



WEST AFRICA RATING AGENCY

MÉTHODOLOGIE DE NOTATION DES
SOUVERAINS

2016

Table des matières

0.	L'échelle de notation de West African Rating Agency	3
0.1.	Échelle de notation régionale et échelle de notation internationale.....	3
0.2.	Signification des notations	5
0.3.	Définition des notations	6
0.4.	Notations de long terme et notations de court terme.....	8
0.5.	Perspectives	9
1.	Méthodologie de notation des émetteurs souverains (États)	11
1.1.	Pondération des Facteurs de Notation Souveraine (FNS)	11
1.2.	Définition des Facteurs de Notation Souveraine.....	13
1.3.	Détermination des plafonds nationaux.....	19

0. L'échelle de notation de West Africa Rating Agency

0.1. Échelle de notation régionale et échelle de notation internationale

L'échelle de notation de West Africa Rating Agency (**WARA**) est par construction une **échelle de notation régionale**. Cela signifie que WARA, *par défaut*, note toutes les catégories de dette (y compris les obligations) des émetteurs de la zone UEMOA libellées en monnaie régionale, c'est-à-dire en franc CFA.

WARA ne s'interdit pas d'assigner des notations aux émissions et autres passifs (à l'exclusion des fonds propres) libellés en devises étrangères (notamment les euro-obligations), mais dans ce cas, les notations assignées feront explicitement référence à son **échelle de notation internationale**, en utilisant le préfixe « i ».

WARA rendra publiques, *par défaut*, les notations assignées sur l'échelle de notation régionale, laquelle couvre tout le spectre de notation, de « AAA » à « D ». En revanche, sur demande expresse de l'émetteur noté, WARA peut rendre publiques les notations en devises étrangères assignées sur l'échelle de notation internationale.

La notation maximale, en devise étrangère, que pourrait recevoir un émetteur de la zone UEMOA est « iBBB » sur l'échelle de notation internationale. Cette notation « iBBB » est **le plafond régional en devises étrangères**. WARA a construit une table de correspondance entre l'échelle de notation régionale et l'échelle de notation internationale. Cette table de correspondance est reproduite sur la *figure 1*.

Par construction et par convention, l'équivalent de la notation internationale en devises étrangères « iBBB » est « AAA » en devise régionale, c'est-à-dire en franc CFA. La notation « AAA » sur l'échelle régionale est par définition **le plafond régional en franc CFA**. Le concept économique sous-jacent qui autorise cette correspondance est l'évacuation du risque de non-transfert (c'est-à-dire de convertibilité) lorsqu'il s'agit d'assigner une notation aux passifs libellés en monnaie régionale. En effet, l'institut d'émission régional, la BCEAO, peut à tout moment choisir de monétiser les dettes des acteurs économiques par émission de francs CFA supplémentaires, ce qui réduit considérablement le risque de crédit en monnaie régionale en comparaison du risque de crédit en devises internationales (ce dernier restant tributaire des quantités de réserves de change portées à l'actif de la Banque Centrale régionale).

Il est important d'insister sur le fait que **ces plafonds régionaux (en monnaie régionale et en devises internationales) ne sont pas des ratings souverains**. En d'autres termes, les plafonds ne renvoient pas aux notations souveraines les plus élevées de la zone UEMOA. Les émetteurs souverains seront notés sur les échelles régionale et, le cas échéant,

internationale, conformément à la méthodologie de notation des souverains, et ne recevront pas automatiquement les ratings les plus élevés des deux échelles.

Figure 1. Table de correspondance entre l'échelle régionale et l'échelle internationale de WARA (notations de long terme)

Échelle régionale	Échelle internationale
AAA	iBBB
	iBBB-
AA+	iBB+
	iBB
AA	
AA-	
A+	iBB-
A	
A-	
BBB+	iB+
BBB	
BBB-	iB
BB+	
BB	
BB-	iB-
B+	
B	
B-	iCCC+
CCC+	
CCC	iCCC-
CCC-	
CC	
C	iCC/iC
D	
	iD

En outre, WARA définira des **plafonds nationaux**, pour chacun des pays de la zone UEMOA. Ces plafonds représenteront les ratings maximaux que pourront recevoir les émetteurs non souverains dans un pays donné de la zone. Là encore, les plafonds nationaux ne seront pas équivalents aux notations souveraines, mais seront supérieurs ou égaux aux notations souveraines. Ces plafonds reflèteront le fait que, dans des secteurs économiques critiques (comme par exemple l'énergie) ou systématiquement très sensibles (comme par exemple les banques de dépôts), les émetteurs de ces secteurs peuvent, en fonction de leur importance relative, ne pas faire défaut quand bien même l'Etat lui-même serait en situation de défaut de paiement.

Les critères de détermination de ces plafonds nationaux sont décrits dans la section 6.1., laquelle s'appuie de manière explicite sur les développements relatifs à la méthodologie de

notation des Banques, mais serviront aussi de plafonds nationaux à tous les autres émetteurs non-souverains dans chacun des pays de la sous-région.

D'une manière générale, WARA évitera d'assigner des Notations aux émetteurs qui n'auraient pas explicitement et contractuellement fait appel aux services de Notation de l'agence. Autrement dit, dans le cas général, WARA devrait limiter au minimum la publication de **Notations non sollicitées**. Cela dit, dans certains cas, qui resteront rares en principe, WARA ne s'interdira pas d'émettre de telles notations, basées uniquement sur des informations publiques. Dans ce cas, les Notations de long terme seront précédées du préfixe « **ns.** ». Par exemple, une Notation non-sollicitée évaluée dans la catégorie « A » sera présentée sous la forme : « **ns.A** ».

0.2. Signification des notations

Les notations de WARA mesurent la **qualité de crédit relative** d'un émetteur ou d'une émission de dette, par rapport à un autre émetteur ou à une autre émission de dette. Par conséquent, les notations de WARA ont d'abord **un contenu ordinal**. *Par exemple*, lorsqu'une émission libellée en franc CFA est notée AA- par WARA, cela signifie que WARA estime que sa qualité de crédit est supérieure à celle d'une émission libellée en franc CFA et notée A+, et inférieure à celle d'une émission libellée en franc CFA et notée AA.

En outre, les notations de WARA ont aussi **un contenu cardinal**. En effet, les notations de WARA tendent à mesurer la **perte attendue** inhérente à une catégorie de passif, à l'exclusion des fonds propres. La perte attendue (PA) est le produit de la **probabilité de défaut** (PD) par la **perte sachant défaut** (PSD), ce qui revient à écrire :

$$PA = PD \times PSD$$

Au total, les ratings de WARA représentent l'opinion de l'agence de notation quant à la capacité et à la volonté d'un débiteur (i.e. un émetteur de dette) d'honorer l'ensemble de ses obligations financières en temps et en heure.

WARA publiera régulièrement les **tables de correspondance** entre ses notations, les taux de défauts constatés, les taux de pertes constatées, et les taux de pertes attendues idéalisées (c'est-à-dire corrigées des effets induits par les cycles économiques). WARA publiera aussi régulièrement ses **matrices de transition**, qui représentent les évolutions de ses ratings à un horizon de temps donné (par exemple à un an). Une transition de notation reflète le taux ou la probabilité de changement de note à un horizon de temps déterminé. *Par exemple*, une transition de notation d'un rating AA vers un rating AA- à un an mesure le taux de ratings AA migrant vers la catégorie AA- au bout d'un an (ou la probabilité ex ante qu'un tel événement survienne).

0.3. Définition des notations

Echelle régionale long terme	Définitions
AAA	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie AAA disposent de la qualité de crédit la plus élevée , et donc d'un risque de crédit minimal
AA+ AA AA-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie AA disposent d'une qualité de crédit élevée , et donc d'un risque de crédit très faible
A+ A A-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie A disposent d'une qualité de crédit moyenne à élevée , et donc d'un risque de crédit faible
BBB+ BBB BBB-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie BBB disposent d'une qualité de crédit moyenne , et que leur risque de crédit présente quelques caractéristiques de nature spéculative
BB+ BB BB-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie BB disposent d'une qualité de crédit médiocre , et donc d'un risque de crédit significatif
B+ B B-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie B disposent d'une qualité de crédit faible , et donc d'un risque de crédit élevé
CCC+ CCC CCC-	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie CCC disposent d'une qualité de crédit très faible , et donc d'un risque de crédit très élevé
CC C	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans les catégories CC et C disposent d'une qualité de crédit très hautement spéculative , et en situation de défaut imminent
D	WARA estime que l'émetteur ou l'émission notés dans la catégorie D sont en situation de défaut manifeste

L'échelle de notation régionale de WARA contient 22 **crans** (ou **plots**), répartis en 10 catégories. Dans chaque catégorie de note (par exemple la catégorie « BBB »), WARA se donne la liberté de distinguer la qualité de crédit relative des émetteurs et des émissions par les signes « + » et « - », appelés **modificateurs**, afin d'apporter davantage de granularité dans la classification ordinaire du risque de crédit tel que WARA l'analyse et le perçoit. Un émetteur ou une émission notés dans la catégorie « BBB » pourraient donc être notés « BBB+ », « BBB » (sans modificateur) ou « BBB- » selon leur risque de crédit relatif au sein de leur catégorie générique.

Seules les catégories « AAA », « CC », « C », et « D » ne sont pas susceptibles d'être accompagnées de modificateurs.

La notion de défaut de paiement

WARA identifie des événements de crédit à l'aune de sa propre définition des situations de défaut, de manière à rester en phase avec le comportement du marché obligataire. La définition que WARA donne des situations de défaut est finalement assez proche des définitions contractuellement reconnues et des pratiques de marché, mais peut aussi en diverger de manière significative. Cette définition inclut :

- (i) tous les délais de paiement, ou le non-paiement, de coupons d'intérêt ou de principal, y compris les paiements manqués pendant une éventuelle période de grâce;
- (ii) la banqueroute, la faillite, le redressement administratif ou judiciaire, ou tout autre type de moratoire (sans doute orchestré par les autorités de régulation) quant au paiement, en temps et en heure, des coupons d'intérêt ou du principal; ou
- (iii) des situations d'échange déprécié, y compris les cas où: (a) l'émetteur offre aux créanciers un nouveau titre ou bien une nouvelle combinaison de titres représentant une obligation financière future de moindre valeur (comme des actions de préférence ou des actions ordinaires, ou bien une obligation à laquelle sont attachés des coupons ou un principal de moindre valeur, ou bien caractérisée par une moindre séniorité ou une maturité plus longue); (b) l'échange apparaît comme un moyen, explicite ou implicite, d'aider l'emprunteur à éviter le défaut technique de paiement.

0.4. Notations de long terme et notations de court terme

WARA assignera des notations de **long terme** aussi bien que des notations de **court terme**. La table de correspondance relative à l'échelle régionale est reportée sur la *figure 2*.

Figure 2. Table de correspondance entre l'échelle régionale de long terme et de court terme

	Échelle de notation régionale de long terme	Échelle de notation régionale de court terme
Catégorie d'investissement	AAA	w-1
	AA+	w-2
	AA	
	AA-	
	A+	w-3
	A	
	A-	
	BBB+	w-4
	BBB	
BBB-		
Catégorie spéculative	BB+	w-5
	BB	
	BB-	
	B+	w-6
	B	
	B-	
	CCC+	w-7
	CCC	
	CCC-	
	CC	
C		
D		

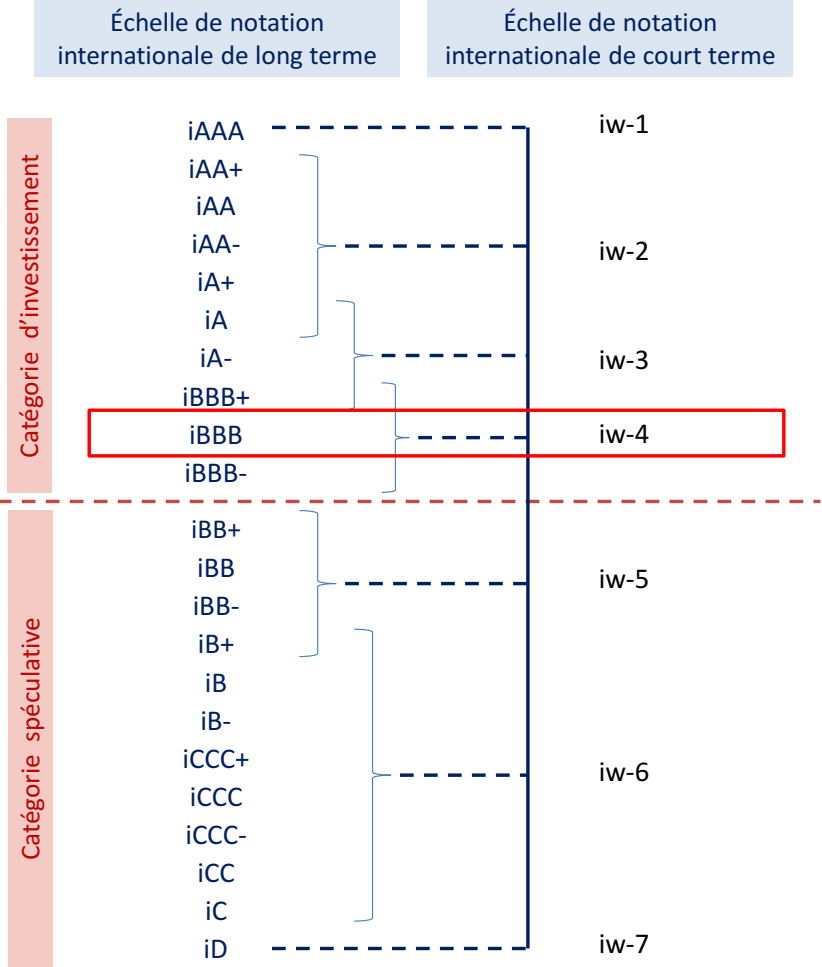
Les notations de long terme sont applicables aux dettes notées dont la maturité contractuelle au moment de leur émission est supérieure à 365 jours, tandis que les notations de court terme sont applicables aux dettes notées dont la maturité contractuelle au moment de leur émission est inférieure ou égale à 365 jours.

Les notations assignées aux émetteurs sont toujours composées du couple {notation de long terme/notation de court terme}.

En matière de notation sur échelle internationale, WARA dispose aussi d'une table de correspondance entre les notations de long terme et les notations de court terme. Cette

table de correspondance est reportée sur la *figure 3*. Sur cette figure, « iBBB » dans l’encadré rouge représente le Plafond Régional en devise internationale. Dans la plupart des cas et à l’exclusion de ceux où le plafond peut être percé (cf. section 5.2.), « iBBB » est la Notation maximale que peut recevoir un émetteur de la zone en devise internationale.

Figure 3. Table de correspondance entre l’échelle internationale de long terme et de court terme



0.5. Perspectives

Les ratings de long terme de WARA, dont l’horizon est généralement à 3 ans, sont accompagnés d’une **perspective**. La perspective indique la direction de la notation sur un horizon de 18 mois. Cette direction peut être « **Positive** » si la tendance de la notation à moyen terme est à la hausse ; « **Négative** » si la tendance de la notation est à la baisse ; ou « **Stable** » si WARA estime que la notation ne devrait pas changer au cours des 18 mois qui suivent le dernier **Comité de Notation**.

Par conséquent, toutes les notes de WARA prendront la forme suivante : {notation de long terme/Perspective/notation de court terme}. *Par exemple*, une entreprise pourra recevoir la notation sur échelle régionale suivante : « BBB/Stable/w-4 ».

WARA se réserve le droit de placer ses notations sous **surveillance**, si les conditions économiques inhérentes à un émetteur de dette sont telles que, dans un horizon de 3 mois, la notation de cet émetteur est amenée à évoluer. WARA indiquera explicitement la direction attendue de la notation mise sous surveillance. Cette direction peut être « **Positive** », « **Négative** » ou « **Incertaine** » (c'est-à-dire soit positive soit négative soit stable en fonction de la survenance ou non d'un événement attendu). WARA utilisera le suffixe majuscule « S- » pour signifier la mise sous surveillance de la notation. Par conséquent, une notation mise sous surveillance prendra la forme suivante : {notation de long terme/S-Perspective/notation de court terme}. *Par exemple*, si la notation de l'entreprise notée initialement « BBB/Stable/w-4 » est mise sous surveillance avec des implications positives, la note deviendra : « BBB/S-Positive/w-4 ».

1. Méthodologie de notation des émetteurs souverains (États)

WARA a choisi de faire reposer la notation des émetteurs **souverains**, ou Notation Souveraine (NS) sur 9 **Facteurs de Notation Souveraine** (FNS), répartis dans 3 catégories : (i) les FNS **Structurels** ; (ii) les FNS **Institutionnels** ; et (iii) les FNS **Conjoncturels**. Chaque FNS (de FNS1 à FNS9) fait l'objet d'un **Score** (S_n , $n=1$ à 9) et d'une **Pondération** (W_n , $n=1$ à 9). Les Scores relatifs à chacun des 9 FNS seront déterminés par le Comité de Notation sur une échelle de 1 à 6, où 1 représente le Score le plus élevé, tandis que 6 représente le score le plus faible. La NS est la somme pondérée des 9 Scores, selon la formalisation suivante :

$$NS = \sum_{n=1}^9 W_n \times S_n + \text{ajustement}$$

1.1. Pondération des Facteurs de Notation Souveraine (FNS)

La liste et la pondération des 9 FNS dans leurs trois catégories sont reportées dans le tableau ci-dessous :

FNS	Catégories	Nature des facteurs de risque	Acronymes	Pondérations (catégories)	Pondérations W_n (par FNS)	Scores	Scores pondérés
FNS1	FNS Structurels	Compétitivité et avantages comparatifs	CA	40%	15%	S1	$W1 \times S1$
FNS2		Structures économiques	SE		13%	S2	$W2 \times S2$
FNS3		Endettement public	EP		12%	S3	$W3 \times S3$
FNS4	FNS Institutionnels	Stabilité politique	SP	35%	13%	S4	$W4 \times S4$
FNS5		Institutionnalisation et normalisation	IN		12%	S5	$W5 \times S5$
FNS6		Propension aux chocs ponctuels	PC		10%	S6	$W6 \times S6$
FNS7	FNS Conjoncturels	Situation et politique budgétaires	PB	25%	9%	S7	$W7 \times S7$
FNS8		Situation et politique monétaires	PM		8%	S8	$W8 \times S8$
FNS9		Etat de la balance des paiements	BP		8%	S9	$W9 \times S9$
						Score pondéré total	$\sum W_n \times S_n$
						Ajustement	$\pm 20\%$
						Score pondéré total ajusté	$\sum W_n \times S_n \pm 20\%$

Mécaniquement, la somme des scores pondérés aboutit à un Score Pondéré Total (SPT). Ce SPT ne reflète pas nécessairement l'opinion du Comité de Notation de WARA quant à la Notation Souveraine (NS). Par conséquent, comme pour les autres classes d'émetteurs, le Comité de Notation de WARA se réserve le droit discrétionnaire d'ajuster le SPT par une Quotité d'Ajustement (Q) comprise entre une réduction de -20% et une augmentation de +20%. Le SPT ajusté de Q est appelé **Score Pondéré Total Ajusté** (SPTA).

Le SPTA est ensuite transcrit en langage de notation, par le biais de la même table de correspondance entre les SPTA et les ratings souverains tant en monnaie régionale (sur échelle régionale) qu'en devises (sur échelle internationale).

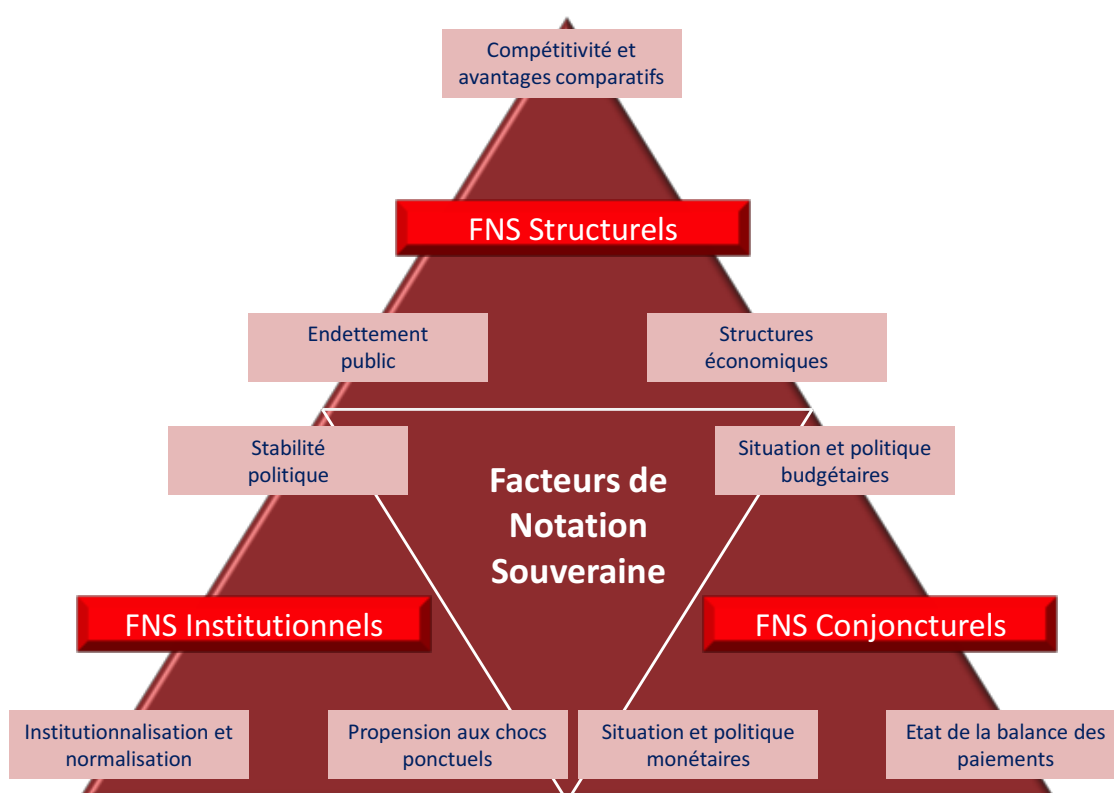
Ce *mapping* est reporté dans le tableau suivant :

SPTA		NS (échelle régionale)	NS (échelle internationale)
De:	A:		
1.00	1.24	AAA	iBBB/iBBB-
1.25	1.49	AA+	iBB+/iBB
1.50	1.74	AA	iBB
1.75	1.99	AA-	iBB
2.00	2.24	A+	iBB-
2.25	2.49	A	iBB-
2.50	2.74	A-	iB+
2.75	2.99	BBB+	iB+
3.00	3.24	BBB	iB-
3.25	3.49	BBB-	iB-
3.50	3.74	BB+	iCCC+
3.75	3.99	BB	iCCC+
4.00	4.24	BB-	iCCC
4.25	4.49	B+	iCCC
4.50	4.74	B	iCCC-
4.75	4.99	B-	iCCC-
5.00	5.24	CCC+	iCC
5.25	5.49	CCC	iCC
5.50	5.74	CCC-	iC
5.75	5.99	CC/C	iD

1.2. Définition des Facteurs de Notation Souveraine

Les 9 Facteurs de Notation Souveraine (FNS) de WARA sont résumés sur la *figure 15* suivante. C'est la **Pyramide Souveraine** de WARA. La Carte des Scores détaillée que WARA publiera en même temps que ses Rapports d'Analyse se trouve en fin de section 4.2.

Figure 15. Résumé des 9 FNS et 3 catégories de facteurs souverains : la Pyramide Souveraine de WARA



(i) Les FNS Structurels : Pondération de 40%

FNS1 : Compétitivité et avantages comparatifs (CA ; Pondération de 15%)

Le premier des facteurs de Notation souveraine capture l'élément structurel le plus fortement pondéré, à savoir la série des avantages comparatifs de la nation, assurant sa compétitivité. Cette compétitivité, comme une entreprise, est assurée soit par un avantage en prix, soit par un avantage hors-prix. La compétitivité prix dépend dans une très large mesure du régime de change. Mais comme WARA sera active essentiellement en zone monétaire à change fixe, ce n'est pas cette dimension qui sera primordiale. En revanche, la

compétitivité-prix d'une nation, notamment sur les marchés internationaux, dépendra de sa structure de coût des facteurs de production. Cela relève d'une dimension structurelle, de toute évidence. En matière de compétitivité hors-prix, WARA insistera sur la taille du marché intérieur, ainsi que sur la distribution de la valeur ajoutée entre les biens échangeables (à l'export) et les biens non-échangeables (sur le marché domestique). WARA sera aussi très sensible aux politiques structurelles à même d'organiser la montée en gamme et en qualité de l'économie nationale. En cela, WARA insistera sur l'accumulation tendancielle du capital physique et humain, condition *sine qua non* de la croissance réelle.

CA mesure la structure de compétitivité d'une nation, dans ses dimensions prix et hors-prix, assise sur ses avantages comparatifs, construits au terme de ses politiques structurelles.

FNS2 : Structures économiques (SE ; Pondération de 13%)

Le deuxième facteur structurel SE répond aux interrogations de WARA quant à la structure industrielle de l'économie nationale. L'analyse de ce facteur structurel dépend essentiellement du niveau de richesse par habitant déjà accumulé par la nation. WARA part en effet du constat empirique et du concept théorique qui induit une corrélation très puissante entre le niveau de production de richesse par tête et la capacité à honorer les engagements financiers souverains. Cela explique pourquoi la pondération de ce facteur est élevée, à 13%. Cela dit, ce seul sous-facteur peut être largement brouillé par la surreprésentation d'un nombre limité de secteurs industriels dans la création nationale de valeur, comme par exemple les hydrocarbures. Par conséquent, WARA donnera un poids important à la diversification sectorielle de l'économie nationale, afin de diluer les effets trompeurs induits par les économies de rente. Enfin, toute stratégie de diversification doit pouvoir amortir les effets du cycle, sinon son effet est inopérant sur la solvabilité de la nation. Par conséquent, WARA mesurera aussi la volatilité des indicateurs de croissance économique réelle, et valorisera la stabilité de la production de valeur.

SE mesure le niveau et la composition des sources de création de richesse dans un pays donné, au regard de leur diversité et de leur stabilité.

FNS3 : Endettement public (EP ; Pondération de 12%)

Comme une entreprise, une nation recherche la création de richesse, mais déploie aussi une stratégie financière pour parvenir à ces fins. Le « bilan de l'Etat » est une bonne approximation des stratégies financières à l'œuvre en vue de la croissance. En particulier, WARA insistera sur les niveaux de dettes accumulées pour le déploiement de la politique économique structurelle et conjoncturelle. La dette est un concept relatif : de la dette brute, WARA déduira la valeur nominale des actifs publics pour reconstituer une quantité de dette nette, laquelle sera ensuite rapportée aux indicateurs de croissance, comme le PIB ou le PNB. Cela dit, WARA a aussi conscience du fait que les taux d'endettement peuvent varier dans le temps et en tendance, et l'agence sera très attentive à placer ces ratios d'endettement dans un contexte comparatif et temporalisé. Enfin, WARA sait aussi que la nature et la

composition de la dette valent tout autant, d'un point de vue analytique, que ses seuls niveaux, même relativisés. Par conséquent, la dette externe ne sera pas traitée de la même manière que la dette interne, tant et si bien que la dette en devises sera perçue comme plus sensible que la dette libellée en monnaie régionale. Il s'agit de mesurer par ce facteur EP l'indépendance et la flexibilité financière du secteur public, au-delà des seuls ratios d'endettement.

EP mesure le niveau, la composition et les tendances d'endettement qui caractérisent la stratégie financière du secteur public, en vue du financement des politiques économiques.

(ii) Les FNS Institutionnels : Pondération de 35%

FNS4 : Stabilité politique (SP ; Pondération de 13%)

WARA part du principe théorique et du constat empirique que les Etats ne font pas défaut uniquement pour des raisons économiques ou financières, mais aussi suite à des chocs politiques, sociaux, sécuritaires ou militaires. Ce facteur relève essentiellement de composantes institutionnelles. Par conséquent, WARA mesurera la stabilité, la légitimité, la soutenabilité et la crédibilité des régimes politiques en place, sans jamais prononcer de jugement de valeur quant à leur nature, ce qui n'appartient pas au champ analytique. En outre, WARA mesurera le degré d'alternance politique à même de renforcer sa stabilité à long terme, ou au contraire la cristallisation des « rentes politiques » à même de générer des risques de bouleversements soudains. Enfin, une mesure possible de ces risques de « combustion » politique réside dans la mesure, forcément qualitative, des violences politiques, en général de nature sécuritaire, mais émanant pour l'essentiel de déséquilibres éco-socio-politiques.

SP mesure le degré de soutenabilité du modèle politique en vigueur dans un pays donné, au regard de la légitimité de son régime, de sa capacité à organiser sa propre alternance tout en minimisant les risques de violence politique.

FNS5 : Institutionnalisation et normalisation (IN ; Pondération de 12%)

WARA part du cadre théorique et pratique de la distribution des pouvoirs dans les régimes modernes : ces derniers sont au nombre de trois, à savoir le pouvoir exécutif, le pouvoir judiciaire et le pouvoir législatif. En matière exécutive, WARA mesurera la capacité du gouvernement à faire preuve d'efficacité dans la décision publique à vocation économique. En cela, WARA portera une opinion non pas sur le *design* des politiques économiques, mais sur leur *implémentation* réelle. Quant aux questions judiciaires, WARA les traitera dans la perspective du degré de respect des règles de droit, par le biais d'une mesure de l'indépendance des cours de justice. En effet, un état de droit sera considéré comme plus à même de réduire les faits du Prince, eux-mêmes rédhibitoires pour une mesure de la solvabilité d'une nation. Enfin, le pouvoir législatif sera analysé au regard du caractère plus ou moins autonome de sa production de normes. La volatilité des règles de droit produites

par les autorités législatives constitue souvent une contrainte pour la croissance économique et pénaliseront donc mécaniquement les Notations souveraines.

IN mesure la robustesse des institutions encadrant la pratique du pouvoir et l'indépendance des mécanismes de distribution de l'autorité.

FNS6 : Propension aux chocs ponctuels (PC ; Pondération de 10%)

Ce que le facteur PC tendra à capturer, c'est le risque de « combustion » des ratings suite à des chocs subits, ponctuels, rares, mais graves. Ces risques sont à la fois endogènes et exogènes, économiques et non-économiques, internes et externes. Ils représentent collectivement la probabilité de survenance d'un événement suffisamment massif pour porter la Notation souveraine d'un niveau donné a priori à une situation de stress élevé a posteriori. Ces événements peuvent être de nature politique (comme une rébellion, un conflit interne ou frontalier), économiques (une crise financière ou bancaire), environnementaux, écologiques ou climatiques (un tremblement de terre, une sécheresse). Il va sans dire que ces événements sont difficiles à prévoir, ce que WARA ne cherchera pas à faire. En revanche, WARA mesurera la *propension* de survenance de ces chocs, au regard des caractéristiques du souverain noté et compte tenu de son environnement, de son histoire, de sa géographie et des tensions qu'il peut subir.

PC mesure le risque de « combustion » des ratings suite à des chocs ponctuels, rares mais intenses, non pas en les prévoyant mais plutôt en modélisant la propension de leur survenance possible.

(iii) Les FNS Conjoncturels : Pondération de 25%

FNS7 : Situation et politique budgétaires (PB ; Pondération de 9%)

Au premier rang des facteurs conjoncturels, qui représentent davantage une analyse du « compte de résultats de la nation », se trouve le facteur budgétaire. Le budget de l'Etat en particulier, et celui du secteur public plus généralement, constitue le point d'ancrage principal des mesures quantitatives du risque de défaut souverain. L'objectif de cette section analytique est de déconstruire la composition du budget de l'Etat et du secteur public, pour en retirer quelques indicateurs clés. Parmi ces indicateurs, le solde primaire (c'est-à-dire le solde budgétaire hors intérêt de la dette) mesure la capacité structurelle de l'Etat à dégager un surplus (essentiellement) fiscal par rapport aux dépenses (essentiellement de fonctionnement). Une fois rajoutée la dimension financière inhérente au coût de la dette, le solde budgétaire total est identifié : en excédent, celui-ci permet soit des investissements supplémentaires, soit une réduction des déficits futurs, soit une réduction graduelle du poids de la dette ; en déficit, le solde se doit d'être financé, soit par cession d'actifs, soit par un recours supplémentaire à la dette, et donc à une pression fiscale future. Logiquement, WARA s'intéressera donc de très près à la politique fiscale, comme source majeure de

recettes, et à ses effets économiques, tantôt incitatifs, tantôt contraignants pour la création de richesses futures.

PB mesure la pertinence et le calibrage des politiques économiques conjoncturelles de nature budgétaire, ainsi que leurs effets macroéconomiques tant sur l'Etat que sur le reste de l'économie.

FNS8 : Situation et politique monétaires (PM ; Pondération de 8%)

Le deuxième temps de l'analyse conjoncturelle consiste à se pencher sur les effets inflationnistes des politiques monétaires en vigueur. L'inflation tend à détruire nominalement l'accumulation de capital, à brouiller les signaux de prix et à distordre l'effet réel de la distribution de moyens de paiement. WARA partira de la mesure la plus simple de l'inflation, à savoir l'évolution des prix des biens et services destinés à la consommation. Cela dit, WARA a conscience du fait que l'inflation peut prendre aussi d'autres formes, notamment financières, lorsque la liquidité est abondante. Par conséquent, WARA ajustera significativement son opinion quant aux effets monétaires par une surveillance stricte des prix d'actifs (par exemple ceux des titres et des biens immobiliers), afin de mesurer la probabilité de survenance d'un choc monétaire par le biais des prix d'actifs financiers. Enfin, WARA sait aussi que le secteur monétaire, bancaire et financier revêt souvent une importance capitale pour les Etats, notamment en raison des effets systémiques inhérents aux dysfonctionnements du marché de l'argent. WARA mesurera donc les passifs contingents à la charge de la puissance publique dans le cas de survenance d'une crise systémique.

PM mesure les effets réels possibles d'un contexte inflationniste élargi à la sphère financière, et capture le poids relatif des passifs contingents pour la puissance publique en cas de crise financière systémique.

FNS9 : Etat de la balance des paiements (BP ; Pondération de 8%)

Enfin, WARA se penchera sur les équilibres externes des comptes de la nation. La balance des paiements reste le moyen le plus direct d'accéder aux évolutions tendanciennes d'accumulation des réserves de changes, servant elles-mêmes à réduire les risques de non-transfert. Dans les zones monétaires où WARA déploiera ses services de Notation, les risques de non-transfert sont très largement nuancés par le statut-même du franc CFA, lié à la devise européenne. Cela dit, ce statut ne prévaut que tant que les réserves de change en devises sont suffisantes à l'échelon national autant qu'au niveau régional. Sinon, les risques de dévaluation s'accumulent, et avec eux les risques de destruction nominale et soudaine de valeur. Par conséquent, WARA identifiera les sources de devises, qui sont au nombre de deux : i) le montant net des exports déflaté de celui des imports ; ii) le montant net des flux de capitaux et de transferts dans le pays noté. Le solde total fournira à WARA les informations nécessaires quant aux tendances relatives à l'évolution des réserves de change dans un pays et dans la zone à laquelle il appartient.

BP mesure les risques de non-transfert, c'est-à-dire de convertibilité (autrement dit de liquidité en devises), inhérents à un pays et à un système de pays donnés, compte tenu de la structure de ses soldes externes.

Tous ces 9 FNS sont répertoriés et reportés dans la Carte des Scores de WARA reproduite sur le tableau suivant. Les pondérations par catégories de score, par scores et par éléments constitutifs de chaque score sont mentionnées explicitement. Les analystes de WARA doivent proposer des scores dans les cases jaunes, lesquels seront ensuite débattus en Comité de Notation et feront l'objet d'un vote par ce même Comité.

FACTEURS DE NOTATION SOUVERAINE		Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS STRUCTURELS		40%	0	0
FNS1	Compétitivité et avantages comparatifs	CA	15%	0
	<i>Compétitivité prix et régime de change</i>		4%	0
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		6%	0
	<i>Politique économique structurelle</i>		5%	0
FNS2	Structures économiques	SE	13%	0
	<i>Niveau de richesse</i>		6%	0
	<i>Diversification économique</i>		4%	0
	<i>Volatilité du produit intérieur</i>		3%	0
FNS3	Endettement public	EP	12%	0
	<i>Niveau relatif de la dette publique</i>		5%	0
	<i>Tendance d'endettement de long terme</i>		3%	0
	<i>Composition de la dette publique</i>		4%	0
FACTEURS INSTITUTIONNELS		35%	0	0
FNS4	Stabilité politique	SP	13%	0
	<i>Régime politique</i>		6%	0
	<i>Degré d'alternance</i>		4%	0
	<i>Degré de violence sécuritaire</i>		3%	0
FNS5	Institutionnalisation et normalisation	IN	12%	0
	<i>Efficacité exécutive</i>		5%	0
	<i>Indépendance judiciaire</i>		4%	0
	<i>Autonomie législative</i>		3%	0
FNS6	Propension aux chocs ponctuels	PC	10%	0
	<i>Probabilité des chocs internes</i>		4%	0
	<i>Risques de chocs externes</i>		3%	0
	<i>Risques environnementaux</i>		3%	0
FACTEURS CONJONCTURELS		25%	0	0
FNS7	Situation et politique budgétaires	PB	9%	0
	<i>Solde primaire</i>		3%	0
	<i>Solde budgétaire total</i>		3%	0
	<i>Qualité des politiques fiscales</i>		3%	0
FNS8	Situation et politique monétaires	PM	8%	0
	<i>Inflation des biens et services</i>		3%	0
	<i>Inflation financières</i>		3%	0
	<i>Passif contingents</i>		2%	0
FNS9	Etat de la balance des paiements	BP	8%	0
	<i>Balance commerciale</i>		3%	0
	<i>Balance des capitaux et transferts</i>		3%	0
	<i>Réserves de change</i>		2%	0
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL	0
			AJUSTEMENT	
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ	0
			NOTATION INTRINSÈQUE	

1.3. Détermination des plafonds nationaux

Le **Plafond National** (PN) dans un pays donné est le rating maximal qu'une entité sub-souveraine pourrait obtenir dans ce pays. Ce plafond est, tout comme les Facteurs de Soutien Externe Systémiques applicables aux Banques, dépendant de la capacité et de la propension d'un Etat à soutenir les acteurs économiques nationaux stratégiquement ou systématiquement importants.

Par conséquent, WARA s'appuie sur la matrice en *figure 7*, présentée en section 1.3.2., et sur les Notations Souveraines (NS), selon la *figure 20* suivante.

Figure 20. Détermination des Plafonds Nationaux de WARA

Propension au Support	Plafond National
Elevée	PN = NS + 2 crans
Moyenne	PN = NS + 1 cran
Faible	PN = NS + 0 cran