



SARASIN
EXPERTISE

FIL CONDUCTEUR

Janvier 2008

Achévé de rédiger le 11 Janvier

Prévision de défaut ou défaut de prévision ?

Ce jeu de mot un peu facile et probablement pas inédit nous paraît le plus approprié pour stigmatiser la défaillance du modèle de notation qui structure l'univers de la dette privée depuis que les marchés financiers ont remplacé l'intermédiation des banques dans la relation entre détenteurs d'épargne et demandeurs de capitaux.

Le drame est bien qu'après avoir failli dans la prévision de défaut des banques coréennes en 1997, puis dans celle des fleurons du Nasdaq (Enron, Worldcom et autres *dot.coms*), les agences de notation ont à nouveau prouvé leur inefficience par leur incapacité à alerter les marchés sur la fragilité de l'édifice de titrisation des crédits hypothécaires. Une fois de plus, la dégradation massive des notes a suivi et non précédé, comme cela devrait être le cas aux termes de leur fonction première, le constat de l'augmentation des risques de défauts et l'avènement de la crise sur les marchés.

On pourra toujours rétorquer que l'émission de signaux d'alerte aurait de toute façon déclenché la panique et la crise de liquidité qui s'en est suivie. Cette dimension de prophétie auto-réalisatrice, qui conduit les agences à d'abord s'autocensurer puis à se surprotéger en dégradant sans discernement¹, est l'une des principales composantes de la critique du système de notation actuellement en vigueur. On peut y ajouter son caractère oligopolistique (voire de duopole coopératif ou partenarial) et les limites d'un modèle économique où c'est l'évalué qui paie l'évaluateur.

Outre ses implications considérables sur notre vision du panorama macro-financier, sur lesquelles nous reviendrons en conclusion, l'analyse critique du système de notation des dettes revêt pour nous une importance toute

¹ Le 23 juillet dernier, Moody's Investors Service déclarait que « les SIVs étaient une oasis de calme dans le maelstrom des *subprimes* ». Depuis l'agence a dégradé 97% des tranches de *rating* inférieur ou égal à A.

**Le modèle des
agences de rating...**

particulière, dans la mesure où elle intéresse directement l'avenir de la notation extra-financière qui est au cœur de l'appréciation de la responsabilité sociale d'entreprise et, par conséquent, de l'investissement durable (ISR). Ce point a été largement évoqué dans notre « fil conducteur spécial » consacré au développement de l'ISR (mai 2007). Il fait clairement débat au sein de la communauté financière, à la fois sur un plan théorique (quel serait le « bon » modèle de notation extra-financière ?) et sur le plan des enjeux (l'ambition de certains de participer à la construction d'un oligopole similaire à celui du crédit et, accessoirement, de marginaliser leurs concurrents de l'autre camp, partisans de l'internalisation de cette compétence).

**...est-il
transposable...**

La notation extra-financière de chaque émetteur reste du domaine privé, à la différence du *rating* « crédit » qui, lui, est rendu public via les diffuseurs d'information financière. Elle n'interfère, pour l'heure, avec aucune procédure à caractère légal ou réglementaire (de nature prudentielle) alors que le rating relève clairement d'une connaissance commune (*common knowledge*) fondant l'appréciation conventionnelle du risque des portefeuilles obligataires.

**... à la notation extra-
financière ?**

Comme nous l'avons déjà souligné, l'une des particularités de l'ISR est que la notation extra-financière reste en partie subjective et empreinte de particularismes régionaux ou culturels. Pour cette raison, elle est encore largement atomisée et relève aujourd'hui à peu près à parts égales d'un processus interne et d'une fonction externalisée. Dans le premier modèle, le bureau de recherche extra-financière est partie intégrante de la société de gestion et il travaille en étroite liaison avec les analystes et les gérants de portefeuille. Ses jugements reflètent le système de valeurs de la société de gestion tout en gardant une faculté d'adaptation à ceux de ses différents clients. Ainsi, au sein de la Banque Sarasin, la notation du centre de recherche est-elle adaptée aux sensibilités différentes des investisseurs, suisses, français, allemands ou britanniques. Dans l'autre modèle, la société de gestion achète à un prestataire extérieur sa recherche extra-financière, sous forme de notes qu'elle croise avec son propre travail de sélection. Alors qu'il pouvait sembler à première vue assez naturel que la propagation de la démarche ISR conduise à la prépondérance de ce second modèle, inspiré de la notation du crédit, les faiblesses avérées de celui-ci obligent à un sérieux réexamen de la question.

Revenons brièvement sur ces principales critiques :

- Quatre vingt pour cent de la notation du risque de défaut des dettes privées émanent des deux majors, Standard and Poor's et Moody's, Fitch en assurant environ 15%. A elles trois, ces agences assurent une mission qui relève quasiment de l'ordre public, parce qu'elles gèrent de fait la confiance globale des investisseurs dans le système.

- La concentration de ce rôle de leader d'opinion en un si petit nombre de mains leur confère une responsabilité écrasante et paralysante.

Les agences de rating :

- Inversement, des bureaux de recherche privés qui ont averti longtemps à l'avance des risques présentés par Enron ou par les *subprimes* et, réciproquement, ont largement anticipé des *upgrades*, se voient refuser le statut officiel d'agence de notation par la SEC².

**un oligopole
hyper-rentable....**

- Compte tenu de l'explosion de la dette privée à travers le monde et de sa démultiplication via les structurations, cette activité de notation hyper concentrée est devenue un business des plus lucratifs. Moody's affiche la plus belle marge bénéficiaire du S&P 500 (55% avant impôt), devant Microsoft !

Le « passeport pour le marché obligataire »³ donné aux émetteurs est devenu une invraisemblable rente de situation pour ceux qui le délivrent. En filigrane de cette rentabilité exceptionnelle se pose inévitablement la question de la qualité de la prestation. Outre le sujet maintes fois évoqué du conflit d'intérêt et donc le doute quant à la volonté réelle de faire émerger les vraies interrogations sur la solidité de la créance, la vraie question est celle de la capacité d'investigation de l'agence, en termes d'accès à l'information (cas de la Corée en 1996-97) et de compétence vis à vis de l'innovation permanente produite par l'ingénierie financière.

...mais inefficace.

Qui, dans nos métiers, n'a pas frémi au moins une fois en se faisant auditer par des généralistes peu expérimentés à qui il fallait d'abord expliquer le produit avant qu'ils ne puissent émettre un jugement (?) sur sa gestion des risques ? Dans le cas récent des produits structurés, il est plus que douteux que les agences aient recruté assez de « forts en thèmes » capables de critiquer les résultats fournis par les banques, leurs ingénieurs surdiplômés et leurs super-modèles. On est clairement ici au-delà des limites tolérables de l'exercice, dans la mesure où le *rating* ainsi délivré permet à l'investisseur de croire de bonne foi qu'il a respecté, par notateur interposé, la règle d'or selon laquelle on ne doit acheter que ce que l'on sait évaluer, alors qu'il n'en est rien.

Le verdict est donc sans appel. C'est tout le système de notation qui doit être revu, de façon à y rétablir une juste concurrence et, comme cela est exigé des autres acteurs de la sphère financière, réduire au maximum le risque de conflit d'intérêt. A cet effet, le système de rémunération de l'évaluateur devrait être en partie inversé, de sorte que le coût de la notation ne soit pas supporté exclusivement par l'émetteur. Enfin, il nous semble que les Banques centrales et les autorités de marché, plutôt que de chercher des boucs émissaires après chaque crise, devraient se demander quel rôle elles pourraient jouer pour évaluer les évaluateurs. Elles ne peuvent plus en effet se contenter de leur position ambiguë dans laquelle elles entendent d'un côté exercer un contrôle de plus en plus contraignant sur les acteurs financiers (Banques, Assurances, SGP) et, de l'autre, continuer de s'exonérer de toute responsabilité dans l'évaluation publique de la solvabilité des émetteurs privés.

² Outre les trois précitées, la SEC ne délivre ce statut qu'à 4 autres agences : un canadien, *DBRS Ltd*, un spécialiste de l'assurance, *AM Best Company* et deux japonais, *Japan Credit Rating Agency* et *Rating and Investment Information* alors que, selon *Barron's*, on dénombre en fait plus de cent cinquante bureaux d'analyse dans le monde.

³ Selon une formule célèbre dans les années 1980, le *rating* est pour l'émetteur le passeport lui permettant d'accéder aux marchés financiers des titres de dette.

S'il est effectivement impensable que les Banques centrales endossent elles-mêmes directement une telle responsabilité, on ne voit guère en revanche ce qui s'opposerait à ce qu'elles encadrent de manière beaucoup plus contraignante et visible l'activité des agences.

La notation ISR doit rester privée.... mais transparente.

Ces remarques débouchent inévitablement sur le constat de l'ineptie d'une translation pure et simple de ce modèle vacillant à l'ISR. L'inclusion de critères extra-financiers dans la sélection des portefeuilles reste et ne peut que rester une affaire privée, concrétisant un accord entre investisseur et gestionnaire sur des valeurs fondamentales partagées dont le caractère universel est attesté par les chartes supranationales (Global Compact, PRI etc), mais dont les pondérations varient en fonction des environnements socio-culturels. Alors qu'elle ne pose aucun problème s'agissant de fonds dédiés, une telle approche est certes un peu plus délicate lorsqu'on s'intéresse aux produits ouverts, en particulier ceux qui sont distribués dans les réseaux. Mais rien n'interdirait que l'on aille vers la publication, en sus des prospectus des fonds, de chartes ISR et que l'application de celles-ci fasse l'objet de contrôles identiques à ceux qui sont menés pour vérifier la conformité des fonds à la réglementation financière et aux déclarations d'intention.

Puisque nous sommes en début d'année, saison propice à la formulation de pronostics à horizon élargi, nous ne pouvons conclure ces réflexions sur la notation sans revenir aux perspectives globales des marchés.

Le cycle de surendettement est-il arrivé à maturité ?

La transition est moins artificielle qu'il n'y paraît. Empruntant le terme à nos confrères de *Bank Credit Analyst (BCA)*, bureau indépendant de Montréal, nous pensons en effet que la question fondamentale, voire unique, de toute la prospective macrofinancière actuelle est de savoir si le « *Debt Supercycle* » est susceptible de connaître une nouvelle (dernière ?) phase d'expansion ou si, au contraire, la crise du subprime en marque de façon irrémédiable le retournement. Le « *Debt Supercycle* » se définit comme le déclin tendanciel de la qualité des bilans et l'augmentation générale du taux d'endettement. Alors que dans les cycles du passé, des crises de nature dépressive conduisaient à un rééquilibrage brutal des bilans (les grandes crises de l'ère industrielle, jusqu'à la deuxième guerre mondiale), le lissage de la croissance est aujourd'hui recherché - et globalement obtenu - au prix du renvoi à plus tard de l'assainissement nécessaire, conduisant de fait à l'aggravation continue des déséquilibres.

Dans cette optique, les politiques de bien-être (*Welfare State*) d'inspiration keynésienne de l'immédiat après-guerre ont été relayées, à partir de l'ère Reagan-Thatcher, par un emploi immodéré de la liquidité pour repousser toujours plus avant les ajustements indispensables. La Banque du Japon, la Fed et aujourd'hui la Chine, ont été et sont encore les artisans de ce mécanisme. Pourquoi ne pourrait-on pas « en remettre une couche » et relancer encore une fois la machine

grâce à la pompe à liquidité ? C'est l'opinion de BCA, pour qui l'abondance des liquidités va permettre de surmonter les effets récessifs et négatifs pour la bourse de la crise hypothécaire.

La pompe à liquidité ne fonctionne...

Comme nous l'avons écrit le mois dernier, nous avons beaucoup de mal à partager ce point de vue, au motif que l'injection de liquidités n'a d'effets que si elle trouve preneur. Le Japon, champion toute catégorie de la pompe à liquidités, a fait et fait encore la cuisante expérience de l'inefficacité absolue de cette politique, faute de demande. Et faut-il rappeler combien la Fed s'est inquiétée, en 2002-2003, du risque que courait l'économie américaine, au sortir du krach du Nasdaq, de sombrer dans la déflation ?

... que s'il existe une demande de crédit solvable ...

A ce titre, cette crise-ci nous paraît beaucoup plus grave que la précédente, indépendamment du fait qu'elle marque une étape supplémentaire de la marche vers ce qui de toute façon, in fine, reste un mur. L'explosion des *subprime loans* et de toutes les inventions qui s'y rattachent (différés, *interest-only*, taux variables etc.) exprime la tentative -qui s'est soldée par un échec- d'aller développer de l'endettement là où ce n'était pas possible (du point de vue des débiteurs). Symétriquement, l'explosion de la titrisation et des structurations qui s'y rattachent marque la tentative également vaine d'aller, avec la complicité des agences de notation, (re)placer ces prêts fondamentalement insolubles là où cela n'était pas non plus possible (du point de vue des investisseurs).

...mais où peut-on la trouver aujourd'hui ?

Après ce double échec, il n'y a pas dans l'immédiat de solution de rechange, même si les banques centrales ont - remarquablement - évité la crise bancaire systémique et si les fonds souverains renflouent à bon compte (?) les fonds propres perdus par les banques. Du côté de la demande, hormis quelques situations spéciales (Allemagne), il y a fort peu de potentiel de développement d'un endettement solvable, surtout pas dans une Asie du Sud-Est en situation de sur-épargne. Du côté de l'offre, on imagine que les banques vont utiliser avec retenue et beaucoup plus de discernement leurs capacités reconstituées. Quant aux investisseurs assurant le financement direct par les marchés, ils ne s'engageront à nouveau dans des produits complexes (au moins en ce qui concerne les investisseurs institutionnels) que si les agences de notation, comme nous l'avons écrit plus haut, se réforment profondément.

Conclusion

Prévoir l'apocalypse n'a jamais constitué un fonds de commerce. Le problème qui se pose aujourd'hui est de savoir si gestion de capitaux et prévision pessimiste sont compatibles ? Notre réponse est oui, trois fois.

- D'abord parce que la notion d'investissement responsable inclut la capacité de prévoir et de gérer, lorsqu'ils interviennent, les événements qui menacent temporairement, la valeur des capitaux confiés.

- Ensuite parce que précisément, il ne s'agit jamais de fin du monde, mais d'épisodes plus ou moins aigus et plus ou moins étendus, à l'issue desquels la situation s'assainit, offrant des opportunités nouvelles.

- Enfin, parce que nous croyons fondamentalement qu'approche ISR et gestion tactique peuvent être combinées pour produire les meilleurs résultats à long terme.

Nous pensons donc que la situation économique américaine est de nature à se dégrader jusqu'à la récession (au sens nouveau du NBER⁴, c'est à dire non nécessairement manifestée par deux trimestres consécutifs de croissance négative). Dans ce contexte, les croissances des profits ne répondront pas du tout aux attentes consensuelles. Parallèlement, l'environnement global ne permettra pas la décrue des primes de risque nécessaire à l'augmentation des PER, elle-même indispensable au maintien des cours. La correction boursière est donc logiquement appelée à se poursuivre au cours du premier semestre, même si la Fed en vient à baisser rapidement ses taux, ce que nous croyons (-1% d'ici mars ou au pire mai 2008). Les bourses européennes après avoir, comme en 2000, fait de la résistance, finiront par suivre le mouvement.

La seconde partie de l'année dépendra beaucoup des politiques qui seront mises en place, aux Etats-Unis et en Europe, pour contrer le ralentissement/récession, aux plans monétaire et budgétaire. Dans ce registre, la fin du semestre nous paraît l'horizon le plus lointain pour une inflexion de la position de la BCE, même si l'inflation reste un sujet complexe sur lequel nous reviendrons le mois prochain.

L'année 2008 s'annonce comme extrêmement ouverte. Que son départ calamiteux annonce un premier semestre particulièrement difficile est pour nous le pronostic le plus honnête. La suite est beaucoup moins prévisible, dans la mesure où les interactions vont s'intensifier à mesure que la volatilité augmentera.

Jacques NINET

Membre du Directoire, Directeur des Gestions

⁴ *National Bureau of Economic Research*

NOUVELLE ALLOCATION GLOBALE

Comité de Gestion du 31 décembre 2007

NB Les indications +, =, - sont des recommandations générales de sur ou sous pondération par rapport à un benchmark donné, adaptables à chaque allocation spécifique. Les modifications apportées ce mois-ci sont signalées en **rouge**.

Sur ou sous pondération		Zone géographique			
		Europe	USA	Japon	Asie hors Japon
Taux courts		4,68 % +	4,85 % -		
Fonds d'Etat MLT	10 ans	4,43% +	4,04 % +	1,51%	
Corporate Invest G	spread	129 -	212 -		
Obligations indexées	tx réel	2,02% +	1,57% +		
Blue chips	Eurostoxx50, S&P Nikkei, DJ S.Asia	4 399,72 -	1 472,32 -	15 307,78 -	
Mid & Small caps	Second marché SCXE	221,54 -	859,86 -		
Pays émergents	Dow Jones Asie Pacifique Hors Jap				180,46 -
Oblig Convertibles	ECI Europe	5 353,89 =			

	Crude oil	Or	CRB Index	Argent
Commodities	96,00	836,50 +	359,37	14,83
	Euro/\$	\$/Yen	GBP/\$	
Expo devises (Long Dollar)	1,4658 -	111,6685	1,9990	