

UN SYSTÈME VICIÉ DÈS L'ORIGINE

# Agences de notation : oracles infailibles ?

L'appel 340 - Octobre 2011



## HEUREUSE, L'AGENCE!

Mais Standard & Poor's fait l'objet de plusieurs enquêtes aux USA et son patron a été contraint de démissionner.

Moody's, Standard and Poor's, Goldman Sachs...

Les agences de notation font la pluie et le beau temps, exerçant une incroyable pression sur la politique économique des États. Mais que valent leurs oracles ?

Robert Cobbaut, professeur émérite d'économie financière de l'UCL, retrace l'origine de leurs prophéties quotidiennes. Et préconise d'arrêter leur culte.

**C**omment faisait-on avant que n'existent les agences de notation ?  
– Jusqu'il y a trente ans, le financement de la dette des entreprises, des collectivités et des États était réalisé presque exclusivement par les banques. Ces banques fournissaient une analyse préalable et un suivi tout au long de la durée des prêts. Pour ce service, elles demandaient à leurs clients une rémunération qui se répercutait sur le taux d'intérêt. Mais cela a changé. Grâce à la télématique, les transferts de fonds sont devenus plus nombreux et plus aisés en sécurité et en rapidité. Se sont alors créées les possibilités d'un mode de financement par émission de titres, moins coûteux parce que plus direct. Dans ce nouveau système, les banques sont devenues de « simples » intermédiaires technico-commerciaux, au lieu de véritables intermédiaires financiers.

– Le rôle d'évaluateur a donc été repris par les agences de notation ?

– On est à l'époque dans une période où règne la croyance absolue en l'efficacité des marchés. Les agences de notation apparaissent alors comme des acteurs de poids : ce sont des entreprises privées rémunérées par les emprunteurs à évaluer. La qualité des agences est considérée comme garantie par le simple fait qu'elles constituent un système privé de multiples entreprises en concurrence, mais tentées de se montrer complaisantes envers leurs clients, qui les rétribuent.

À la base même du système, il existe donc un conflit d'intérêt à tout le moins potentiel entre les agences et les investisseurs qu'elles sont censées informer objectivement.

– En outre, ces entreprises ne se contentent pas de faire leur travail d'évaluation...

– Elles mènent aussi des activités de conseil aux emprunteurs concernant les montages financiers qui seront les plus avantageux pour eux, mais pas nécessairement pour les prêteurs. C'est là une autre source de conflit d'intérêts.

Cela s'est passé aux États-Unis durant la fameuse crise des *subprimes* quand les agences de notation ont aidé leurs clients à mettre en place des produits structurés comprenant des bonnes créances, des créances de qualité déjà moins bonne et de mauvaises créances.

– Au lieu de parler «des agences», ne fait-on pas plutôt référence aux «trois grandes»: Fitch, Moody's et Standard & Poor's, cette dernière ayant abaissé la notation des États-Unis en août dernier?

– Exactement. Et c'est là un deuxième défaut majeur du système. Car la concurrence n'est régulatrice que quand il y a un nombre relativement élevé de compétiteurs. Or, ici, comme dans beaucoup de domaines qui ne sont pas régulés par les pouvoirs publics, on observe un phénomène de concentration menant à la constitution d'oligopoles dont les membres ont intérêt à s'entendre plutôt qu'à se faire concurrence!

– On a aussi parlé de la tournure de plus en plus politique des interventions des agences...

– À travers leurs notations et les motivations de celles-ci, les agences exercent

des pressions sur la politique économique des États, en étant notamment partisans de l'austérité à tout va. Or, les politiques d'austérité créent la menace de la récession et accentuent les inégalités.

**«À la base même du système, il y a un conflit d'intérêt au moins potentiel entre les agences et les investisseurs qu'elles sont censées informer objectivement.»**

– Comment ce système a-t-il pu se développer?

– Parce que les fonctions d'évaluation, tant au préalable qu'en cours d'emprunt, doivent être exercées. Il y a donc, dans le cas des agences de notation, un phénomène de clientèle captive. En effet, les principaux détenteurs de titres, les investisseurs institutionnels (fonds de placement, fonds de pension, compagnies d'assurances...) n'achètent pas s'il n'y a pas notation. Tout qui veut emprunter par émission de titres doit donc se faire évaluer, en ce compris les États. Mais beaucoup sont surendettés, à commencer par les États-Unis. Les Chinois ne s'y trompent d'ailleurs pas et préfèrent la dette belge à celle des États-Unis.

– Finalement, les agences de notation ne font-elles pas partie de tout un système à revoir?

– Oui, car c'est un système biaisé en faveur des créanciers directs (les investisseurs) et des créanciers indirects (les dirigeants, les cadres supérieurs et les traders des organismes financiers). Comme leurs rémunérations dépendent de leurs résultats, ils n'hésitent pas à faire prendre des risques insensés aux investisseurs qui leur ont confié leur épargne.

Propos résumés par Jacques BRIARD

### ABANDONNER «LA RELIGION DU MARCHÉ»

Robert Cobbaut pense qu'il faut abandonner «la religion du marché». Cela signifie arrêter de se braquer sur les fluctuations boursières quotidiennes et sur les rumeurs.

Il importe aussi de ramener les pouvoirs publics dans une perspective de long terme, notamment en misant davantage sur la formation et la recherche.

Enfin, il faudrait s'abstenir de parler de mondialisation tant qu'il n'y a pas une coordination des politiques économiques et une monnaie universelle.

## LE BULLETIN DES AGENCES

Les agences se prennent pour des profs. Elles donnent des notes à tout le monde. En voici la signification

Moody's	Standard and Poor's	Commentaire
Aaa	AAA	Le risque est quasi nul.
Aa	AA	Quasiment similaire à la meilleure note. Très fiable.
A	A	Bonne qualité mais risque peut être présent dans certaines circonstances économiques.
Baa	BBB	Solvabilité moyenne
Ba	BB	L'affaire commence à être spéculative. Risque de non remboursement sur le long terme
B	B	Probabilité de remboursement est incertaine. Risque assez fort.
Caa	CCC	Risque très important de non remboursement sur le long terme.
Ca	CC	Très proche de la faillite, emprunt très spéculatif.
C	D	Faillite de l'emprunteur.