

AGENCES DE NOTATION

« RENDRE LES TRANCHES AAA PLUS STABLES »



Nicolas Malaterre

Directeur senior pour la titrisation
Standard & Poor's

Réaction trop tardive, sous-évaluation des risques, variation trop brutale des ratings... Les agences de notation ont été sur le banc des accusés, entre autres pour leur rôle dans la titrisation. S&P revient sur les ajustements méthodologiques entrepris.

INTERVIEW

■ **On reproche aux agences de notation de ne pas avoir totalement joué leur rôle d'alerte avant le déclenchement de la crise. Êtes-vous d'accord avec ce diagnostic ?**

On nous critique pour réagir trop tard, trop tôt ou trop prudemment... Nous avons donné l'alerte sur les titres liés aux subprime en juillet 2007 et dégradé les notes car les performances n'étaient plus en ligne avec nos estimations. Il est certain que nos hypothèses de défaut et corrélations de titres liés aux subprime n'ont pas anticipé les pertes sans précédents sur de nombreux RMBS et CDO. Comme d'autres, nous avons sous-estimé les conséquences de la rupture brutale de la bulle immobilière aux États-Unis. À quoi il faut ajouter les effets liés aux retitrisations. La crise s'est alors transformée en une crise de liquidité et de baisse de la valeur de marché de toutes les titrisations ce qui, je le rappelle, n'est pas une dimension couverte par nos notations qui expriment une opinion uniquement sur le risque crédit.

■ **Fallait-il noter ces opérations de retitrisation ?**

Les modèles ont été beaucoup critiqués, mais ce sont surtout les hypothèses sous-jacentes, certes difficiles à

apprécier, qui étaient en cause. Nous les considérons comme solides, à l'instar de beaucoup d'acteurs de marché, mais la crise a très clairement démontré que ce n'était pas toujours le cas. Plus généralement, sur les CDO, nous avons été conduits à revoir nos méthodologies, quitte à ce que certaines opérations puissent ne plus atteindre la note maximale, voire ne soient pas notées si l'on considère que l'information est insuffisante.

■ **Certains regrettent le poids des agences dans les choix des investisseurs. Que pouvez-vous faire par rapport à cela ?**

C'est au marché de choisir les opinions qu'il utilise. Les nôtres, mais aussi celles d'autres agences dont les méthodologies ne sont pas exactement les mêmes. Libre également aux investisseurs de se faire leur propre opinion, ce qui implique toutefois d'avoir la capacité et la volonté d'analyser ces opérations. Ils auront également à évaluer de leur côté des risques propres à leur situation, comme le risque de liquidité ou de durée des titres, que nous ne traitons pas. De notre côté, nous communiquons plus sur nos approches méthodologiques, pour que chacun comprenne bien comment nous forgeons nos opinions de crédit. Par ailleurs, au regard des conditions exceptionnelles traversées, il nous a paru essentiel de renforcer les équipes dédiées au suivi des opérations dans le temps pour assurer la qualité des analyses sur le stock de titres existant.

■ **À part cette hausse de la transparence, quels changements demandaient les investisseurs ?**

Il ressort de cette crise que le marché attendait que les notations les plus élevées conservent une plus grande stabilité que les notations plus spéculatives : un AAA peut bouger à travers le cycle économique, mais pas brutalement. Or, des structures, en particulier celles qui comportaient un risque de marché, ont connu des dégradations de notes très rapides en fonction de la valeur de marché des titrisations. Nous visons à renforcer la stabilité des notes, en particulier dans le haut de la catégorie « investissement ». Ces notes doivent oppo-



ÉTATS-UNIS - EUROPE : DES PERFORMANCES TRÈS CONTRASTÉES

Évolution des notes et cas de défaut entre mi-2007 et fin 2009

	Part des notes restées stables	Taux de défaut
Titres européens	86,30 %	0,40 %
AAA	90,90 %	0,30 %
ABS*	90,10 %	0,10 %
CDO	65,90 %	1,50 %
RMBS*	97,10 %	0,00 %
CMBS	70,60 %	0,10 %
Titres américains	58,60 %	4,30 %
AAA	61,80 %	2,50 %
ABS*	85,70 %	0,20 %
CDO	37,90 %	12,50 %
RMBS*	52,60 %	4,00 %
CMBS	75,60 %	0,30 %

* Inklus les titrisations de dette corporate et de nouveaux actifs (ABS) et les covered bonds (RMBS).

Source : S&P, mars 2010.

ser le plus de résistance en cas de retournement de la conjoncture, quitte à ce que certaines tranches auparavant AAA n'aient plus droit à cette note.

■ Ces ajustements méthodologiques ont-ils porté sur l'ensemble des produits titrisés ?

Non, ils ont été ciblés, au regard de la performance des opérations ou lorsque nous avons souhaité mieux appréhender les conséquences de brusque contraction de la liquidité dans les marchés. Si la crise a fortement secoué les structures, nous enregistrons à la fin de 2009 un taux de défaut inférieur à 0,4 % en volumes sur l'encours des émissions européennes qui étaient notées mi-2007. Sur la même période, on observe au niveau mondial des défauts plus importants sur les CDO, en particulier les retitrisations, et les RMBS américains. Pour les ABS, plus diversifiés, les performances restent au contraire solides au regard de la période concernée. En Europe, près de 90 % des notations d'ABS sont restées stables, pour un taux de défaut de 0,1 % (voir tableau).

■ Avez-vous introduit d'autres modifications de vos notations ?

Oui, afin de conserver une comparabilité de nos notations entre les différents types d'instruments ou d'émetteurs, hors titrisation. Nous avons publié différents scénarios de stress, auxquels une notation doit pouvoir résister sans faire défaut. Pour les AAA, par exemple, des scénarios très dégradés, type crise de 1929. Ils contribuent à fournir au marché plus de transparence quant à nos hypothèses de crédit. Nous avons également introduit des analyses de sensibilité « what if » spécifiques à la titrisation. À travers ces scénarios, plus modérés que ceux précédemment cités, nous essayons d'anticiper le comportement des notes des différentes tranches dans un environnement détérioré.

« Nos méthodologies s'appuient sur des scénarios très dégradés du type crise de 1929. »

Propos recueillis par S. L.

■ Certains reprochent un manque d'impartialité aux agences de notation. Que leur répondez-vous ?

La question du risque de conflits d'intérêt a été en effet posée. Nous avons pris des initiatives afin d'assurer la crédibilité de nos opinions, par exemple en renforçant notre gouvernance interne. La séparation entre les fonctions commerciales et les fonctions analytiques existait déjà, et nos analyses ne structurent pas les opérations à la place des arrangeurs comme cela est souvent évoqué. Mais pour renforcer ce message, nous l'avons formalisé de manière encore plus claire dans nos règles internes. Nous avons par ailleurs créé des fonctions en charge des méthodologies et de la qualité. Enfin, la réglementation européenne instaure également d'autres règles comme la rotation des analystes.

■ Finalement, les agences n'ont-elles pas trop de poids dans le système ? L'utilisation des notations dans le traitement prudentiel de Bâle II n'est-elle pas excessive ?

L'utilisation des notations dans les réglementations prudentielles a pu conduire à nous placer dans le rôle d'un régulateur privé. Pour autant, il faut être très clair : nos notations reflètent une opinion accessible au plus grand nombre sur la qualité de crédit d'un titre. Aux différents intervenants et utilisateurs de nos notes d'en définir l'usage, d'en apprécier la qualité ou de les étayer, voire de les remplacer par d'autres appréciations. Il est important que les investisseurs et régulateurs ne se reposent pas sur un indicateur unique.

■ Pouvez-vous garantir la qualité des informations que vous recevez des émetteurs pour une notation ?

Nous ne sommes pas des auditeurs. Les banques fournissent des informations sur leurs actifs titrisés. Elles sont également auditées et réglementées. Sur les subprime américains, la qualité de l'information a certes été dégradée, de manière volontaire ou non. Sans endosser un rôle de contrôle, nous attachons une grande importance à la capacité des émetteurs à nous communiquer des informations fiables.

■ D'importants écarts de notation ont été constatés entre les notes données pour un même produit par différentes agences. Comment expliquez-vous cela ?

Entre les différentes agences, la note ne veut pas dire exactement la même chose : Standard & Poor's apprécie essentiellement le risque de défaut, à savoir le non-paiement à bonne date des échéances dues. D'autres agences mesurent plutôt les pertes attendues. Les investisseurs bénéficient en général de plusieurs opinions combinées, disposant ainsi de plus d'éléments d'appréciation et de gestion de leurs risques. ■