

Ces agences de rating, à quoi bon?



Eric De Keuleneer

Professeur, Solvay Business School of Economics

Les trois grandes agences de rating (Moody's, Fitch, Standard and Poors) travaillent mal, c'est un fait, mais espérer améliorer fondamentalement leur fonctionnement est probablement illusoire; de plus, le principal problème n'est pas leur fonctionnement, ni leur nationalité d'ailleurs, mais le fait qu'on veut leur faire jouer un rôle contraire aux principes de bonne gestion et contraire aux principes de l'économie de marché.

A y réfléchir d'ailleurs, le concept même de ces ratings est un peu curieux, puisque les agences donnent des rating définissant la qualité d'obligations à 10 ou 20 ans, en se réservant le droit de changer d'avis demain; la portée de ce rating pour votre décision d'investissement à 10 ou 20 ans est donc beaucoup plus limitée que vous ne le croyez.

On a fait de ces ratings une référence absolue qu'ils n'ont pas vocation d'être.

ACHETER UN CHAT DANS UN SAC

Les banquiers et investisseurs professionnels ont pour métier de sélectionner et gérer des risques de crédit, mais un grand nombre ont, depuis 10 ou 20 ans, économisé l'effort normal d'analyse et de sélection, et se sont simplifiés la vie en achetant des titres simplement en fonction du rating que leur applique les agences. Ils trouvaient naturel d'acheter

Principales notations financières (long terme)

	Moody's	S&P	Fitch	
Prime: sécurité maximale				
	Aaa	AAA	Aaa	Situation de l'émetteur excellente, perspectives d'activité et d'équilibre financier les meilleures, aptitude sans réserve à assurer le service et l'amortissement de la dette.
High Grade: qualité haute ou bonne				
	Aa1	AA+	Aaa	Mêmes critères que niveau 1 mais à un degré moindre.
	Aa2	AA	Aaa	Mêmes critères que niveau 2 mais à un degré moindre.
	Aa3	AA-	Aaa	Mêmes critères que niveau 3 mais à un degré moindre.
Upper Medium Grade: qualité moyenne				
	A1	A+	Aaa	Forte aptitude de l'émetteur à assurer de façon normale le service et le remboursement de la dette, mais sensibilité à l'environnement ou aux évolutions techniques qui peut introduire une légère incertitude pour l'équilibre financier à long terme, sans pour autant mettre en cause la bonne fin des créances.
	A2	A	Aaa	Mêmes critères que niveau 5 mais à un degré moindre.
	A3	A-	Aaa	Mêmes critères que niveau 6 mais à un degré moindre.
Lower Medium Grade: qualité moyenne inférieure				
	Baa1	BBB+	Aaa	Capacité satisfaisante de l'émetteur à assurer le service et le remboursement de la dette, mais activité s'exerçant sur un marché étroit ou instable entraînant des risques réels d'évolution négative en cas de situation économique défavorable.
	Baa2	BBB	Aaa	Mêmes critères que niveau 8 mais à un degré moindre.
	Baa3	BBB-	Aaa	Mêmes critères que niveau 9 mais à un degré moindre.
Non Investment Grade: spéculatif				
	Ba1	BB+	Aaa	Service et remboursement des créances comportant une incertitude croissante.
	Ba2	BB	Aaa	Mêmes critères que niveau 11 mais à un degré plus préoccupant.
	Ba3	BB-	Aaa	Mêmes critères que niveau 12 mais à un degré plus préoccupant.
Hautement spéculatif				
	B1	B+	Aaa	Créances risquées.
	B2	B	Aaa	Mêmes critères que niveau 13 mais à un degré plus préoccupant.
	B3	B-	Aaa	Mêmes critères que niveau 14 mais à un degré plus préoccupant.
Risque substantiel: mauvaise condition.				
	Caa	CCC+	CCC	Créances en défaut de paiement prévisible à court terme.
	Ca	CCC	CCC	Extrêmement spéculatif.
	C	CCC-	CCC	Peut être en défaut.
	-	D	D	En défaut.

Alors que l'agence de notation Moody's vient d'abaisser la note de la Grèce de quatre crans, de «A3» à «Ba1», la reléguant dans la catégorie spéculative pour un risque de non-remboursement de sa dette publique, on peut reposer la question de la pertinence du principe même des agences de notation, mais surtout de l'usage qu'on fait de leur rating.

source de refinancement auprès de la BCE.

RÉFÉRENCE OU GIROUETTE?

De ce fait, dès qu'une rumeur de dégradation apparaît ou se concrétise, de nombreuses banques sont presque obligées de vendre massivement leurs titres, ce qui entraîne des baisses de prix, et des risques de dégradations supplémentaires, car les agences se basent sur les «indications de marché» pour établir leurs ratings (elles voulaient être des références mais sont maintenant devenues des girouettes du marché).

Notons d'ailleurs aussi que les ratings très positifs attribués à des États comme la Grèce ou à des structures de titrisation, durant les dernières années, suite à la légèreté des agences de ratings, ont permis et même encouragé leur surendettement. Ce système provoque donc une très mauvaise allocation de fonds, et des ruptures brutales.

MASOCHISME PARANOÏAQUE

Pour que les marchés financiers ne soient plus soumis à ce masochisme paranoïaque, il est des solutions très simples: par exemple interdire la diffusion d'avis ou ra-

des titres émis par des sociétés ou des Etats qu'ils ne connaissaient pas, et dont ils n'avaient même pas regardé les chiffres; ils sous-traitaient ainsi une de leurs fonctions essentielles à ces agences de rating, sans aucun contrôle de qualité sur leur sous-traitant.

C'est là un problème de système. L'économie de marché fonctionne grâce aux myriades de décisions prises tous les jours par des quantités d'acteurs petits et grands, dans des marchés concurrentiels et transparents.

Ces décisions sont multiples et divergentes, et, si tout cela paraît en théorie chaotique et dangereux, en pratique, cela fonctionne; les erreurs des uns et des autres sont d'importance limitées, et leurs conséquences sont plus ou moins facilement absorbées; le système trouve naturellement les terrains les plus fertiles, les innovations foisonnent et les meilleurs d'entre elles créent des nouveautés durables.

Dans l'autre grand système, l'économie centralisée et planifiée de type soviétique, quelques «experts» décideurs omniscients, prennent toutes les décisions, en



On a fait de ces notations une référence absolue qu'elles n'ont pas vocation d'être.

principe dans l'intérêt général. Sur papier c'est très efficient, mais en pratique cela n'a (encore) jamais bien fonctionné durablement; les «experts», malgré leur «omniscience», peuvent se tromper, et de plus, ils sont corruptibles. Leurs erreurs de décision, sont appliquées globalement et ont donc des conséquences considérables et souvent irréversibles.

LÉGÈRETÉ DES UNS, POUVOIR EXCESSIF DES AUTRES

La sous-traitance de la sélection de risque de crédit, par de nombreuses banques et autres investisseurs professionnels, à trois grandes agences de rating légitimées par les autorités, a modifié

en profondeur le rôle essentiel que jouent les marchés des crédits et des capitaux dans notre économie, en leur donnant tous les défauts d'un système planifié à la soviétique, sans les avantages; les trois grandes agences ont pris de mauvaises décisions, suite à des erreurs et de la corruption, et les conséquences en ont été massives.

Comme dans le système soviétique, l'innovation fleurissait, avec comme but principal de contourner des réglementations. Comme dans le système soviétique, tous les échelons autres que le centre étaient déresponsabilisés («Si je suis prudent? mais bien sûr, je n'achète que du AA au

moins. Si je sais ce que j'achète? ah non, pourquoi?»))

Comment en est on arrivé là? La légèreté de nombreux financiers, bien sûr, mais aussi le rôle anormal donné à ces agences par les régulateurs.

Les règles dites de «Bâle 2» régissant la régulation bancaire leur ont conféré un rôle considérable en faisant de leurs ratings un instrument essentiel de la mesure des risques bancaires et de la définition des fonds propres nécessaires à une banque.

Même la Banque centrale européenne utilisait jusqu'il y a peu les ratings pour définir les types de titres qu'elle acceptait en garantie.

En conséquence, un changement de rating peut entraîner des conséquences dramatiques, puisque, lorsqu'une banque détient un titre faisant l'objet d'une diminution de rating, elle risque de voir ses fonds propres devenir insuffisants du point de vue réglementaire, et de perdre une

tings payés par des émetteurs de titres, et rendre à nouveau les banques et investisseurs institutionnels responsables et redevables de la qualité de leurs décisions de crédit et d'investissement, et les régulateurs responsables de leur surveillance, en fonction de leur propre évaluation des risques, plutôt que d'un rating tombé du ciel ou d'un quelconque «organe suprême».

Si, en conséquence, le surendettement d'emprunteurs faibles et de structures acrobatiques sont rendus moins probables, l'économie ne fonctionnera que mieux, et plus durablement. ■