



Panorama de la notation financière

Séminaire de l'AEFR

**« Agences de notation : un cadre réglementaire
élargi à l'ESG » – Paris, 29 novembre 2023**

Norbert Gaillard, Ph.D.

Independent Consultant

<http://www.norbertgaillard.com>

I. Le rôle-clé des agences de notation

Les notes: un statut spécifique

- Opinion sur la volonté et la capacité d'un émetteur à rembourser sa dette
- Quasi-immunité des agences

Des acteurs indispensables en raison de la croissance des marchés obligataires

- Boom de l'encours obligataire international:
 - ✓ 1983Q2: \$331 mds
 - ✓ 2003Q2: \$8 500 mds
 - ✓ 2023Q2: \$28 200 mds
- Moody's: plus de 40 systèmes de notation et près de 200 méthodologies
- Auxiliaire pour les émetteurs de dette
- Guide pour les fonds d'investissement et même au-delà

L'usage extensif des notations

- Intégration des notes dans les règles prudentielles de certains fonds d'investissement dès les années 1920
- Intégration des notes dans les réglementations financières américaines dès 1931 puis européennes dans les années 1980
- Une désintoxication à l'égard de la notation depuis le début des années 2010 mais une dépendance qui perdure

II. Le marché de la notation financière (en %, données SEC 2023)

	Institutions financières	Compagnies d'assurances	Entreprises	ABS	Emetteurs publics	TOTAL
AM Best	NA	34,8	0,8	0,0	NA	0,4
DBRS	7,0	1,1	2,6	15,3	1,3	2,8
Egan-Jones	4,0	2,3	6,4	NA	NA	0,7
KBRA	1,2	0,9	0,4	11,0	0,6	1,4
HR	0,6	NA	0,4	NA	0,0	0,1
JCR	0,7	0,5	2,5	NA	0,0	0,2
Fitch	23,7	15,0	16,3	20,8	10,4	12,4
Moody's	24,6	12,5	26,1	30,4	32,9	31,6
S&P Global	38,3	33,0	44,6	22,5	54,8	50,4
Top 3	86,6	60,5	87,0	73,7	98,1	94,4

III. Le poids de Moody's et S&P Global (rapports annuels pour l'activité 2022)

	Chiffre d'affaires (en mds de dollars)	Marge opérationnelle (en %)	Chiffre d'affaires réalisé aux Etats-Unis (en %)
Moody's	5,5	34,4	60
S&P Global	11,2	44,0	53

IV. La supervision des agences

Les Etats-Unis

- Naissance du label *NRSRO* (*nationally recognized statistical rating organization*) en 1975
→ consolidation du duopole Moody's-S&P
- *Credit Reform Agency Reform Act* de 2006 censé favoriser transparence et concurrence
- Loi Dodd-Frank de 2010:
 - ✓ Création de l'*Office of Credit Ratings*
 - ✓ Nouvelles règles en matière de transparence, de contrôle interne pour prévenir les conflits d'intérêts, s'assurer de la qualité des méthodologies, etc.
 - ✓ Remplacement des notations dans les réglementations financières

L'Union européenne

- Règlement (CE) n°1060/2009 de 2009 imposant l'enregistrement des agences
- Mise en place de l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) en 2011
- Règlement (UE) n°462/2013 de 2013:
 - ✓ Régime de responsabilité civile des agences
 - ✓ Contrôle des conflits d'intérêts
 - ✓ Retrait des références aux notations dans les réglementations financières
 - ✓ Révision des notations souveraines tous les six mois

V. La responsabilité des agences dans les crises financières

Les constats

- Historiquement, les agences notent « à travers le cycle économique » et dégradent lorsque la solvabilité de l'émetteur s'est détériorée significativement et structurellement
- Les agences dégradent les émetteurs avec retard, en comparaison avec les indicateurs de marché (rendements obligataires, CDS, etc.)
- Par conséquent, elles ne déclenchent pas les crises financières mais tendent plutôt à les aggraver
 - ✓ Dégradations massives et tardives
 - ✓ Surmédiation des agences

Les origines du problème

- Risque de surnotation
- Eventuels conflits d'intérêts
- Dépendance excessive des régulateurs et investisseurs à l'égard de la notation

VI. La crise de la zone euro de 2009-2013

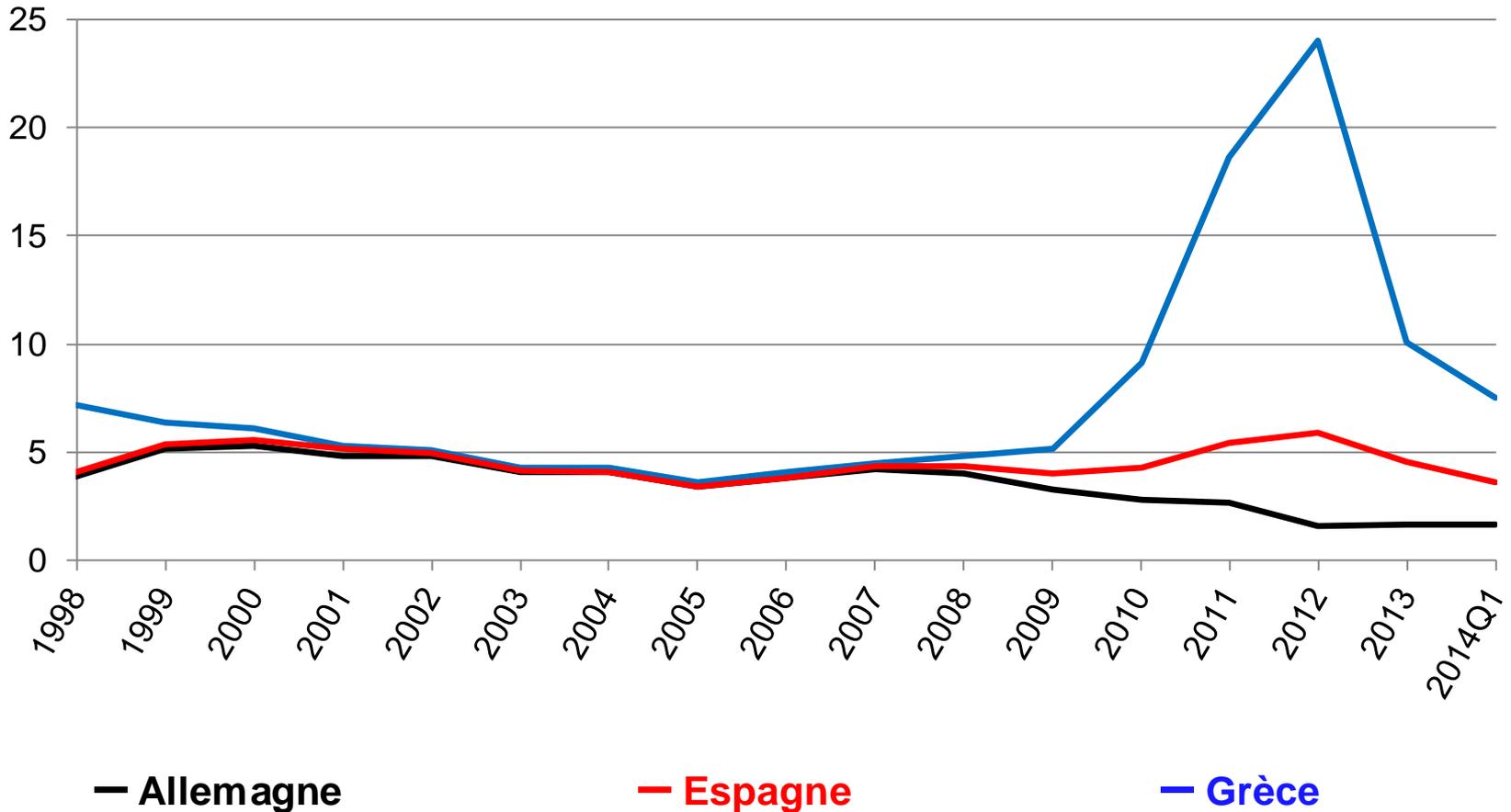
Distribution des changements de notes souveraines de Fitch, Moody's et S&P – Zone euro, 2009-2013

	Nombre de changements de notes						Ampleur des changements de notes (en crans)					
	Fitch		Moody's		S&P		Fitch		Moody's		S&P	
	UP	DN	UP	DN	UP	DN	UP	DN	UP	DN	UP	DN
2009	0	4	0	2	0	6	0	5	0	2	0	6
2010	0	6	0	6	0	6	0	9	0	14	0	10
2011	1	11	0	18	1	15	1	23	0	36	2	21
2012	1	12	0	14	2	17	6	21	0	23	8	28
2013	1	6	1	2	2	7	2	7	2	5	5	9

Sources: calculs de l'auteur.

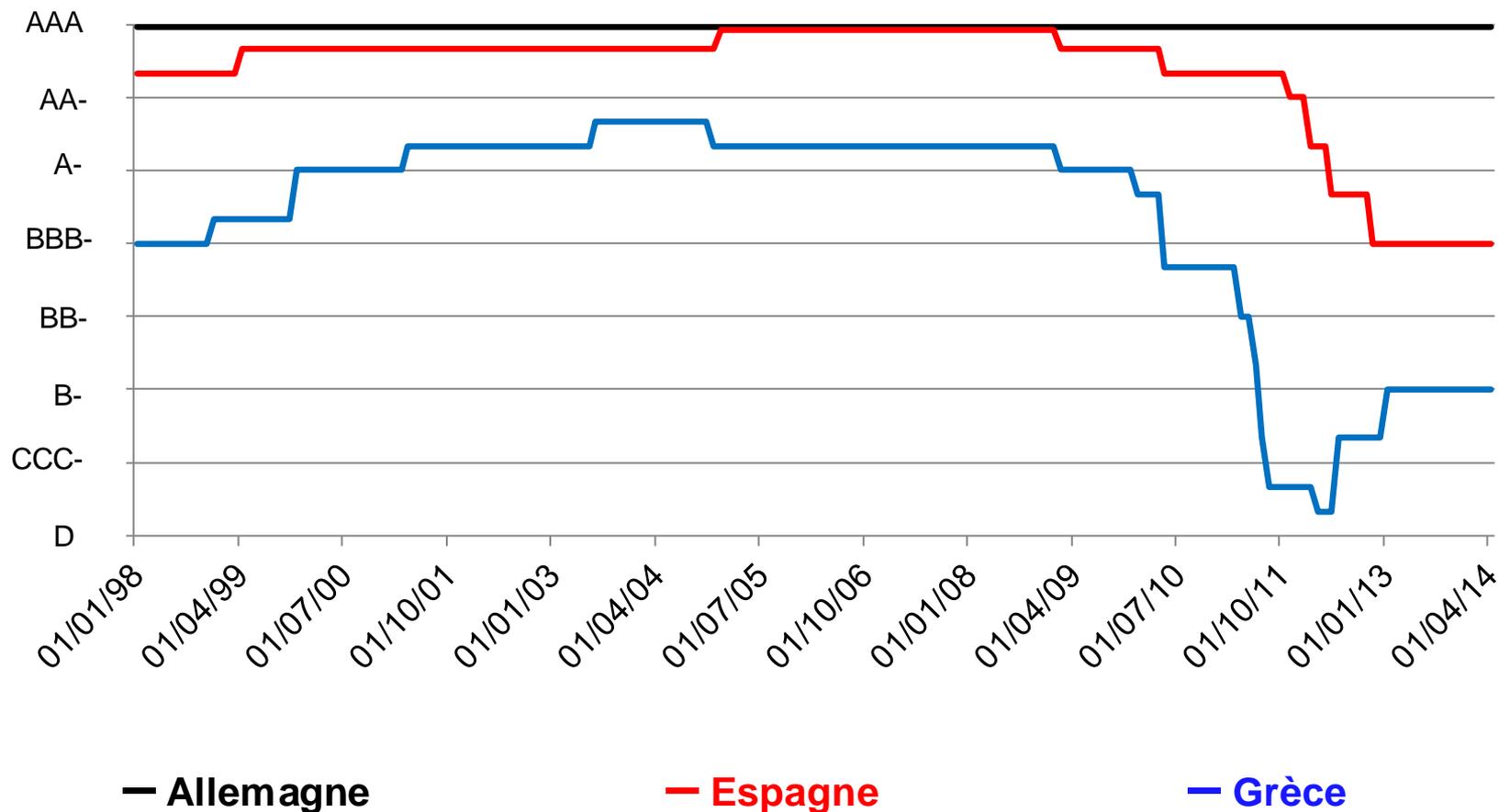
VII a. Notations et rendements obligataires

Rendements obligataires souverains à 10 ans pour l'Allemagne, l'Espagne et la Grèce (en %) – 1998-2014Q1



VII b. Notations et rendements obligataires

Notes attribuées par S&P à l'Allemagne, l'Espagne et la Grèce – 1998-2014Q1



VIII. Intégration de l'ESG dans la méthodologie de notation souveraine de Moody's

Facteur	Sous-facteur	Risque environnemental	Risque social	Risque de gouvernance
Position économique	Croissance	X	X	X
	Taille de l'économie			
	Revenu national		X	
Position institutionnelle & gouvernance	Qualité des institutions		X	X
	Efficacité politique		X	X
Position budgétaire	Poids de la dette	X	X	
	Soutenabilité de la dette		X	X
Vulnérabilité face à un risque	Risque politique	X	X	X
	Risque de liquidité			X
	Risque lié au secteur bancaire			X
	Risque exogène	X		

IX a. Evolution annuelle des notes *corporate* lors des dernières crises

Notes de Moody's	2008				2020			
	UP	Note inchangée	DN d'un cran	DN > 1 cran	UP	Note inchangée	DN d'un cran	DN > 1 cran
Aaa	NA	84,1	2,2	13,7	NA	83,6	12,7	3,7
Aa1	0,0	79,0	10,5	10,5	0,0	82,9	2,4	14,7
Aa2	0,4	70,7	14,1	14,8	0,0	93,0	4,0	3,0
Aa3	0,0	60,2	21,5	18,3	0,0	86,6	11,8	1,6
A1	0,0	71,2	15,2	13,6	4,1	87,5	5,3	3,1
A2	0,0	77,4	10,8	11,8	2,3	84,6	7,2	5,9
A3	0,0	79,5	7,9	12,6	1,7	87,8	5,7	4,8
Baa1	0,0	76,5	8,1	15,4	0,9	87,3	6,4	5,4
Baa2	0,0	82,2	5,4	12,4	5,1	85,4	5,1	4,4
Baa3	0,0	72,8	4,7	22,5	4,3	77,3	5,6	12,8
Ba1	0,0	69,4	5,8	24,8	5,6	68,2	12,4	13,8
Ba2	0,0	67,2	9,8	23,0	5,3	72,0	8,6	14,1
Ba3	0,0	57,7	10,3	32,0	8,6	69,4	10,7	11,3
B1	0,0	64,5	9,7	25,8	4,2	60,5	10,9	24,4
B2	0,0	57,4	11,4	31,2	3,2	64,1	11,0	21,7
B3	0,0	59,8	13,3	26,9	8,9	58,7	11,8	20,6

IX b. Comment expliquer l'absorption du choc économique et financier causé par la pandémie?

- Meilleure capacité des agences à discriminer les émetteurs et notations plus judicieuses
 - ✓ 1% du volume de dette tombé en défaut en 2020 était en *investment grade* au 1^{er} janvier vs 70% en 2008
 - ✓ Note maximale d'émetteurs tombés en défaut en 2008: Aa3 vs Baa3 en 2020
 - ✓ Paradoxal car la pandémie est un choc exogène
- Action proactive des gouvernements et des banques centrales
 - ✓ « Quoi qu'il en coûte » budgétaire et fiscal
 - ✓ Politiques monétaires accommodantes
 - Rôle de prêteur en dernier ressort et de garant joué par les autorités publiques
- Danger principal pour les agences: confiance excessive dans les soutiens et renflouements permanents à l'ère de l'aléa moral