les bailleurs de fonds ou encore dispensées par les États, néanmoins la délégation de cette tâche de collecte relève de la rationalité des acteurs soulignée par la théorie du NMP tout en permettant de réduire les coûts de transaction de ceux-ci (Moe, 1984, p. 742).

Sous cet angle, les agences de notation proposent une solution pour pallier le problème principal-agent entre les États et les bailleurs de fonds (Kerwer, 2005, p. 459-460). Deux éléments viennent corroborer cette thèse : les agences de notation sont indépendantes, elles ne représentent pas les intérêts particuliers des États ou des marchés; les agences de notation tendent vers un idéal de neutralité, ou d'objectivité, puisque la fiabilité et la validité des évaluations effectuées sont essentielles à leurs modes de rémunération basés sur l'évaluation et la vente d'informations (Gaillard, 2010, p. 16).

Malgré le fait que les agences de notation présentent une solution au problème principal-agent, elles demeurent susceptibles d'être victimes de l'asymétrie de l'information. En effet, certains débiteurs peuvent être tentés de diffuser des informations erronées ou incomplètes pour améliorer leur cote de crédit. Advenant la découverte de subterfuges, les fautifs s'exposent à des externalités, par exemple une dévaluation de leur cote de crédit ou encore à la hausse de leur taux d'intérêt (Kerwer, 2005, p. 459-460; Gaillard, 2010, p. 16). Comme les conséquences liées à la délinquance peuvent avoir de fâcheuses répercussions sur le niveau de confiance des marchés, les États vont plutôt tendre vers la transparence afin de faciliter la structuration de leurs finances publiques.

2.2 Imputabilité, transparence et aversion au risque

En consacrant l'industrie de la diffusion de l'information, les tenants du NMP souhaitent trouver une solution au problème principal-agent. Cependant, le recours aux agences de notation entraîne une nouvelle problématique, celle du vide d'imputabilité (*accountability gap*) (Kerwer, 2001, p.20). Advenant une défaillance dans la relation entre les États, les bailleurs de fonds et les agences de notation, comment établir la portion de blâme imputable

à chacun des acteurs (Hood, 2011, p. 5)? D'une part, une frange des observateurs de tendance plutôt marxiste et de l'école de la régulation soutient que les agences de notation imposent des critères trop contraignants aux États (Aglietta et Rigot, 2009; Ouroussoff, 2013). D'autre part, certaines voix liées au courant keynésien et à l'école des choix publics professent l'évasion des responsabilités des États et soulignent une carence évidente en matière de régulation étatique (Didier et Weill, 2012; Gaillard, 2010; Gaillard, 2012; Posca, 2012; Stiglitz, 2010; Ladreit De Lacharrière, 2012; Cercle Turgot, 2011; Paget-Blanc et Painvin, 2007; Langohr et Langohr, 2008; Reinhart, 2002).

Il convient de dresser une liste de certains des événements qui ont façonné l'encadrement de l'activité de la notation financière aux États-Unis et en Europe. Parmi ceux-ci, on retrouve : la création du terme *Nationally Recognized Statistical Rating Organisation* (NRSRO) émis par le *Securities and Exchange Commission* (SEC) venant valider le statut d'une agence de notation aux États-Unis; les Accords de Bâle II professant l'importance du rôle des agences de notation pour les marchés; le *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* qui se veut une révision de l'accréditation NRSRO; le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* favorisant l'implantation de nouveaux critères en matière de transparence et de reddition de comptes de la part des agences de notation et; la création de mécanisme de surveillance concernant l'activité de notation financière par l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) (U.S. Securities and Exchange Commission, 2015; Posca, 2012, p. 6-7; Bruner et Abdelal, 2005, p. 193-198) ².

Bien que multiples, ces mesures encadrant l'activité de la notation financière ne règlent pas la problématique liée à l'imputabilité entre les acteurs en présence. Lorsque les agences de notation sont incapables d'anticiper les crises, les acteurs ayant recours à la notation financière ont tendance à apposer des critiques virulentes à leur endroit. Pour traiter de ce phénomène, deux explications sont envisageables selon la logique décrite par le NMP : les acteurs utilisant les évaluations des agences de notation sont teintés par le biais de négativité, c'est-à-dire qu'ils octroient une plus grande importance aux failles de la notation financière qu'à leurs exactitudes (Hood, 2011, p. 9); les acteurs souhaitent déléguer leur part d'imputabilité de la problématique en se servant des agences de notation comme boucs émissaires (Ladreit De Lacharrière, 2012, p. 37).

Les États transfèrent la question de l'aléa moral concernant la diffusion de l'information, ainsi que de la part l'imputabilité y étant rattachée, vers un acteur externe au dilemme principal-agent ayant cours entre les États et les bailleurs de fonds, soit les agences de notation (Bruner et Abdelal, 2005, p. 192). Il semble donc pertinent d'aborder la question de la transparence, autant au niveau des États que des firmes de notation financière. Comme les bailleurs de fonds peuvent retirer leurs investissements à tout moment ou presque dû à leur aversion aux risques, des manquements en ce qui concerne la transparence de l'État pourraient avoir de fâcheuses conséquences (Moe, 1984, p. 753; Armstrong, 1998, p. 16). Le recours aux agences de notation est donc perçu comme un renforcement de l'effort de transparence de la part des États, voire une consolidation de la crédibilité régaliennne, pouvant mener à ce qui est décrit comme un « avantage démocratique » dans la littérature (Bruner et Abdelal, 2005, p. 192; Archer, Biglaiser et Derouen, 2007, p. 350; McCann, 2013, p. 9).

²Paragraphe inspiré de Millette (2015, p.52)

2.3 Compressions et équilibre budgétaires

La nouvelle compétitivité entre les États pour l'obtention de capitaux, autant internes qu'externes, ajoute une pression fiscale supplémentaire pouvant justifier les réductions et les coupes budgétaires prônées par la mouvance du NMP (Aucoin, 1990, p. 115). Dans ce qui est considéré par plusieurs comme étant le texte phare de l'étalement de l'idéologie du NMP, Christopher Hood identifie trois ensembles de valeurs du management public : les valeurs d'efficience (*Sigma-type*), les valeurs d'honnêteté (*Theta-type*) et les valeurs de survivance (*Lambda-type*) (Hood, 1991, p. 11). Cette section mettra l'emphase sur les valeurs d'efficience.

L'implication de l'État dans la distribution de biens et services est âprement discutée et suscite un véritable débat. Néanmoins, l'erreur méthodologique (Chavagneux, 2012, p.5-6) invalidant les résultats obtenus par Reinhart et Rogoff (2010, p. 573-578) obligera probablement les praticiens du NMP à revoir certaines de leurs positions quant au rôle de l'État.

En effet, les données révisées de l'étude de Reinhart et Rogoff (Chavagneux, 2012, p. 5-6) infirmeraient leur hypothèse, à savoir que l'augmentation de l'endettement au-dessus d'un seuil critique, fixé à un ratio dette/PIB de 60 % selon leurs dires (Reinhart et Rogoff, 2010, p. 573-578), entraînerait une stagnation, voire une contraction de la croissance de l'économie. Bien au contraire, les pays ayant un niveau d'endettement élevé auraient une croissance moyenne d'environ 2 % de leur PIB. (Chavagneux, 2012, p. 5-6)

Malgré tout, il est convenable de présupposer que la saine administration des deniers de l'État en assurerait la pérennité. Les mesures contra-cycliques doivent demeurer l'exception et non une norme administrative. À ce titre, Pollitt traite abondamment de l'importance du temps et des cycles dans le domaine de l'administration publique : « Measuring the duration of paths and cycles can therefore be highly informative about the health of the system ». (Pollitt, 2008, p. 148) Ces mesures, inspirées du keynésianisme, ne sont pas viables ou soutenables à long terme dans un environnement compétitif et globalisé (Chinardet, 2012, p. 120-121), d'où l'importance de tenir compte du temps et des cycles d'expansions au niveau des contractions économiques et administratives afin d'ajuster les dépenses de l'État conséquemment aux besoins présents sans pour autant tirer un trait sur les besoins ultérieurs.

2.4 Que doit-on retenir?

En résumé, les agences de notation permettent de trouver une solution au problème principal-agent. Elles ont pour objectif de réduire l'asymétrie de l'information sur les marchés, ce qui est bénéfique à la fois pour les États ainsi que pour les bailleurs de fonds. Toutefois, l'inclusion d'un nouvel acteur entraîne un problème au niveau de l'imputabilité et de la délégation du blâme. Comme les États et les bailleurs de fonds ont une aversion pour le risque, les agences de notation deviennent des outils pour favoriser la transparence et la crédibilité des États, ce qui peut être qualifié sous la forme d'un « avantage démocratique » (Archer, Biglaisier et Derouen, 2007, p.350). Ce faisant, l'évaluation des firmes de notation financière est réalisée intrinsèquement pour une pluralité d'États. Finalement, puisque les agences de notation évaluent le risque de défaut de paiement d'une dette, les valeurs d'efficience, les compressions et la réduction de la taille de l'État seront mises de l'avant.

On peut donc conclure que la réémergence des agences de notation, en matière de notation

financière souveraine, est une résultante directe de l'éclosion des valeurs (Hood, 1991) liées au NMP dans la gestion étatique.

3. QUESTIONS ET HYPOTHÈSE

En poursuivant dans la lignée des conclusions des articles de Butler et Fauver (2006) ainsi que de Minea et Parent (Chavagneux, 2012, p. 5-6), on doit réexaminer la priorité des valeurs d'efficacité prônées par le NMP (Hood, 1991). D'une part, les résultats de Butler et Fauver (2006, p. 76) démontrent à l'aide de régressions, de mesures de tendance centrale et d'étendue, que les facteurs institutionnels jouent définitivement un rôle dans l'évaluation des agences de notation. D'autre part, comme Minea et Parent le soulignent, Reinhart et Rogoff (2010, p. 573-578) ont commis une erreur méthodologique dans la rédaction de *Growth in a Time of Debt*, invalidant ainsi la conclusion selon laquelle un niveau d'endettement supérieur à 90 % freinerait la croissance. La réalité serait plutôt l'inverse, les pays ayant un niveau d'endettement supérieur à 90 % verraient leur croissance augmenter de 2,2 % en moyenne (Krugman, 2013).

Les résultats découlant de ces deux articles viennent quelque peu ébranler les valeurs d'efficacité du NMP, réorientant par le fait même la réflexion des praticiens vers les valeurs d'honnêteté et de survivance (Hood, 1991, p. 11). La question spécifique à laquelle ce texte tentera de répondre est la suivante : lors du processus d'émission des cotes de crédit souveraines, est-ce que les facteurs fiscaux (valeurs d'efficacité) ont prépondérance sur les facteurs institutionnels (valeurs d'honnêteté et de survivance)?

Deux questions générales émanent de cette interrogation. Premièrement, quel est le niveau de similitude ou de divergence entre les guides méthodologiques des trois agences de notation à l'étude dans ce texte? Deuxièmement, peut-on établir un ordre d'importance dans les critères préconisés dans les guides méthodologiques?

L'hypothèse défendue est que les facteurs fiscaux (valeurs d'efficacité) ont une plus grande importance dans les guides méthodologiques et dans le processus d'émission des cotes de crédit régaliennes que les facteurs institutionnels (valeurs d'honnêteté et de survivance). (Reinhart, 2002; Butler et Fauver, 2006; Chavagneux, 2012)

4. PRÉSENTATION DE LA GRILLE D'ANALYSE CONTEMPORAINE DES AGENCES DE NOTATION

Avant de s'attarder aux guides méthodologiques des firmes *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings*, il convient de présenter la grille d'analyse de ces trois agences de notation. Loin d'être convivial pour les non-initiés, le tableau 1 offre un sommaire des cotes de crédit pouvant être octroyées par le triptyque à l'étude. Comme les acteurs évalués dans ce travail sont régaliens, les cotes de crédit à long terme seront favorisées.

De prime abord, les trois agences de notation possèdent une grille d'évaluation unique. Malgré tout, il est possible de les subdiviser en onze catégories distinctes comme le démontre la colonne relative à la signification de la note. Il est également possible de ramener ces catégories en trois grandes divisions, soit : investissement, spéculatif et en défaut.

Bref, l'obtention d'une cote de crédit entrant dans la catégorie investissement risque d'avoir des effets mélioratifs quant aux taux d'intérêt encourus lors de l'émission d'obligations étatiques auprès des bailleurs de fonds. L'équilibre budgétaire prime pour stabiliser l'évolution du niveau d'endettement. Concrètement, les agences de notation réduisent les coûts de transaction entre les créditeurs et les débiteurs grâce au processus d'évaluation indépendant permettant de réduire l'asymétrie de l'information et d'offrir plus de transparence dans le dilemme principal-agent.

Tableau 1 - Grille d'analyse contemporaine des agences de notation à l'étude						
Standard & Poor's		Moody's		Fitch Ratings		Signification de la note
Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	
A-1+	AAA (23)	P-1	Aaa (21)	F1+	AAA (21)	Première qualité
	AA+ (22)		Aa1 (20)		AA+ (20)	Haute qualité
	AA (21)		Aa2 (19)		AA (19)	
	AA- (20)		Aa3 (18)		AA- (18)	
A-1	A+ (19)	P-2	A1 (17)	F1	A+ (17)	Qualité moyenne supérieure
	A (18)		A2 (16)		A (16)	
A-2	A- (17)		P-3		A3 (15)	
	BBB+ (16)	Baa1 (14)		BBB+ (14)		
A-3	BBB (15)	P-3	Baa2 (13)	F3	BBB (13)	
	BBB- (14)		Baa3 (12)		BBB- (12)	
B	BB+ (13)	Not prime	Ba1 (11)	B	BB+ (11)	Spéculatif
	BB (12)		Ba2 (10)		BB (10)	
	BB- (11)		Ba3 (9)		BB- (9)	
	B+ (10)		B1 (8)		B+ (8)	Très spéculatif
	B (9)		B2 (7)		B (7)	
B- (8)	B3 (6)		B- (6)			
C	CCC+ (7)	Not prime	Caa1 (5)	C	CCC (5)	Risque élevé
	CCC (6)		Caa2 (4)		CC (4)	Ultra spéculatif
	CCC- (5)		Caa3 (3)		C (3)	En défaut, avec quelques espoirs de recouvrement
	CC (4)		Ca (2)			
	C (3)					
	D		SD (2)			
D (1)		D (1)	En défaut			

Sources: Standard & Poor's, Moody's, Fitch Ratings

5. GUIDES MÉTHODOLOGIQUES

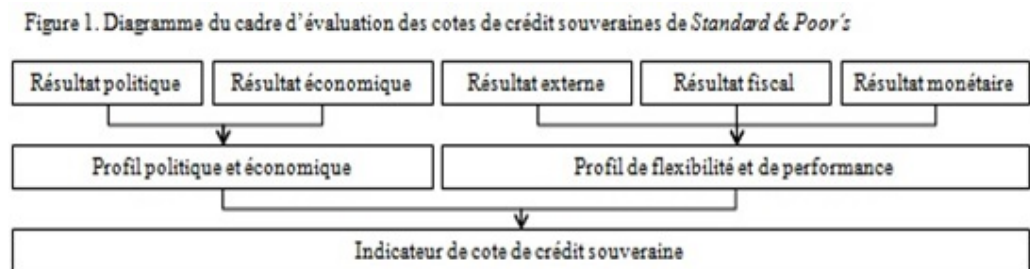
Malgré certaines similitudes méthodologiques, notamment au niveau des variables sélectionnées, les trois agences de notation à l'étude n'octroient pas la même importance à celles-ci. Néanmoins, le triptyque partage certains points communs quant aux préceptes à véhiculer, on peut citer : la réduction de l'asymétrie de l'information, l'imputabilité, la transparence et la pertinence de l'équilibre budgétaire. (Standard & Poor's, 2011; Moody's, 2013; Fitch Ratings, 2014)

De plus, les trois guides méthodologiques sont clairement teintés par le style de gestion découlant du NMP, notamment à travers les valeurs d'efficacité, d'honnêteté et de survivance. (Hood, 1991, p.11) Bien que les valeurs étagées par Hood (1991) soient présentes dans le corps méthodologique des agences de notation analysées, les valeurs d'efficacité et de performance semblent primer sur les valeurs d'honnêteté et de survivance.

Afin de mieux comprendre les subtilités évaluatives des firmes de notation financière dont il question, il convient de présenter à tour de rôle les guides méthodologiques de *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings*.

5.1 Standard & Poor's

La grille d'analyse de *Standard & Poor's* se base sur cinq éléments : le résultat politique, le résultat économique, le résultat externe, le résultat fiscal et le résultat monétaire. (Standard & Poor's, 2011, p. 4) Par la suite, ces cinq facteurs sont regroupés en deux types de profil : le profil politique et économique, qui recoupe les résultats politiques et économiques, et le profil de flexibilité et de performance, qui cumule les résultats externes, fiscaux et monétaires. (Standard & Poor's, 2011, p. 4) Une fois ces deux profils jumelés, *Standard & Poor's* est en mesure d'émettre une cote de crédit comme l'exemplifie la figure 1.



Source: Standard & Poor's, 2011, p. 4

Dans l'optique de mieux comprendre le processus d'évaluation, un approfondissement des cinq types de résultats semble incontournable. Les variables identifiées à l'intérieur des cinq facteurs énumérés sont évaluées de 1, le plus fort, à 6, le plus faible, selon des catégories prédéfinies. (Standard & Poor's, 2011, p. 7)

Le résultat politique renvoie à la gouvernance et à la mise en place de politiques publiques en ayant pour cible la saine gestion des finances publiques. (Standard & Poor's, 2011, p. 10) Cette composante renvoie principalement aux valeurs d'efficacité, de stabilité, de transparence et d'imputabilité mises de l'avant par les États évalués. (Standard & Poor's, 2011, p. 10; Hood, 1991) À cet effet, le guide méthodologique mentionne : « Effective

policymaking and stable political institutions enable governments to address proactively periods of economic distress and to take measures to correct imbalances. This helps to sustain long-term growth prospects and limits the risk of sharp deterioration of a sovereign's creditworthiness ». (Standard & Poor's, 2011, p. 13)

Parmi les variables sélectionnées, on retrouve d'une part le droit d'expression et l'imputabilité, la stabilité politique et l'absence de violence/terrorisme, l'efficacité gouvernementale, la qualité de la régulation, le respect de la règle de droit, le contrôle de la corruption, l'indice de développement humain et l'indice de perception de la corruption. (Kaufmann, Kraay et Mastruzzi, 2015)

Le résultat économique fait référence à l'historique économique, aux facteurs d'adaptabilité et de croissance et à la flexibilité fiscale d'un gouvernement. (Standard & Poor's, 2011, p. 15) Ce résultat est fondé sur des variables comme le PIB par habitant, la croissance du PIB, la volatilité et la diversité économique. (Standard & Poor's, 2011, p. 15-18) Globalement, la firme évalue les capacités d'absorption de l'entité souveraine quant aux chocs externes. (Kerwer, 2001)

Le résultat externe concerne le positionnement de l'État sur la scène internationale, autant auprès des autres pays que des firmes. (Standard & Poor's, 2011, p. 18) Les facteurs pris en considération renvoient à la confiance en la monnaie pour effectuer des transactions à l'international, des liquidités en monnaie étrangère du pays et de l'endettement extérieur du pays, tant au niveau public que privé. (Standard & Poor's, 2011, p. 18)

Le résultat fiscal est tributaire de variables comme la dette souveraine et le déficit. (Standard & Poor's, 2011, p. 23) Cette section est dévolue à la structure à long terme des finances publiques et à la capacité d'un État de générer de nouveaux revenus. (Standard & Poor's, 2011, p. 23)

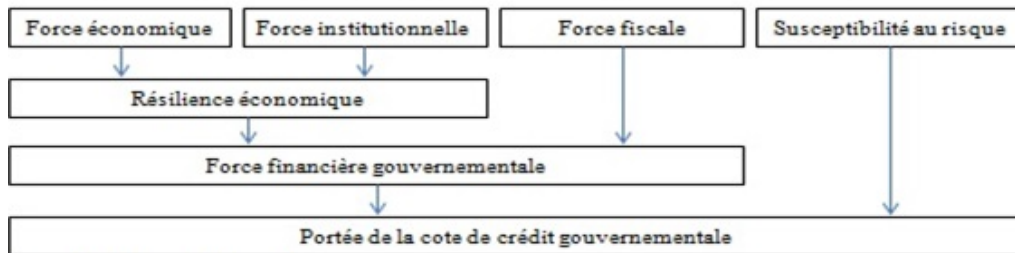
Le résultat monétaire fait référence à la capacité de l'autorité monétaire, c'est-à-dire la banque centrale, d'appliquer une politique monétaire garante d'une certaine stabilité. (Standard & Poor's, 2011, p. 31) Plus spécifiquement, on fait référence au contrôle de l'inflation, à la masse monétaire et au taux directeur. (Standard & Poor's, 2011, p. 31)

Globalement, ces cinq facteurs renvoient à des indicateurs économiques et institutionnels incontournables dans la gestion de l'État. Une liste plus détaillée de tous les indicateurs compris dans ces facteurs est disponible dans l'annexe du guide méthodologie. (Standard & Poor's, 2011, p.38-40) Bien que le guide renseigne sur les composantes évaluées lors de l'émission des cotes de crédit souveraines, la question de la prépondérance des facteurs fiscaux ou institutionnels n'est pas soulignée.

5.2 Moody's

La grille d'analyse de *Moody's* se fonde sur quatre éléments : la force économique, la force institutionnelle, la force fiscale et la susceptibilité au risque. (Moody's, 2013, p. 4) Subséquentement, ces facteurs sont jumelés entre eux. La force économique et la force institutionnelle forment la résilience économique. Cette dernière est jointe à la force fiscale pour créer la force financière gouvernementale. Cette dernière est ensuite associée à la susceptibilité au risque pour former la portée de la cote de crédit gouvernementale comme l'illustre la figure 2. (Moody's, 2013, p.4)

Figure 2. Diagramme du cadre d'évaluation des cotes de crédit souveraines de *Moody's*



Source: *Moody's*, 2013, p. 4

Il est également à noter que *Moody's* fonde son système d'émission sur une grille d'analyse évaluant les différents indicateurs selon 15 catégories, allant de *Very High plus* (VH+) à *Very Low minus* (VL-). L'apport de chacune des variables dans l'établissement des facteurs de force permet d'estimer les éléments les plus importants dans l'émission des cotes de crédit. En complémentarité, des facteurs d'ajustement s'échelonnant de 1 à 6 sont présents dans les catégories de la force économique, institutionnelle et fiscale selon les nécessités conjoncturelles. Leurs contributions sont donc incertaines.

La force économique est le premier facteur pris en considération par *Moody's*. En premier lieu, ce facteur fait référence à la croissance économique du pays, c'est-à-dire la croissance du PIB réel, la volatilité de la croissance du PIB et l'indice de compétitivité du WEF. (*Moody's*, 2013, p. 10) En second lieu, *Moody's* tient compte de la taille de l'économie, soit du PIB nominal, dans son processus d'évaluation. (*Moody's*, 2013, p. 10) Finalement, le PIB par habitant correspond à la mesure du niveau de revenu national. (*Moody's*, 2013, p. 10)

La force institutionnelle renvoie à la volonté d'un État souverain de s'affranchir ou de respecter ses engagements et à sa capacité de remboursement. (*Moody's*, 2013, p. 12) Les variables ayant le plus grand impact sur ce facteur sont celles que l'on retrouve dans les WGI de la Banque mondiale, soit le respect de la règle de droit, l'indice du contrôle de la corruption et l'indice d'efficacité gouvernementale. (Kaufmann, Kraay et Mastruzzi, 2015; *Moody's*, 2013, p.12) On retrouve également une analyse des politiques menées par la banque centrale du pays, notamment au niveau du contrôle de l'inflation et de la politique monétaire. (*Moody's*, 2013, p. 14)

La force fiscale témoigne de la santé économique d'un État. (*Moody's*, 2013, p. 15) Les principales composantes retenues sont la dette, le déficit, la structure et la soutenabilité du niveau d'endettement. (*Moody's*, 2013, p. 15) Ces indicateurs seront utilisés sous forme de ratio par rapport au PIB afin de tenir compte des disparités économiques importantes entre les États.

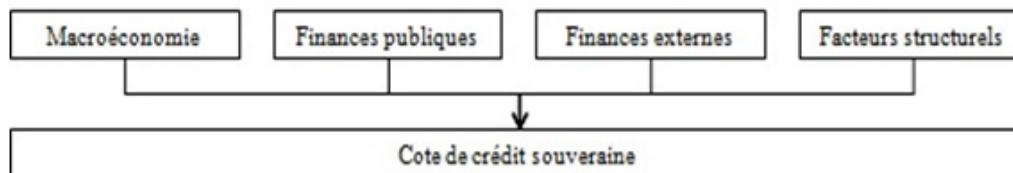
Le facteur de la susceptibilité au risque fait référence aux événements imprévisibles pouvant affecter radicalement les trois autres facteurs énumérés ci-dessus. (*Moody's*, 2013, p. 20) Cet élément agit à titre de baromètre sur la variation du risque de défaut de paiement.

Bref, il est possible d'affirmer que les cotes de crédit souveraines émises par la firme *Moody's* évaluent principalement trois facteurs, soit la force économique, la force institutionnelle et la force fiscale. Par la suite, ces mesures vont être jumelées à la susceptibilité au risque pour déterminer la portée de la cote de crédit gouvernementale. Bien que l'on puisse déterminer la prépondérance de certaines variables au sein des quatre catégories présentées, il n'est pas possible d'affirmer la domination d'une de ces catégories sur les autres. (*Moody's*, 2013, p. 3)

5.3 Fitch Ratings

Comme il est possible de le constater à la figure 3, la grille d'analyse de *Fitch Ratings* est composée de quatre éléments, soit : la macroéconomie, les finances publiques, les finances externes et les facteurs structurels. (Fitch Ratings, 2014, p. 1)

Figure 3. Diagramme du cadre d'évaluation des cotes de crédit souveraines de *Fitch Ratings*



Source: Fitch Ratings, 2014, p. 18

La firme européenne utilise un modèle de notation souveraine basé sur un modèle des moindres carrés ordinaires, soit une régression linéaire, sur des données économiques et financières allant de 2000 à 2010. (Fitch Ratings, 2014, p. 6) Les facteurs retenus sont ceux présentant un niveau de confiance supérieur à 90 %. (Fitch Ratings, 2014, p. 6)

Parmi les données macroéconomiques, on retrouve l'inflation, la croissance réelle du PIB et la volatilité de la croissance. (Fitch Ratings, 2014, p. 18) Ces variables témoignent des politiques entreprises par la banque centrale, mais elles sont également révélatrices quant à l'état de la stabilité de l'économie du pays. (Fitch Ratings, 2014, p. 8)

Les finances publiques s'attardent aux questions budgétaires, soit la dette et le déficit. (Fitch Ratings, 2012, p. 18) Les indicateurs reflétant la dette externe et le paiement des intérêts sur la dette sont également observés. (Fitch Ratings, 2014, p. 18)

Les finances externes traitent principalement de la balance des comptes courants ainsi que des obligations contractées sur les marchés externes. (Fitch Ratings, 2014, p. 18)

Les facteurs structurels renvoient au risque encouru par les bailleurs de fonds. (Fitch Ratings, 2014, p. 9) On retrouve notamment le PIB par habitant, les réserves de capitaux et l'historique du défaut de paiement. (Fitch Ratings, 2014, p. 18) Toutefois, les principaux éléments font références aux WGI de la Banque mondiale, c'est-à-dire : le droit d'expression et l'imputabilité, la stabilité politique et l'absence de violence/terrorisme, l'efficacité gouvernementale, la qualité de la régulation, le respect de la règle de droit et le contrôle de la corruption. (Kaufmann, Kraay et Mastruzzi, 2015; Fitch Ratings, 2014, p. 11, 18)

Une fois de plus, certains facteurs et variables ont été identifiés comme étant prépondérants dans l'émission des cotes de crédit souveraines. Néanmoins, il demeure impossible d'ordonner les facteurs selon un ordre précis. Pis encore, la méthodologie utilisée par les trois agences de notation à l'étude n'est clairement pas consensuelle. Bien qu'une similitude entre les guides méthodologiques existe au niveau de certaines variables, les divergences sont frappantes, notamment dans le système de gradation utilisé. Malgré ces obstacles méthodologiques, on peut affirmer que les facteurs fiscaux et institutionnels ont une incidence importante dans le processus d'émission des cotes de crédit souveraines puisqu'ils sont des thèmes récurrents dans les trois guides méthodologiques. Il demeure néanmoins impossible pour l'instant d'établir la primauté d'un type facteur sur l'autre.

6. MÉTHODOLOGIE ET ANALYSE EXPLORATOIRE

Pour tenter de démystifier l'influence des facteurs fiscaux (valeurs d'efficience) et des facteurs institutionnels (valeurs d'honnêteté et de survivance) dans le processus d'émission des cotes de crédit souveraines, on aura recours à l'analyse factorielle en composante principale (APC) afin de créer des super-variables relatives à ces deux facteurs pour la période 2013-2014. Le choix de recourir à l'ACP s'explique par le fait qu'elle est moins exigeante, au niveau des contraintes, que l'analyse de régression multiple. (Guay, 2014, p. 192) L'absence d'une étude longitudinale avec des modèles de régressions multiples pour les trois agences de notation s'explique par le manque de ressources disponibles, principalement pécuniaires, dans la réalisation de ce travail. De plus, on ne retiendra que les États souverains évalués par les trois agences de notation, ce qui permet d'obtenir 91 observations évaluées sur 18 variables.

Dans un premier temps, il convient de définir les variables institutionnelles et leur codification effectuée dans ce texte. Six indicateurs institutionnels ont été colligés à partir du WGI, soit : le droit d'expression et l'imputabilité (*Voice and Accountability*), la stabilité politique et l'absence de violence/terrorisme (*Political Stability and Absence of Violence/Terrorism*), l'efficacité gouvernementale (*Government Effectiveness*), la qualité de la régulation (*Regulatory Quality*), le respect de la règle de droit (*Rule of Law*) et le contrôle de la corruption (*Control of Corruption*). Ces variables seront codifiées sur une échelle de 0 à 100, où 0 représente une absence totale et 100 représente une complaisance totale avec les critères d'évaluation. (Kaufmann, Kraay et Mastruzzi, 2015) À ces variables, il est possible d'en greffer une septième provenant du WEF, c'est-à-dire l'indice de compétitivité globale (*Global Competitiveness Index*). Cet indicateur sera codé sur une échelle de 1 à 7, où 1 représente une compétitivité médiocre et 7 une forte compétitivité. (Schwab, 2014) Suite à l'analyse de la contribution des variables à la définition des dimensions de l'ACP, l'ensemble des variables énumérées ci-dessus constituera la première super-variable.

Dans un deuxième temps, on aura recours à la base de données de la Banque mondiale afin de colliger huit variables économiques, soit le produit intérieur brut (PIB) en milliards de dollars (USD), la croissance du PIB en pourcentage, le PIB par habitant, le déflateur du PIB en pourcentage, les taux d'intérêt, la dette du gouvernement central en pourcentage du PIB, le déficit en pourcentage du PIB et la balance des comptes courants en pourcentage du PIB. Les résultats obtenus ont été codifiés en nombres continus. Suite à l'analyse de la contribution des variables à la définition des dimensions de l'ACP, on ne retiendra que la dette du gouvernement central en pourcentage du PIB, le déficit en pourcentage du PIB et la balance des comptes courants en pourcentage du PIB. Ces trois variables formeront la seconde super-variable.

Finalement, on retiendra les cotes de crédit des agences de notation *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings* tel que publiées sur *Trading Economics* le 23 janvier 2015. On ne retiendra que les cotes de crédit à long terme dans cette démonstration. Pour des besoins de traitement, les cotes de crédit seront ramenées sous une forme quantitative comme le démontre le tableau 1 (voir page 12) ³.

Le traitement des données colligées pour ce texte sera exécuté avec le logiciel *R* et le package *FactoMineR*. (The R Project for Statistical Computing, 2015) Il est important de

³La pondération des cotes de crédit en valeur continue correspond à la méthodologie utilisée dans REINHART, Carmen. (2002). «Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings», *The World Bank Economic Review*, Vol. 16, No. 2, p. 151-170.

noter que les variables *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings* ont été ajoutées en tant que variables supplémentaires dans l'ACP.

6.1 Standard & Poor's

L'analyse confirmatoire permet de valider la significativité des deux composantes pour la firme *Standard & Poor's* comme l'illustre le tableau 2.

Tableau 2 - Régression linéaire des cotes de crédit attribuées par Standard & Poor's selon les deux premières dimensions

Dimensions	Coefficient de régression	Erreur résiduelle standard	Niveau de confiance
Intercept	15,2	0,26	< 2e-16 ***
Facteurs institutionnels	1,49	0,09	< 2e-16 ***
Facteurs fiscaux	-1,25	0,19	3.17e-09 ***

R carré ajusté: 0,77

Erreur résiduelle standard: 2,46

Niveau de confiance: < 2.2e-16

Sources: Trading Economics, Banque mondiale et World Economic Forum

Le coefficient des facteurs institutionnels (1,49) est positif, ce qui vient affirmer qu'il existe un lien favorable entre ces variables et les cotes de crédit émises par *Standard & Poor's*. Quant au coefficient de la deuxième dimension (-1,25), celui-ci est négatif, renforçant par le fait même les propos tenus par le NMP en ce qui concerne les effets péjoratifs liés à de faibles résultats dans le domaine des facteurs fiscaux vis-à-vis l'évaluation des agences de notation envers les États pour la firme *Standard & Poor's*.

Quant à l'erreur résiduelle standard du modèle, celle-ci est de 2,46 sur une échelle de 1 à 23 pour la firme *Standard & Poor's*. Ce résultat suit la logique avancée par l'agence américaine, à savoir que des critères d'ajustement peuvent faire varier la cote de crédit d'un à deux échelons. (Standard & Poor's, 2011, p. 5)

De plus, le R carré ajusté est de 77 %, ce qui signifie que 77 % de la variation des cotes de crédit émises par l'agence *Standard & Poor's* serait explicable par les deux super-variables obtenues lors de l'ACP. Conséquemment, pour bénéficier de meilleures cotes de crédit, les États doivent avoir un bon équilibre au niveau des finances publiques et des valeurs d'efficacité (*Sigma-type*). Ceci peut nécessiter la réduction ou certaines coupures dans les biens et services octroyés par l'État, mais celui-ci doit également s'assurer d'atteindre les standards les plus élevés en ce qui a trait aux valeurs d'honnêteté (*Theta-type*) et de survivance (*Lambda-type*) qui sont déployées dans les facteurs institutionnels.

6.2 Moody's

Le tableau 3 démontre les résultats de l'analyse confirmatoire à partir des deux super-variables obtenues grâce à l'ACP.

Tableau 3 - Régression linéaire des cotes de crédit attribuées par Moody's selon les deux premières dimensions

Dimensions	Coefficient de régression	Erreur résiduelle standard	Niveau de confiance
Intercept	13,27	0,26	< 2e-16 ***
Facteurs institutionnels	1,47	0,09	< 2e-16 ***
Facteurs fiscaux	-1,34	0,19	6.5e-10 ***

R carré ajusté: 0,76

Erreur résiduelle standard: 2.51

Niveau de confiance: < 2.2e-16

Sources: Trading Economics, Banque mondiale et World Economic Forum

L'analyse de régression valide la significativité des deux dimensions. Le coefficient de la première dimension (1,47) est positif, ce qui vient affirmer qu'il existe un lien favorable entre les facteurs institutionnels et les cotes de crédit émises par *Moody's*. Quant au coefficient de la deuxième dimension (-1,34), celui-ci est négatif, renforçant par le fait même les propos tenus par le NMP en ce qui concerne les effets négatifs liés à des facteurs fiscaux faibles vis-à-vis l'évaluation des agences de notation envers les États pour la firme *Moody's*.

En ce qui a trait à l'erreur résiduelle standard, celle-ci se situe à 2.51 sur une échelle de 1 à 21 dans le cas de l'agence de notation *Moody's*. Ce résultat est dans les normes considérant que : « Our objective is for users to be able to estimate the likely credit rating for a sovereign within a three notch alpha-numeric rating range in most cases ». (*Moody's*, 2012, p. 1)

De plus, le R carré ajusté est de 76 %, ce qui signifie que 76 % de la variation des cotes de crédit émises par cette agence de notation serait explicable par les deux dimensions obtenues lors de l'ACP. On peut donc en arriver aux mêmes conclusions que pour la firme *Standard & Poor's*.

6.3 Fitch Ratings

Le tableau 4 permet d'observer les résultats obtenus lors de l'analyse confirmatoire pour les super-variables issues de l'ACP en ce qui concerne la firme de notation financière européenne.

Tableau 4 - Régression linéaire des cotes de crédit attribuées par Fitch Ratings selon les deux premières dimensions

Dimensions	Coefficient de régression	Erreur résiduelle standard	Niveau de confiance
Intercept	13,35	0,24	< 2e-16 ***
Facteurs institutionnels	1,47	0,09	< 2e-16 ***
Facteurs fiscaux	-1,19	0,18	2.66e-09 ***

R carré ajusté: 0,78

Erreur résiduelle standard: 2.33

Niveau de confiance: < 2.2e-16

Sources: Trading Economics, Banque mondiale et World Economic Forum

L'analyse confirmatoire permet de valider la significativité des deux composantes. Le coefficient de la première dimension (1,47) est positif, ce qui vient affirmer qu'il existe un lien positif entre les facteurs institutionnels et les cotes de crédit émises par *Fitch Ratings*. Quant au coefficient de la deuxième dimension (-1,19), celui-ci est négatif, renforçant par le fait même les propos tenus par le NMP en ce qui concerne les effets péjoratifs liés à des facteurs fiscaux faibles vis-à-vis l'évaluation des agences de notation envers les États pour la firme *Fitch Ratings*.

L'erreur résiduelle standard du modèle obtenu est de 2.33 pour une échelle de 1 à 21. Néanmoins, la firme de notation financière européenne ne mentionne pas la présence d'une « zone évaluative » à l'instar des deux autres firmes analysées. Il est donc impossible de savoir si ce résultat se retrouve dans les limites de l'acceptabilité.

De plus, le R carré ajusté est de 78 %, ce qui signifie que 78 % de la variation des cotes de crédit émises par l'agence *Fitch Ratings* serait explicable par les deux dimensions obtenues lors de l'ACP. Les conclusions applicables aux deux agences de notation américaines s'avèrent également transposables à l'agence européenne.

Sommairement, les résultats récoltés suite aux analyses confirmatoires qui prennent comme super-variables les facteurs institutionnels et fiscaux démontrent que les deux types de facteurs sont significatifs dans l'attribution des cotes de crédit souveraines. Dans les trois cas, les facteurs institutionnels ont un effet mélioratif supérieur aux effets péjoratifs attribuables à une mauvaise performance des facteurs fiscaux. Non seulement les valeurs d'honnêteté et de survivance associées aux facteurs institutionnels peuvent concurrencer les valeurs d'efficacité qui sont reliées aux facteurs fiscaux, elles leurs sont supérieures pour la période 2013-2014. Dès lors, une étude longitudinale incorporant des analyses de régressions multiples paraît des plus pertinentes.

7. DISCUSSION

L'émergence du nouveau management public réintroduit la pertinence de la notation financière souveraine à l'échelle mondiale. Au cœur de la méthodologie des trois principales agences, soit *Standard & Poor's*, *Moody's* et *Fitch Ratings*, on retrouve les critères et les valeurs propres au NMP comme énumérés par Hood, c'est-à-dire les valeurs d'efficacité (*Sigma-type*), d'honnêteté (*Theta-type*) et de survivance (*Lambda-type*). (Hood, 1991)

Les États concentrent la prérogative de la diffusion de l'information à travers les agences de notation afin de pallier la problématique de l'asymétrie de l'information introduite par le problème principal-agent et ainsi réduire les coûts de transaction. Au final, les agences de notation représentent une solution viable à la résolution du problème principal-agent entre les États et les marchés.

Suite à la démonstration effectuée dans la section analytique, on est maintenant en mesure de répondre aux questions et à l'hypothèse étayées préalablement. D'une part, il a été démontré que les guides méthodologiques renvoient à l'analyse de caractéristiques similaires sans toutefois relevé la pertinence spécifique de chacune des variables prises en compte. D'autre part, il a été démontré que les facteurs fiscaux et institutionnels jouent un rôle significatif dans l'attribution des cotes de crédit souveraines dans le cadre spatio-temporel relatif à l'étude. Suite à l'analyse confirmatoire se basant sur la création de deux super-variables relatives aux deux types de facteurs, il a été démontré que les facteurs institutionnels semblent être plus déterminants que les facteurs fiscaux dans le processus d'évaluation des cotes de crédit souveraines pour les trois agences de notation à l'étude sur la période 2013-2014. L'hypothèse défendue dans ce travail, c'est-à-dire que les facteurs fiscaux (valeur d'efficacité) ont une plus grande importance dans le processus d'émission des cotes de crédit régaliennes que les facteurs institutionnels (valeurs d'honnêteté et de survivance), semble infirmée. Pour les trois agences de notation à l'étude dans cette recherche, les facteurs institutionnels ont un effet mélioratif supérieur à l'effet péjoratif attribuable à une mauvaise performance des facteurs fiscaux pour la période 2013-2014.

En conclusion, les praticiens prônant les préceptes du NMP devraient peut-être penser à réévaluer la primauté de la valeur d'efficacité, sans pour autant la faire disparaître totalement, pour les valeurs d'honnêteté et de survivance, puisque comme le démontre ce texte, la confiance des marchés envers les États est primordiale. En concordance avec les données finales de cette recherche, il serait souhaitable d'effectuer une étude longitudinale incorporant des analyses de régressions multiples pour venir valider les résultats obtenus.

8. BIBLIOGRAPHIE

AGLIETTA, Michel et Sandra RIGOT. (2009). *Crise et rénovation de la finance*, Paris, Odile Jacob, 2009, 365 p.

ANDREWS, Rhys et Steven VAN DE WALLE. (2013). «New Public Management and Citizens' Perceptions of Local Service Efficiency, Responsiveness, Equity and Effectiveness», *Public Management Review*, Vol. 15, No. 5, pp. 762-783.

ARCHER, Candance, Glen BIGLAISER et Karl DEROUEN. (2007). «Sovereign Bonds and the "Democratic Advantage": Does Regime Type Affect Credit Rating Agency Ratings in the Developing World?» *International Organization*, Vol. 61, No. 2, pp. 341-365.

- ARMSTRONG, Anona. (1998). «A Comparative Analysis: New Public Management - The Way Ahead?», *Australian Journal of Public Administration*, Vol. 57. No. 2, pp.12-24.
- AUCOIN, Peter. (1990). «Administrative Reform in Public Management: Paradigms, Principles, Paradoxes and Pendulums», *Governance*, Vol. 3, No. 2, pp. 115-137.
- BLANQUÉ, Pascal. (2012). *Grammatica Economica: Lecture de Keynes, Friedman et Hayek*, Paris, Économica, 168 p.
- BOOT, Arnoud, Todd MILBOURN et Anjolein SCHMEITS. (2006). «Credit Ratings as Coordination Mechanisms», *The Review of Financial Studies*, Vol. 19, No 1, pp.81-118.
- BORINS, Sandford. (1995). «The New Public Management Is Here to Stay», *Canadian Public Administration*, Vol. 38, No. 1, pp.122-132.
- BOZEMAN, Barry. (2007). *Public Values and Public Interest: Counterbalancing Economic Individualism*, Washington DC, Georgetown University Press, 214 p.
- BRUNER, Christopher et Rawi ABDELAL. (2005). «To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy», *Journal of Public Policy*, Vol. 25, No. 2, pp. 191-217.
- BUCHANAN, James et Gordon TULLOCK. (1962, 2004). *The Calculus of Consent: Logical Foundations of Constitutional Democracy*, Indianapolis, Liberty Fund, 337 p.
- BUTLER, Alexander et Larry FAUVER. (2006). «Institutional Environment and Sovereign Credit Ratings», *Financial Management*, Vol. 35, No. 3, pp. 53-79.
- CERCLE TURGOT, dir. Nicolas BOUZOU. (2011). *Rigueur ou relance? Le dilemme de Buridan, ou la politique économique face à la dette*, Paris, Groupe Eyrolles, 216 p.
- CHAVAGNEUX, Christian. (2012). «Quel est le bon niveau de dette publique?», *L'Économie politique*, Vol. 55, no 3, pp. 5-6.
- CHINARDET, Claude. (2012). «Les conditions de succès de la théorie de Keynes: les a-t-on oubliées?», *Vie & sciences de l'entreprise*, No 190, pp. 118-121.
- DIDIER, Samuel et Nicolas WEILL. (2012). *Les dessous du triple A. Agences de notation: récit de l'intérieur*, Montreuil, Omniscience, 187 p.
- DIEFENBACH, Thomas. (2009). «New Public Management In Public Sector Organisations: The Dark Sides Of Managerialistic 'Enlightenment'», *Public Administration*, Vol. 87, No. 4, pp. 892-909.
- DOSTALER, Gilles. (2001). *Le libéralisme de Hayek*, Paris, La Découverte, 122 p.
- EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. (2014). «Credit Rating Agencies' 2014 market share calculations for the purposes of Article 8d of the CRA Regulation», ESMA, 7 p.
- FITCH RATINGS. (2014). «Sovereign Rating Criteria», Fitch Ratings, 22 p.
- FRIEDMAN, Milton. (1962, 2002). *Capitalism and Freedom*, Chicago, The University of Chicago Press, 208 p.
- GAILLARD, Norbert. (2012). *A Century of Sovereign Ratings*, New-York, Springer, 206 p.
- GAILLARD, Norbert. (2010). *Les agences de notation*, Ville, Paris, La Découverte, p. 126.

- GUAY, Jean-Herman. (2014). *Statistiques en sciences sociales avec R*, Québec, Presses de l'Université Laval, 250 p.
- HOOD, Christopher. (1991). «A Public Management For All Seasons?», *Public Administration*, Vol. 69, pp. 3-19.
- HOOD, Christopher. (2011). *The Blame Game: Spin, Bureaucracy, and Self-Preservation in Government*, New Jersey, Princeton University Press, 226 p.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND et WOLRD BANK. (2001). «Guidelines for Public Debt Management», International Monetary Fund, 37 p.
- JONES, Bryan. (2001). *Politics and the Architecture of Choice: Bounded Rationality and Governance*, Chicago, The University of Chicago Press, 232 p.
- KAUFMANN, Daniel, Aart KRAAY et Massimo MASTRUZZI. (2015). «The Worldwide Governance Indicators (WGI) project », The World Bank Group, [en ligne], <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx#home> (Page consultée le 23 février 2015).
- KERWER, Dieter. (2001). «Standardising as Governance: The case of credit rating agencies», *Max Planck Institute for Research on Collective Goods*, 32 p.
- KERWER, Dieter. (2005). «Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies», *Governance*, Vol. 18, No. 3, pp. 453-475.
- KRUGMAN, Paul. (2013). *The One Perfects Solution*, *The New York Times*, [en ligne], http://www.nytimes.com/2013/04/26/opinion/krugman-the-one-percents-solution.html?nl=todaysheadlines&emc=edit_th_20130426&_r=1 (Page consultée le 13 août 2013).
- LADREIT DE LACHARRIÈRE, Marc. (2012). *Le droit de noter. Les agences de notation face à la crise*, Paris, Grasset, 184 p.
- LANGOHR, Herwig et Patricia LANGOHR. (2008). *The Rating Agencies and Their Credit Ratings. What They Are, How They Work, And Why They Are Relevant*, Chippenham, Wiley Finance, 510 p.
- MCCANN, Leo. (2013). «Reforming Public Services After The Crash: The Roles Of Framing And Hoping», *Public Administration*, Vol. 91, No. 1, pp. 5-16.
- MILLETTE, Alexandre. (2015). *Dette publique, notation financière et nationalisme: le cas de la province de Québec de 1970 à 2012*, Sherbrooke, Université de Sherbrooke, 108 p.
- MOE , Terry. (1984). «The New Economics of Organization», *American Journal of Political Science*, Vol. 28, No. 4, pp.739-777.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. (2013). «Rating Methodology: Sovereign Bond Ratings», *Moody's*, 36 p.
- OUROUSSOFF, Alexandra. (2013). *Triple A. Une anthropologue dans les agences de notation*, Paris, Belin, 141 p.
- PAGET-BLANC, Éric et Nicolas PAINVIN. (2007). *La notation financière. Rôle des agences et méthodes de notation*, Vottem, DUNOD, 292 p.
- PIERSON, Paul. (1994, 2007). *Dismantling the Welfare State? Reagan, Thatcher, and the Politics of Retrenchment*, Cambridge University Press, 213 p.
- POLLITT, Christopher (2008). *Time, Policy, Management: Governing with the Past*. New York, NY: Oxford University Press, 213 p.

- POSCA, Julia. (2012). «Agences de notation: Au cœur des dérives de la finance», Institut de recherche et d'informations socio-économiques (IRIS), 21 p.
- REINHART, Carmen. (2002). «Default, Currency Crises, and Sovereign Credit Ratings», *The World Bank Economic Review*, Vol. 16, No. 2, p. 151-170.
- REINHART, Carmen et Kenneth ROGOFF. (2010). «Growth in a Time of Debt», *American Economic Review*, 100 (2), pp. 573-578.
- SCHWAB, Klaus. (2014). «The Global Competitiveness Report 2014-2015», *World Economic Forum*, 565 p.
- STANDARD & POOR'S. (2011). «Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions», Standard & Poor's, 43 p.
- STIGLITZ, Joseph. (2010). *Le rapport Stiglitz: pour une vraie réforme du système monétaire et financier international*, Mayenne, Les liens qui libèrent, 298 p.
- THE R PROJECT FOR STATISTICAL COMPUTING. (2015). [en ligne], <http://www.r-project.org/> (Page consultée le 22 février 2015).
- THE WORLD BANK. (2015). «World DataBank», World Bank Group, [en ligne], <http://databank.worldbank.org/data/home.aspx> (page consultée le 22 février 2015).
- TRADING ECONOMICS. (2015). «Credit Rating - Countries - List», Trading Economics, [en ligne], <http://www.tradingeconomics.com/country-list/rating> (page consultée le 22 février 2015).
- U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. (2015). Office of Credit Ratings, [en ligne], <http://www.sec.gov/about/offices/ocr.shtml> (Page consultée le 25 février 2015)
- VAN DOOREN, Wouter, Chiara DE CALUWE et Zsuzsanna LONTI. (2012). «How to Measure Public Administration Performance», *Public Performance & Management Review*, Vol. 35, No. 3, pp. 489-508.