

Investir

EN BREF

L'État belge émet une obligation à sept ans

L'Agence de la dette a lancé vendredi une nouvelle ligne d'obligation arrivant à échéance le 28 septembre 2019. Cette obligation

TAUX D'INTÉRÊT DE L'OLO ÉCHÉANT EN MARS 2013

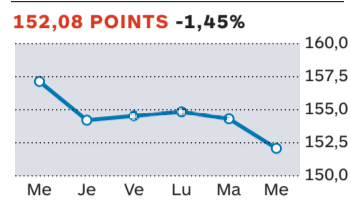
EN %



linéaire à sept ans, baptisée «Olo 67» est placée par l'intermédiaire d'un syndicat de banques. Cette opération doit permettre à l'État belge de lever de l'argent dans le cadre du programme de refinancement de la dette de cette année. Parallèlement, l'Agence de la dette a annoncé qu'elle lancerait à partir de ce jeudi une opération de rachat de ses obligations arrivant à échéance le 28 mars 2013 («Olo 50»). L'encours de cette obligation gouvernementale s'élève actuellement à 12,718 milliards d'euros. Ce rachat est une façon de préfinancer le programme de l'année prochaine, étant donné le bon avancement de celui de 2012.

Le crédit se contracte, les bancaires souffrent

DJ STOXX 600 BANQUES



Les crédits privés en zone euro ont décéléré en février: +0,7% sur un an contre +1,1% en janvier. Du coup, les bancaires ont souffert.

BNB: dividende réduit, une première en 51 ans

La Banque nationale (BNB) a annoncé un dividende brut de 141,76 euros par action (106,32 euros net), en baisse pour la première fois depuis 51 ans (-15%). Une conséquence de la baisse du dividende que la BNB a elle-même reçu de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Le résultat net de la banque ressort toutefois à 899 millions d'euros en 2011 contre 832 millions en 2010. La part de l'État dans ces bénéfices ressort à 618 millions d'euros contre 558 millions l'an dernier.

«L'économie est en train de reprendre des forces mais nous faisons toujours face à des défis considérables.»

TIMOTHY GEITHNER
SECRÉTAIRE AU
TRÉSOR DES
ÉTATS-UNIS



2,89 milliards \$

Le montant des CDS

C'est la somme versée au titre de l'assurance contre le défaut de paiement de la Grèce (CDS) souscrite par des investisseurs, a annoncé le géant des opérations «post-marché», la Depository, Trust and Clearing Corporation.

Agences de notation: la solution se trouverait dans les banques

Divers experts s'accordent sur le caractère imparfait des notes de ces agences et la nécessité de réduire leur influence. Mais les solutions sont difficiles à implémenter.



L'Europe, contrairement aux USA, n'a pas imposé la transparence de la méthodologie des agences. © REUTERS/CHRIS HELGREN

EXPRESS

Moody's, Standard & Poor's et Fitch ont vu leur réglementation renforcée par deux fois depuis la crise financière. Mais des questions subsistent quant à leur méthodologie, qui n'a pas de pouvoir prédictif selon les experts. En outre, leur oligopole pose le problème d'une offre alternative. Réduire la dépendance aux notations de ces agences sera donc difficile. Mais les experts soulignent que celles-ci n'ont pas demandé à être intronisées de la sorte. Le colloque sur les agences de notation organisé à Bruxelles ce lundi s'est achevé sur ces paradoxes.

JENNIFER NILLE

Les agences de notation font décidément bien parler d'elles en ce moment. Ce lundi, un colloque organisé par le Centre Emile Bernheim de la Solvay Business School, le centre Perelman de philosophie du droit de la Faculté de droit de l'ULB et le Finance Club of Brussels a donné lieu à une réflexion collective de divers experts sur ces dernières. Tous se sont accordés sur le caractère imparfait des notations de ces agences, pointé du doigt lors de la crise de 2008, mais aussi depuis le début de la crise de la dette souveraine en Europe. «Leur part de responsabilité s'avère plus grande pendant la première crise. Celle de 2007-2008 s'explique par de multiples causes, mais les notations complaisantes des produits structurés ont joué un rôle et exposé le problème de conflit d'intérêt de ces agences, car elles étaient rémunérées par les banques pour la notation des CDO», a relevé Étienne de Callatay, chef économiste de la banque Degroof lors du séminaire. «Dans le cas de la crise de la dette souveraine, les agences se sont montrées réactives, mais aussi complaisantes avec les États qu'elles notaient. On a observé depuis une discordance entre les notations et leur réception par les marchés financiers» ajoute-t-il.

Trop grande dépendance

Malgré ce caractère imparfait des notations, les acteurs de l'économie se montrent trop dépendants de celles-ci. «Depuis les règles de Bâle II, on a eu l'idée d'introduire les agences de notation dans la réglementation des banques.

Deux versions ont vu le jour, l'une standard, l'autre s'appuyant sur les modèles internes des banques pour gérer leurs risques. Les banques incapables pour une raison de taille de développer un modèle de risque interne compétent ont externalisé celui-ci en se fiant à la qualité des emprunteurs pour déterminer leurs besoins en fonds propres» note Mathias Dewatripont, directeur de la Banque Nationale de Belgique. «Mais avec Bâle III, le nouveau modèle des banques leur demande de prendre la notation des agences avec des pincettes» ajoute-t-il.

Outre le contrôle prudentiel des banques, les agences de notation interviennent aussi dans la création monétaire. «Les agences de notation servent au réexamen de la dette des États» indique Bruno Colmant, consultant chez Roland Berger, et membre de l'Académie Royale de Belgique. «La qualité de la monnaie émise est contingente aux ratings des États. Si l'on touche à ces notations, on risque de gripper le multiplicateur monétaire» ajoute-t-il. Réduire la dépendance à ces agences n'est donc pas aisé.

La voie de la régulation

La réaction des États après la crise de 2008 fut d'adopter toute une série de règles contraignantes pour les agences de notation. «Celles-ci visaient quatre objectifs, à savoir réduire leur emprise, en imposant une notation tous les trois ans des agences, affaiblir leur réputation en augmentant leur transparence, les contrôler avec la supervision d'un organe spécifique (ESMA, Office of Credit Rating Agencies) et augmenter leur responsabilité» note Gregory Lewkowicz, professeur de droit à l'ULB et membre du centre Perelman. «Mais aux États-Unis, la loi Dodd-Frank a imposé la transparence de la méthodologie des agences de notation. En Europe, ce n'est pas le cas»

300 millions €

Le montant que Michel Barnier, le commissaire européen au Marché Intérieur, a estimé pour lancer une quatrième agence de notation en Europe. Qui ne verra pas le jour.

ajoute-t-il. Xavier Dieux, professeur de droit à l'ULB et membre de l'Académie Royale de Belgique, souligne lui une tendance à l'hyper-régulation des agences de notation. «On retrouve deux exemples. L'un avec la proposition européenne de novembre 2011, instaurant la responsabilité civile des agences en cas de faute grave, qui pose un problème d'interprétation. L'autre avec les annexes à la réglementation de 2009, listant 73 infractions possibles et sanctionnables par l'ESMA (l'autorité européenne des marchés financiers), elles aussi posant un problème d'interprétation» constate-t-il. «Mais on remarque que l'activité des agences de notation n'a pas été remise en cause» ajoute-t-il.

Méthodologie et oligopole

Mais la régulation des agences omet de s'attaquer au problème de la méthodologie de celles-ci. «Leur méthodologie se fonde sur des données observées. Moody's s'appuie sur la volatilité extraite des marchés d'actions appliquée à un bilan. Standard & Poor's se base sur la probabilité de recouvrement en cas de défaut» relève Bruno Colmant. Il assure aussi que les agences ne disposent pas d'informations privilégiées, ce qu'ont objecté plusieurs personnes dans le public lors du séminaire. «Mais ces modèles n'ont pas de pouvoir prédictif. Le rating est endogène au marché» ajoute-t-il, en précisant qu'il sera difficile d'en changer. Kim Oosterlinck, professeur de finance à la Solvay Business School, souligne, lui, la similitude des agences dans leur notation des émetteurs. «Au début du siècle, celles-ci cherchaient à se différencier les unes des autres en mentionnant par exemple le nom d'un professeur d'université associé dans leur prospectus. Aujourd'hui, ce genre de distinction n'apparaît plus» indique-t-il.

Un autre point que ne règle pas la régula-

À SAVOIR

DES SERVICES JUTEUX MAIS APPROXIMATIFS

Des gaffes, les agences de notation en ont commises depuis leur création. De quoi sérieusement douter de leur expertise d'ailleurs. Ainsi, aucune grande crise financière n'a été prédite: ni la grande crise de 1929, ni la crise asiatique de 1997, pas plus que la crise des «subprime» en 2008. En 1975, après s'être tenues à l'écart des dettes souveraines durant près de 40 ans, elles reviennent sur ce juteux marché à la demande du gouvernement australien, en quête d'emprunts à moindre coût. S'en suivent de nombreuses approximations, dont les dernières en date sont une erreur de 2.000 milliards de dollars sur l'estimation de la dette américaine en 2011 ou encore l'envoi, par erreur, d'un télex annonçant la dégradation de la France dès novembre 2011...

Côté entreprises: ce n'est pas plus brillant. Quatre jours avant la cessation de paiement d'Enron en 2001, la dette du groupe texan trônait encore dans la catégorie «investissement» (sûr). Et un mois avant le défaut qui le conduira à la faillite en 2003, l'italien Parmalat bénéficiait encore d'une note «BBB». Plus de 135.000 épargnants en feront les frais. Le monde de la finance continue pourtant à se fier aux analyses de ces agences assises sur un marché de rêve: les 30.000 milliards de dollars de dettes qu'elles évaluent leur permettent de demander entre 50.000 et 150.000 euros à chaque émetteur. De sorte que sur un chiffre d'affaires de 2,3 milliards de dollars l'an passé, Moody's a réalisé une marge de 39%... Et le nombre de produits à noter ne fait que grimper... De 2000 à 2007, son résultat a progressé de 300%.

tion est l'oligopole des trois principales agences de notation. «Et même de deux, car Fitch dispose d'une part de marché de 15% contre 40 et 40% pour Moody's et Standard & Poor's» conteste Kim Oosterlinck. «Cet oligopole se transforme rapidement en cartel. Les utilisateurs des agences de notation utilisent la réputation de celles-ci pour leur propre bénéfice. Cela rend difficile l'émergence d'un nouvel acteur» indique Bruno Colmant, dont le cabinet de consultance avait été chargé d'étudier la création d'une agence de rating européenne. Mais la Commission européenne a enterré ce projet, jugé trop coûteux et potentiellement faible. Le Parlement européen a cependant réintroduit le texte sur la quatrième agence. «Toutefois, après le feu rouge de la Commission, il est peu probable que le conseil des ministres des finances européens suive l'avis du Parlement» affirme Gregory Lewkowicz.

La clé se trouve dans une moindre dépendance aux notations des agences. C'est ce que recommande Étienne de Callatay. Bruno Colmant estime, lui, que les modèles internes des banques doivent concurrencer les ratings de ces agences. Mais Mathias Dewatripont souligne que «plein d'entreprises ne disposent pas de la taille suffisante pour le faire. Difficile, donc, de se passer de ces agences.