

Le rôle des agences de notation dans la crise de la dette

Les agences de notation de crédit jouent un rôle ambivalent dans la crise de la dette. D'un côté, elles fournissent, par leurs notes, de précieuses informations, facilement compréhensibles, sur la solvabilité des États, ce qui est valable et non critiquable en soi. De l'autre, ces mêmes notes de solvabilité ont des effets indésirables, en raison principalement de certains règlements qui requièrent de les prendre automatiquement en considération, ainsi que des problèmes de fond potentiels que pose l'évaluation sur la base de notes attribuées par des agences. Les réformes au niveau international ont pour but de réduire les conséquences néfastes de l'activité des agences.

1 Citation de Wolfgang Schäuble: «Wir müssen den Einfluss der Ratingagenturen begrenzen.», juillet 2011.

2 P. ex. FMI (2010).

3 P. ex. Gärtner et Griesbach (2012).

4 P. ex. FMI (2010), pp. 105 ss, ou Kiff, Nowak et Schumacher (2011).

En juillet 2011, Wolfgang Schäuble, ministre allemand des finances, exprimait le besoin de limiter l'influence des agences de notation¹. Un tel propos est emblématique: les agences de notation de crédit («Credit Rating Agency», CRA) sont sous le feu de la critique. Une des raisons en est la crise de la dette dans la zone euro. En effet, après chaque abaissement de note, on assiste à une hausse du rendement des emprunts contractés par l'État concerné et donc des coûts de financement supportés par ce dernier. Les agences sont alors accusées de mettre les pays européens sous pression financière. Des études scientifiques² montrent en effet que les notes des agences exercent une influence sensible sur le rendement des emprunts d'État, ce qui, eu égard à l'imbrication des systèmes financiers nationaux, peut avoir des répercussions sur d'autres pays que ceux qui sont directement concernés. Est-il, dès lors, permis de s'interroger sur le rôle joué par les CRA, comme le font certains politiciens et diverses études³? Une telle question demande de clarifier la fonction et les mécanismes à travers lesquels les notations influencent le système financier international.

Une fonction générale: l'information

Les CRA évaluent la solvabilité des débiteurs. Elles se fondent à cet effet sur les critères quantitatifs et qualitatifs les plus divers et récapitulent les résultats de leurs nombreuses analyses en une appréciation, la note. Ce système a le grand avantage de produire de l'information à *faibles coûts* pour les investisseurs potentiels. Grâce à cette note facilement compréhensible, mais reposant sur un vaste ensemble d'informations, ils peuvent se faire, à très peu de frais, une idée précise de la sol-

vabilité d'un débiteur. De plus, outre les habituels avantages qu'entraîne la spécialisation fondée sur la division du travail, le secteur de la notation de crédit présente un atout découlant du rendement d'échelle de sa structure de coûts, qui se caractérise par des coûts fixes élevés et des coûts variables relativement faibles. Les CRA peuvent donc proposer leurs services à un prix d'autant plus avantageux que le nombre de leurs clients est élevé. C'est pourquoi les investisseurs délèguent l'évaluation de la solvabilité aux agences.

Ces avantages s'accompagnent cependant de divers inconvénients potentiels, en particulier:

1. *Manque de transparence*: liberté d'appréciation pour le choix, l'évaluation et la pondération des critères appliqués. Faute de publication des bases de données et des processus d'évaluation et d'agrégation utilisés, les notes ne sont guère vérifiables de l'extérieur.
2. *Conflit d'intérêts*: le modèle d'affaires usuel des CRA veut que ce soit le débiteur qui paie pour l'établissement de sa propre note (modèle dit de l'«émetteur-payeur», voir encadré 1). D'où une incitation à l'indulgence, par crainte que le client ne passe à un concurrent plus accommodant.
3. *Position dominante*: les avantages du rendement d'échelle évoqué favorisent l'émergence d'agences puissantes.

Compte tenu de ces problèmes potentiels, qui peuvent avoir une incidence négative sur le contenu informatif d'une note, il apparaît clairement que la qualité et l'intégrité des CRA sont absolument déterminantes.

Bien qu'imparfaites, les CRA n'en sont pas moins une source d'informations utile. C'est, en tous cas, ce qui ressort de plusieurs enquêtes empiriques⁴, qui montrent qu'elles obtiennent de bons résultats en matière d'évaluation des risques de défaillance des États.

Ce jugement positif contraste avec les critiques évoquées plus haut. Il ne faut, toutefois, pas confondre le message avec le message. De plus, le fait que des informations sur la solvabilité d'un débiteur aient des répercussions sur ses coûts de financement n'a rien de choquant, mais est plutôt logique. Si l'on



Jürg Adamek
Section Monnaie et stabilité financière, Secrétaire d'État aux questions financières internationales SFI, Berne

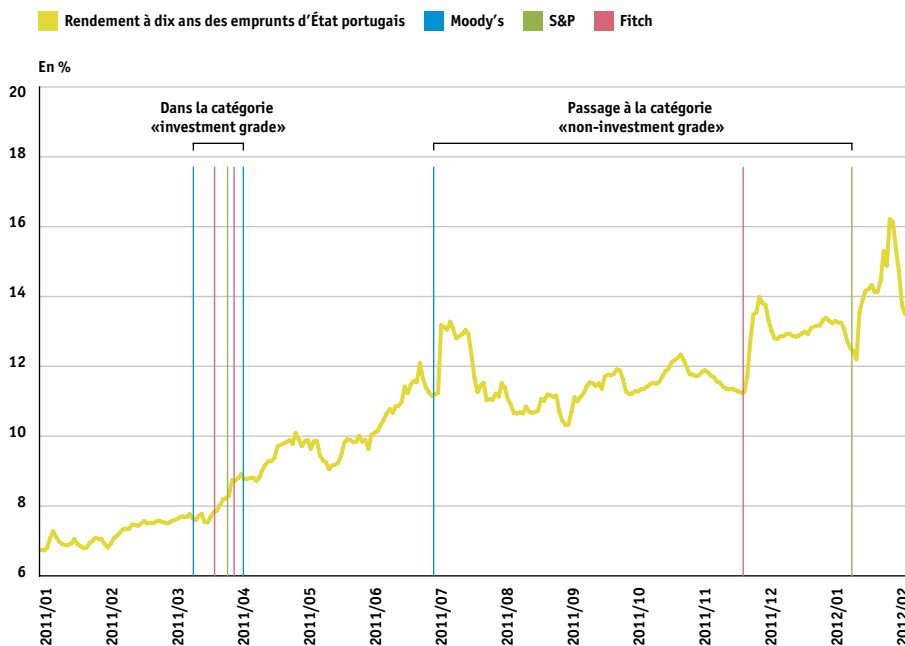


Alexandre Miremad
Section Monnaie et stabilité financière, Secrétaire d'État aux questions financières internationales SFI, Berne

Graphique 1

Le Portugal et la crise de la dette: un effet de falaise

Rendement à dix ans des emprunts d'État et baisse des notations accordées par Moody's, Standard & Poor's et Fitch



montant dépend des risques encourus. Or, leur appréciation s'appuie, en partie, sur les notes de solvabilité attribuées par les agences. Les banques centrales ne sont pas en reste lors de leurs opérations de refinancement, puisqu'elles font souvent dépendre la quotité d'un prêt directement de la notation des sûretés fournies en garantie. Les notes font, enfin, partie intégrante de nombreux règlements dans le secteur privé, notamment dans des accords sur les sûretés présentées dans les opérations sur produits dérivés.

Le fait que des règlements prévoient explicitement l'obligation de tenir compte des notes émises par les agences de notation – on leur accorde, dans ce cas, une *fonction de certification* – a pour effet que les notes ne sont plus simplement une appréciation parmi d'autres, mais acquièrent une valeur normative, avec les conséquences ci-après:

1. *Réactions automatiques, effet dit «de falaise»*: chaque fois que les notes des agences se modifient, les règles qui s'appuient explicitement sur elles déclenchent généralement des réactions automatiques sur le marché. Ces règles ont, en outre, des effets qui s'exercent souvent de façon non pas linéaire, au gré des variations de la note, mais par bonds successifs. C'est le cas, par exemple, lorsque des caisses de pension n'ont le droit de placer leurs fonds que dans des titres présentant une qualité minimale. Si la note d'un placement tombe au-dessous du seuil réglementaire, toute la position concernée doit être liquidée. La réaction est alors automatique et peut dépasser l'effet qu'aurait suscité une simple information supplémentaire sans obligation réglementaire, surtout si plusieurs institutions doivent vendre simultanément. Ce phénomène, provoqué par le franchissement d'un seuil (artificiel), est appelé «effet de falaise». La distinction entre les obligations de qualité supérieure («investment grade») et celles de qualité inférieure («non-investment grade»), dites aussi obligations spéculatives, constitue un exemple typique en ce domaine. Le Portugal, victime de la crise de la dette, en est une parfaite illustration (voir *graphique 1*): les cinq abaissements de sa note par les trois principales CRA, à savoir Moody's, Standard & Poor's et Fitch, intervenus entre fin mars et début avril 2011, ont entraîné des réactions directes du marché relativement limitées (pour rappel: le Portugal a sollicité une aide financière internationale début avril 2011). En revanche, quand les obligations portugaises ont été déclassées dans la catégorie des placements spéculatifs, leur rendement a brusquement augmenté.

Encadré 1

Modèle de l'émetteur-payeur ou de l'acheteur-payeur

Pour éviter le conflit d'intérêts inhérent au modèle de l'émetteur-payeur, plusieurs petites agences de notation (p. ex. Egan Jones Rating et Financial Health Ratings) suivent une autre approche, consistant à se faire payer par les investisseurs, assimilés à des abonnés (modèle dit de l'acheteur-payeur). Dans le cas de ces prestataires de niche – comparativement aux trois grandes agences –, cette approche a des effets positifs sur la qualité de la notation, comme l'atteste l'étude de Strobl et Xia (2012). Le modèle dit de l'acheteur-payeur pose cependant un problème de «resquille», difficilement maîtrisable par les grandes agences internationales, dont les notes ne sont pas demandées uniquement par une catégorie spécifique d'investisseurs. Il faut en effet que l'agence puisse limiter la diffusion de ses notes de solvabilité à ses seuls abonnés payants. À défaut, les autres investisseurs potentiels seraient inévitablement tentés de se les procurer gratuitement, d'une manière ou d'une autre, et de laisser aux abonnés le soin de payer. Or, ce sont précisément les notes de solvabilité des débiteurs comptant un grand nombre d'investisseurs potentiels qu'il est très difficile de garder secrètes. En dernière analyse, ce problème pourrait déboucher sur le fait que plus personne ne serait prêt à payer pour l'établissement des notes, de sorte que la solvabilité de certains débiteurs ne serait plus évaluée.

prend la Grèce, sa note relativement mauvaise et la prime de risque élevée qui grève ses emprunts sont en comparaison plausibles. Par ailleurs, les notes des agences sont certes une source d'informations importante sur la santé financière d'un débiteur, mais il en existe d'autres. L'idée que, sans les CRA, les marchés financiers ne seraient pas informés de la situation précaire de certaines banques espagnoles est aberrante.

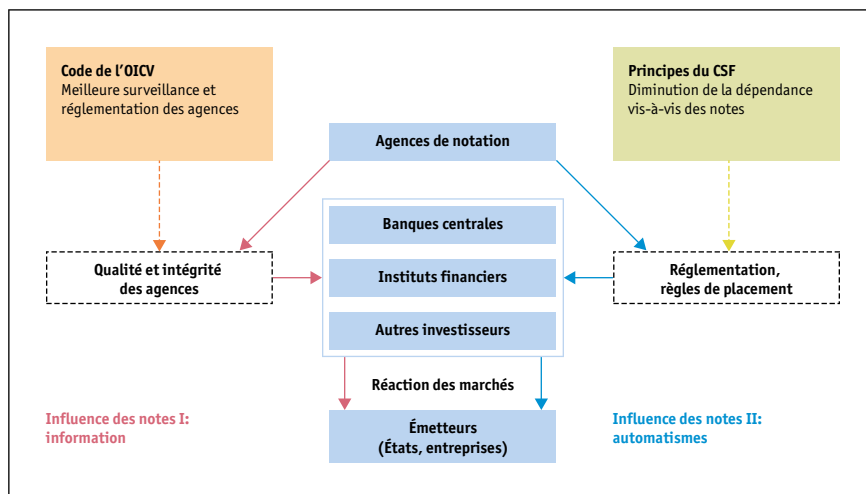
Comme le contenu informatif des notations ne pose pas de problèmes particuliers, on peut se demander s'il existe un autre canal par lequel les CRA pourraient exercer une influence critiquable. C'est, de fait, le cas et découle du rôle particulier que l'on attribue aujourd'hui de toutes parts aux notes des agences.

Une fonction spécifique des notes de crédit: certifier

Les notes des agences ont ceci de particulier qu'elles ont explicitement fait leur entrée dans de nombreux règlements, statuts et contrats. Ainsi, les prescriptions de placement des investisseurs institutionnels (tels que les caisses de pension) s'appuient souvent directement sur elles. Il en va de même dans le domaine bancaire: selon les règles du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB), les banques sont tenues de couvrir leurs actifs par des fonds propres, dont le

Graphique 2

Notation du crédit: projets de réformes de l'OICV et du CSF



Source: Adamek, Miremad / La Vie économique

2. Une inévitable aggravation des points faibles des notes: l'évaluation de la solvabilité sur la base de notes attribuées par des agences fait que les problèmes de fond évoqués plus haut sont automatiquement transférés dans le système. Les investisseurs ne peuvent ainsi plus éviter le conflit d'intérêts inhérent au modèle d'affaires dit de l'émetteur-payeur en recourant à d'autres sources d'informations. De plus, la dépendance vis-à-vis des notes est de nature à légitimer dans les faits – si ce n'est officiellement, comme dans la réglementation bancaire – une confiance aveugle en ces dernières, poussant ainsi à négliger le développement de compétences en matière d'analyse des risques.

La prise en compte obligatoire des notes de solvabilité accentue, en outre, le risque de voir les agences de notation régner sans partage sur le marché, ce qui serait d'autant plus problématique que la fonction quasi officielle de certification qui leur serait ainsi dévolue se trouverait aux mains d'un oligopole privé (les parts de marché de Moody's, Standard & Poor's et Fitch dépassent 90%). Cette obligation présente des aspects négatifs, qui amènent à s'interroger sur le rôle joué par les CRA actuellement.

Encadré 2

Situation en Suisse et dans l'UE

Les principales agences de notation sont basées aux États-Unis et au Royaume-Uni. Fedafin est l'unique agence de notation suisse. Elle se concentre sur le marché suisse des corporations de droit public et de leurs instruments^a. Elle évalue 2400 communes et villes suisses, tous les cantons et 150 entreprises étatiques ainsi que 70 entreprises privées.

En ce qui concerne la réglementation et la surveillance en Suisse, l'autorité de surveillance appelée Finma a mis en vigueur en 2008 une circulaire «agences de notation», révisée le 1^{er} janvier 2012^b. Cette circulaire s'adresse aux assujettis à la surveillance de la Finma qui utilisent les notations à des fins prudentielles uniquement (calcul des fonds propres pour les banques et détermination du capital selon le test suisse de solvabilité pour les assurances). Les critères de reconnaissance des agences de notation s'inspirent des principes du Code de conduite de l'OICV de 2008. Concrètement, la Finma reconnaît cinq agences de notations: Moody's, Standard & Poor's, Fitch, DBRS et Fedafin^c. L'utilisation des notes à des fins autres que prudentielles, p. ex. à titre informatif ou dans le cadre de la gestion des risques par les assujettis, reste possible sans restrictions.

Au sein de l'UE, il incombe à l'Autorité européenne des marchés financiers (Esm) de surveiller les agences de notation. Elle s'appuie pour cela sur un règlement^d européen visant principalement à prévenir les conflits d'intérêts et à créer un maximum de transparence, ainsi qu'à améliorer la qualité et les méthodes de notation, suivant en cela les recommandations du Code de conduite de l'OICV. La Commission européenne

prévoit en outre d'adopter d'autres règles applicable aux agences de notation, en accord avec les initiatives du CSF.

La création d'une agence de notation européenne opérant à l'échelle internationale est diversement appréciée, certains allant même jusqu'à demander la création d'une agence de droit public. Un tel statut nuirait, cependant, à la crédibilité et à l'indépendance de l'agence. De plus, un organisme européen d'évaluation de la solvabilité devrait faire face aux mêmes problèmes que les agences actuelles. C'est pourquoi la Commission européenne se concentre sur l'amélioration des conditions-cadres et laisse la création proprement dite d'agences de notation de crédit à l'initiative privée. Citons pour exemples les efforts entrepris dans ce sens par le cabinet de conseil Roland Berger^e ou le projet de la Fondation Bertelsmann relatif à une agence internationale de notation de crédit à but non lucratif (Inkra)^f.

a Fedafin, www.fedafin.ch.

b Circ.-Finma 12/1 Agences de notation, *Reconnaissance des instituts de notation de crédit (agences de notation)*, juin 2011.

c Finma, *Agences de notation reconnues*.

d Règlement (CE) n° 1060/2009 du Parlement européen et du Conseil sur les agences de notation de crédit, y compris ses modifications et compléments.

e Roland Berger: www.rolandberger.de/medien/presse/pressemitteilungen/Ratingagentur_europaeischen_Ursprungs.html.

f Bertelsmann Foundation: www.bfna.org/publication/blueprint-for-incra-an-international-non-profit-credit-rating-agency.

Solutions envisagées

Les CRA et leurs notes ayant une portée internationale, les solutions aux problèmes doivent être du même ordre. Deux domaines posent problème: le premier concerne des lacunes majeures – comme le manque de transparence ou les conflits d'intérêts – qui pourraient diminuer la qualité de la notation et le deuxième les effets liés au statut de certification de cette même notation. Par conséquent, afin d'améliorer la situation, il faut, d'un côté, accroître la réglementation et la surveillance des CRA pour pallier les lacunes et, de l'autre côté, diminuer les effets de certification pour réduire la dépendance des institutions financières vis-à-vis des notes des agences et pour les inciter à développer leur propre jugement.

Les nouveaux standards internationaux traitent ces deux problèmes. D'une part, le Code de conduite développé par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) en 2008 tente de pallier les lacunes majeures en offrant un cadre pour réglementer et surveiller les CRA⁵. D'autre part, le Conseil de stabilité financière (CSF) a développé fin 2010 des principes qui visent à réduire la dépendance des institutions financières à l'égard des notes des agences de notations⁶. Le graphique 2 illustre ces deux ré-

formes et les relations entre les différents protagonistes.

Au Sommet de Londres de 2009, le G20 a exigé que ses membres mettent en place le Code de conduite de l'OICV⁷. Il a également adopté les principes du CSF au Sommet de Séoul de 2010 et il a chargé ce dernier d'évaluer les progrès accomplis par ses membres dans la mise en œuvre du Code de conduite et des principes évoqués⁸.

La réponse de l'OICV aux principales lacunes

Le Code de conduite de l'OICV donne un cadre permettant de résoudre ou, du moins, de réduire les différentes lacunes. L'agence de notation doit, ainsi, publier les notes, le détail des procédures d'évaluation ainsi que gérer les problèmes de confidentialité avec les émetteurs d'obligations, afin d'améliorer sa *transparence*. Elle ne doit subir aucune pression économique ou politique, si l'on veut accroître son *indépendance* et éviter les *conflits d'intérêts*. Elle doit garantir l'indépendance de ses analystes dans leur jugement et mettre en place un processus clair et documenté qui permette d'éviter les conflits d'intérêts. Elle doit, en outre, assurer une méthodologie rigoureuse, garantir des ressources adéquates et interdire à ses analystes de prendre part à la conception des produits structurés, afin d'améliorer la *qualité* et de renforcer l'*intégrité*.

La solution du CSF pour réduire la dépendance envers les notations

Le nouveau Code de conduite n'apporte pas de solution au problème que pose la dépendance des institutions financières à l'égard des CRA. C'est pour y répondre que le CSF a émis, en octobre 2010, une série de principes. L'idée est de réduire les règles, règlements ou standards qui font référence aux notations. Concrètement, le CSF demande aux organismes de normalisation d'éviter d'introduire des références aux notes des agences dans les standards, et aux autorités de faire de même en édictant les lois et les réglementations. Il requiert des institutions financières de fonder leur décision sur leur propre jugement au lieu de se référer aux notes de crédit. De même, les banques centrales doivent éviter d'orienter leur décision en fonction des notes de crédit. Ceci permet de diminuer les effets de certification dont jouissent les agences de notation.

Avancée d'un côté, mais retard de l'autre

À la demande du G20, le CSF a évalué ses membres en 2012 tant sur la mise en œuvre du Code de conduite de l'OICV que sur le respect des principes du CSF. Une majorité d'entre eux ont entrepris des efforts considé-

rables pour implanter le Code de conduite dans leur pays et introduire un processus de reconnaissance des CRA. En revanche, le CSF a dû constater la lenteur des progrès et un manque de coordination dans l'application de ses principes destinés à réduire la dépendance aux notes de crédit, ceci principalement en raison de la difficulté de trouver une alternative crédible aux notes des CRA. Ainsi, il a demandé aux organismes de normalisation, en particulier au CBCB, d'avancer les travaux afin que les institutions financières s'appuient davantage sur leur propre gestion des risques dans le calcul de leurs fonds propres au lieu de se référer directement aux notes de crédit. Le CBCB rédige actuellement des principes directeurs qui devraient voir le jour d'ici la fin de 2012.

Conclusion

Les deux problèmes abordés sont connus depuis longtemps. Les standards internationaux essayent d'y apporter une solution. Une réglementation et une surveillance améliorées renforceront très certainement la qualité et la confiance envers les CRA. Cela risque aussi, a contrario, d'accentuer l'attrait que les notes exercent sur les institutions financières et les investisseurs et, par conséquent, leur dépendance. Les principes du CSF cherchent à diminuer les effets de réaction automatique engendrés par cette dépendance aux notations en réduisant ou en éliminant la référence aux notes de crédit dans tous les standards, lois et règlements. Les agences de notation représentent, cependant, une source d'information difficile à remplacer. Tant qu'il n'existe pas d'alternative crédible, leur avenir reste radieux. ■

Encadré 3

Bibliographie

- Gärtner et Griesbach: *Rating Agencies, Self-fulfilling Prophecy and Multiple Equilibria? An Empirical Model of the European Sovereign Debt Crisis 2009-2011*, Discussion Paper n° 2012-15, 2012, université de Saint-Gall.
- FMI, *Global Financial Stability Report*, chapitre 3, octobre 2010, Washington DC: Fonds monétaire international.
- Kiff, Nowak et Schumacher, *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*, IMF Working Paper 12/23, 2011, Washington DC: Fonds monétaire international.
- Strobl et Xia, *The Issuer-Pays Model and Ratings Inflation: Evidence from Corporate Credit Ratings*, Working Paper, février 2012, University of Texas, Dallas.

5 OICV, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agency*, mai 2008.

6 CSF, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, octobre 2010.

7 G20, *Declaration on Strengthening the Financial System - London Summit*, avril 2009.

8 G20, *The Seoul Summit Document*, novembre 2010.