

La notation au cœur du fonctionnement des marchés

Les agences de notation sont sur la sellette. Comme lors de la crise asiatique de 1997, la crise financière actuelle a déclenché de nombreuses critiques à leur encontre, notamment de la part d'investisseurs déçus de la très médiocre performance de certains actifs financiers qui disposaient pourtant des meilleures notations. Les autorités publiques se penchent sur leur rôle ; l'Organisation internationale des commissions de valeurs¹ devrait évaluer, d'ici mai prochain, la conduite des agences de notation sur les « *subprime* »² américains ; le G7 a demandé au Forum de stabilité financière³ de faire des propositions pour renforcer les principaux systèmes financiers ; les modalités d'intervention des agences de notation seront naturellement intégrées dans les analyses qu'il présentera en avril.

Dans cette perspective, il est utile de rappeler le rôle essentiel des agences avant de souligner les malentendus qui entourent leurs notations et d'esquisser quelques pistes d'amélioration.

Une des fonctions essentielles des marchés est de traiter en continu toute l'information disponible pour permettre de dégager un prix aux divers actifs financiers. Or tous les agents économiques n'ont pas la même capacité d'analyse du flot d'information disponible. Les banques peuvent s'appuyer sur la connaissance rapprochée qu'elles ont de leur clientèle pour bien mesurer les risques qu'elles prennent en leur accordant des prêts. En revanche les investisseurs sur les marchés n'ont généralement pas la capacité à effectuer une analyse détaillée et actualisée du risque de crédit et sont d'autant moins enclins à engager les frais importants de traitement des informations nécessaires à la mesure de ce risque que des professionnels, en l'occurrence les agences de notation, sont censés s'en charger et assurer ainsi l'efficacité du marché.

La notation des agences permet en effet aux investisseurs de disposer collectivement d'une information simple, lisible et synthétique sur le risque de défaillance d'un émetteur. La notation accompagne donc le développement de grands marchés liquides, profonds et internationaux. Elle est une condition et un support du bon fonctionnement de ces marchés comme l'a montré l'essor du marché de la titrisation. Avec le développement des produits structurés, la notation fait même partie intégrante de leur conception. Les agences fournissent aux banques qui créent ces produits structurés leurs méthodes et leurs modèles pour évaluer le risque de défaillance et elles imposent les autres caractéristiques auxquelles doivent satisfaire les véhicules de titrisation pour pouvoir émettre des titres bénéficiant des meilleures notations. De simples intermédiaires les agences de notation sont ainsi devenues des quasi-régulateurs de la titrisation et des produits structurés alors même qu'elles pouvaient être sujettes à des conflits d'intérêt entre les émetteurs, leurs clients, qui supportent le coût de cette notation, et les investisseurs, utilisateurs des notations.

¹ Le groupe de l'OICV chargé de conduire cette analyse est dirigé par M. Prada, président de l'Autorité des Marchés Financiers. L'AMF vient d'ailleurs de publier son rapport annuel sur les agences de notation.

² Les « *subprime* » sont des crédits immobiliers aux emprunteurs américains les plus risqués. Ce sont principalement les crédits à taux variable qui, distribués de façon laxiste ces dernières années, occasionnent aujourd'hui des pertes très supérieures aux estimations initiales.

³ Le Forum de stabilité financière a été créé par les pays du G7 en 1999 et réunit deux fois par an les ministères des Finances, les banques centrales, les contrôleurs du secteur financier et les Institutions financières internationales pour examiner les risques qui pèsent sur la stabilité financière mondiale.

On doit constater que la notation de ces produits structurés a été à l'origine d'un immense malentendu entre certains investisseurs et les agences. En révisant brutalement l'été dernier leurs notes et leurs méthodologies sur les produits structurés relatifs aux « *subprime* », les agences ont en effet révélé deux aspects de leurs travaux qui avaient été mal pris en compte par certains investisseurs.

- D'abord, leur notation ne porte que sur le risque de défaillance et n'intègre pas d'autres risques comme le risque de marché ou d'illiquidité. Or ces autres risques sont apparus déterminants dans l'évolution récente des prix des produits structurés. Certes, on peut estimer que les investisseurs auraient dû connaître la vraie nature de la notation ; mais l'expérience a montré que pour la plupart des investisseurs la notation AAA d'un produit était suffisante et qu'il n'y avait pas d'incitation à analyser plus en détail la nature d'une telle notation.

- Ensuite, le fait de retenir une même échelle de notation pour ces produits structurés et pour les produits obligataires classiques s'avérait trompeuse car la nature des produits et des risques était bien différente. Les produits structurés ont du fait de leur construction même une volatilité bien supérieure à celle des obligations comme l'a montré l'évolution des cours ces derniers mois. Une échelle de notation différente aurait aidé les investisseurs à comprendre la différence des risques attachés aux produits issus de la titrisation.

Face à ce premier constat, il faut éviter de se précipiter dans l'adoption d'une réglementation de l'activité de notation. L'utilité d'une telle réglementation doit être analysée de façon approfondie et avec recul. Dans l'immédiat, il faut privilégier les améliorations possibles. Trois pistes peuvent être esquissées :

- une plus grande transparence des méthodes de notation et du rôle des agences dans le processus de titrisation pourrait permettre de lever des malentendus entre agences et investisseurs ;

- une différenciation des échelles de notation entre produits obligataires et produits structurés pourrait permettre de mieux prendre en compte la spécificité de ces derniers par les investisseurs. Une autre possibilité serait d'ajouter à la notation de crédit une mesure de sa volatilité en période de stress de marché ou de liquidité ;

- la mesure la plus ambitieuse, car les travaux à ce sujet sont encore balbutiants, serait de mettre en place une notation spécifique du risque de liquidité.

Il faut finalement souhaiter que les agences de notation sachent proposer elles-mêmes les mesures propres à restaurer la confiance des investisseurs. Faute d'une autorégulation suffisante, les autorités, notamment en Europe⁴, seraient conduites à considérer l'opportunité d'une alternative réglementaire.

4 Cf. la déclaration commune de G. Brown, J. M. Barroso, A. Merkel, R. Prodi et N. Sarkozy le 29 janvier à Londres