

AGENCES DE NOTATION

Gendarmes des marchés, gendarmes des Etats

ET SI LEURS AVIS ÉTAIENT TOUT SIMPLEMENT ORIENTÉS !



Gendarmes des marchés, gendarmes des Etats, les agences de notation semblent aujourd'hui faire le beau temps et, surtout, la pluie sur les marchés financiers aux quatre coins du monde. Triple A, note en baisse, mise à l'écart... les décisions qu'elles prennent ressemblent en tout cas fort aux bulletins que nous recevions jadis à l'école, bons points et récompenses à la clé.

Qu'on soit clair, les notes attribuées, c'est donc un classement supposé crédibiliser de manière objective la solvabilité de ceux qui sont jugés. Donc, dans le cas qui nous préoccupe, ni plus ni moins que les Etats. Exercice périlleux, mazette ! Ce qui est cependant (un peu) gênant dans ce type d'analyse, c'est de bien comprendre la légitimité de ceux qui arrêtent les jugements en question. Il n'est d'ailleurs pas rare que des critiques fusent quant aux positions prises en l'espèce, tant celles-ci paraissent régulièrement contestables, notamment pour l'Europe, pour certains pays en particulier, voire pour certaines politiques ou régimes... mêmes philosophiques ajoutent des analystes bien informés. D'aucuns s'émeuvent en outre de l'omnipotence des avis posés, surtout - comme le font remarquer des journalistes d'investigation bien documentés - que les notes touchant les Etats européens interviennent de plus en plus souvent de manière très inopportune pour les nations ainsi « déclassées », voire carrément au moment même où les finances américaines sont au plus bas ou lorsque les besoins de l'Oncle Sam se font sentir avec plus d'acuité. Coïncidence ?

Un peu d'histoire...

Même si les agences de notation n'ont pas toujours eu le poids, ni même le spectre, qu'elles ont aujourd'hui, précisons, pour tous ceux qui l'ignoraient,

que leur création ne date pas d'hier. La notation, en fait, apparaît - de l'autre côté de l'Atlantique, bien sûr ! - aux prémices de la révolution industrielle, alors même que les marchés financiers en sont à leurs premiers balbutiements, courant 19^e. En 1841, à New-York, *The Mercantile Agency*, première société d'analyse financière de crédit est ainsi portée sur les fonts baptismaux, histoire alors de rassurer sinon de convaincre l'opinion publique quant à la confiance à accorder dans les entreprises qui lancent leurs premières émissions de soutien. Quelques années plus tard, l'extraordinaire développement des chemins de fer américains est à la base de nouvelles opportunités dans ce métier neuf d'analyse des entreprises et des marchés puisque les investissements massifs à consentir nécessitent de convaincre les investisseurs privés sur le sérieux de leurs placements. Il faut dire que les importants investissements des compagnies ferroviaires imposent un appel massif au marché obligataire auprès du grand public et des investisseurs institutionnels. John Moody crée dans cette mouvance la *Moody's Investors Services Incorporation*, en 1909, en se focalisant sur l'activité des compagnies ferroviaires en plein essor. D'autres sociétés du genre suivront, notamment *The Poor's Publishing Company* (1916), *The Standard Statistic Company* (1922), *The Fitch Publishing Company*, spécialisée dans la notation

du secteur bancaire et communal (1924), *Duff & Phelps Corporation*, spécialisée dans la notation du secteur des compagnies d'électricité (1932). Cependant, les événements économiques de l'entre-deux guerres ne sont pas sans effet sur les sociétés en charge de l'analyse des bourses et de la solidité financière des entreprises. D'abord, aucune des sociétés de notation n'a à l'époque prédit, ou eu le poids d'alermer marchés et opinion publique quant aux risques d'un éventuel krach boursier. Vous vous rappelez pourtant les ravages causés par le tristement fameux jeudi noir d'octobre '29. Il n'empêche, la crise retentissante de 1929 et les multiples banqueroutes qui en découlent ont eu pour effets induits de cadencer de plus en plus le métier. Comme il fallait s'en douter, la notation sera donc par la suite de plus en plus régulée, notamment par la Securities and Exchange Commission (SEC), qui va petit à petit édicter un ensemble de lois financières contraignantes pour viabiliser le système et le rendre de moins en moins fragile et volatile, donc plus sûr. Quarante ans plus tard, le décor a fortement changé. Dans les années 1970, le monde bouge et s'internationalise. Définitivement ! La mondialisation qui prend corps incite les deux principales agences américaines, « la fameuse » *Standard and Poor's* que nous connaissons et la non moins fameuse *Moody's*, à développer des services sur le

marché international. Parallèlement, se créent une série d'agences nationales qui se spécialisent elles sur l'échelon local. L'émergence d'une économie chinoise forte se traduit, en '94, par la création d'une agence chinoise, *Dagong Global Credit*, qui exerce une influence de plus en plus forte sur les marchés asiatiques, bien qu'elle reste encore pour l'heure en-deçà de la notoriété et de l'influence des trois principales agences américaines, qualifiées avec un brin de cynisme «the Big Three». En 2012, on estime qu'il y a quelque 150 agences de notation financières indépendantes de par le monde, mais toutes n'ont bien sûr pas, on l'a vu, prétention à travailler sur l'échiquier international. Fin 2011, moins d'une dizaine d'entre elles seulement se partageait les 9/10^e du chiffre de la profession aux quatre coins du monde, c'est tout dire (dont près de 80 % dans l'escarcelle de *Moody's* et *Standard & Poor's*, ndlr).

Légitimité des agences de notation

Jusqu'il n'y a pas si longtemps, la plupart d'entre vous ignorait l'existence même des agences de notation. Certes, leur avis étaient entendus et écoutés, mais le quidam se préoccupait peu des bons, ou moins bons, points donnés aux marchés et aux Etats. Avec les crises et autres fluctuations intempestives à répétition sur les marchés financiers, le travail et le rôle même des agences en question ont paru de plus en plus évidents, au moins a-t-on pris conscience des analyses et de leurs effets. Historiquement, il faut quand même se rappeler que c'est pour éviter les retombées délicates, si pas catastrophiques, de la faillite des sociétés cotées en bourse que le mécanisme avait été mis en place. La régulation s'est donc instituée en intégrant les notations des agences dans la fixation du prix des titres vendus sur le marché, parce qu'objectivement il s'agissait là de données factuelles censées rassurer ou, au contraire, éveiller l'attention des acquéreurs potentiels. Avec le temps encore, les agences ont été invitées à revoir leurs ambitions à la hausse, l'analyse de la solvabilité d'états souverains - rien de moins ! - entrant alors dans leurs prérogatives. De nos jours, les agences habilitées à travailler au sein de l'Union européenne doivent répondre à un cahier de charges précis et se conformer à un règlement qui ne l'est pas moins. Le système intègre donc des acteurs indépendants chargés de porter un jugement sur la crédibilité financière des Etats, mais au-delà de l'indépendance supposée des analystes, le recours aux

notations s'inscrit nécessairement dans le Règlement européen n° 1060/2009, un texte contraignant. Ajoutons ici que l'Autorité européenne des marchés financiers, l'équivalent de la SEC outre-Atlantique, a délivré des habilitations aux agences chargées de la notation de nos Etats. En outre, la loi de régulation bancaire et financière, promulguée en octobre 2010, encadre les communications des agences de notation. Aux critiques de tous ordres et de tous genres, les Etats peuvent donc répondre - arguments à l'appui - que l'ensemble du mécanisme des notations a été mis en place pour éviter, voire prévenir, les dérapages qui ne manqueraient de toucher ni les Etats, ni les entreprises, ni a fortiori les épargnants, bref les acteurs, petits et grands, du grand cirque de la finance.

Les dangers d'un mécanisme reposant sur la relation émetteur-payeur

Il n'en reste pas moins que certains faits interpellent - et pas qu'un peu - relativement à ces matières un brin «touchy». Et des questions se posent aussi... Qui, par exemple, se cachent derrière l'actionnariat des agences ? Quand les rapports doivent-ils être publiés et entérinés ? Comment s'y retrouver dans les notes d'agences dont les résultats ne sont pas nécessairement identiques ? Quid encore de la transparence d'un système qui, comme d'autres, montre ses limites puisque les agences sont parfois juges et parties d'un jeu qui va jusqu'à mettre certains Etats dans des situations inconfortables alors que ce sont eux qui ont chargé les agences de notation en question de l'analyse des données financières les concernant ? Un comble ! Certes, dans le cadre de la réglementation bancaire Bâle 2, des garde-fous garantissent une forme d'objectivité au système, on parle en l'occurrence de l'agrégation external credit assessment institution, mais une fois encore rien ne garantit que le système, aussi bien pensé soit-il, ne puisse être «infecté» d'une façon ou d'une autre, y compris de l'intérieur. Tout récemment, notamment en France, plusieurs éditorialistes, et pas des moindres, se sont ainsi étonnés de voir les notes défavorables frapper l'Hexagone à des moments précisément mal tombés pour l'Etat français. Ailleurs dans le monde, des analystes indépendants ont remarqué que les notes frappant négativement les Etats européens tombaient de plus en plus souvent alors que la machine américaine s'en-royait.

Chat échaudé craint l'eau froide

L'arbre serait donc peut-être destiné à masquer (une partie de) la forêt ? On peut le penser... même si l'évoquer revient à s'exposer à des risques. Ainsi, petite hypothèse, les mauvaises notes récemment infligées par les agences de notation à certains Etats européens sont-elles aussi objectivement posées que cela, ou répondent-elles à des appels du pied de l'actionnariat desdites agences, lui-même intéressé outre-Atlantique par un regain de santé de l'économie US ? Personne n'a-t-il intérêt à voir l'Europe s'enfoncer dans la récession, alors que l'Amérique constitue quand même le summum de l'endettement mondial, point de départ avéré de la plupart des grandes crises et certainement principal responsable de celle des subprimes ? Autre interrogation qui interpelle : les marchés émergents - et principalement la Chine - sont-ils attentifs et soucieux de l'avis des principales agences de notations, faut-il le rappeler américaines ? Aïe, aïe, aïe... Tout se complique. Outre les cotes attribuées, n'est-ce pas le jeu lui-même qui est biaisé ? Dans la foulée, ne nous donne-t-on pas encore l'illusion qu'un régulateur honnête, indépendant et objectif contrôle une situation de moins en moins contrôlée et contrôlable ? Et qu'importe si des personnes influentes à l'échelle européenne, tant Jean-Claude Juncker qu'Angela Merkel, voire Michel Barnier, Commissaire européen au Marché intérieur, se laissent aller à «rêver» d'un outillage de notation européen. N'est-il tout simplement pas trop tard d'envisager une telle hypothèse ? En effet, dans le grand jeu mondialisé de l'économie du troisième millénaire, les agences de notation sont-elles (encore) des acteurs fiables ou sont-elles plutôt des sortes de ripoux avides de bakchich qui se vendent au plus offrant, lequel étant toujours... celui qui dirige et/ou récolte les fruits d'une communication X ou Y ? En fait, la question principale en l'espèce n'est-elle pas de savoir à qui profite le crime, comme le susurre toujours le privé futé dans n'importe quel thriller de mauvais goût. Allez savoir... ■

Valentin Tincière,
en collaboration Benoît Lescrenier,
Service d'accompagnement financier

