

Les agences de notation et la zone euro

1. La notation de la dette souveraine

Les agences de notation sont des entreprises privées dont l'activité principale consiste à évaluer **la capacité d'un émetteur de titres de dettes** – qu'il soit une entreprise privée ou un État souverain – à **respecter ses obligations de paiement**. Elles peuvent aussi fournir des services annexes : analyse financière, perspective d'évolution de la note, conseil en structuration des titres de dettes.

Les avis évaluent à la fois la probabilité d'un défaut et les pertes financières pour les investisseurs que ce défaut entraînerait. La notation financière est exprimée sous la forme d'une note, rendue publique, dont l'échelle va de "AAA" (note maximale) à "D" (défaut de paiement). Chaque agence a développé son propre système de notation mais les principes sont communs.

Deux catégories sont identifiées.

La **catégorie investissement** recense les titres qui font courir un risque de crédit acceptable avec 4 crans (*notch*) de qualité décroissante AAA, AA, A et BBB.

La **catégorie spéculative**, réservée aux valeurs qui présentent un risque de défaut significatif avec 6 crans de qualité décroissante BB, B, CCC, CC, C et D.

Les notes entre AA et CCC peuvent en outre se voir attribuer un + ou un – afin de préciser leur position relative au sein de la catégorie concernée. Elles peuvent enfin être complétées par un avertissement d'une forte probabilité de changement de notation à très court terme sous la forme d'une « mise sous surveillance » qui peut être positive ou négative.

Le marché de la notation est fortement oligopolistique. Il est dominé par trois agences : *Moody's*, *Standard & Poor's* et *Fitch ratings* (détenue par la société française Fimalac) qui représentent, à elles seules, près de 90% du marché mondial de la notation avec des niveaux de rentabilité élevés. Rappelons que **ces sociétés** de droit américain **produisent seulement des avis** et qu'elles bénéficient en conséquence de la protection du 1^{er} amendement de la Constitution américaine.

Le principe de rémunération des agences est majoritairement celui de l'émetteur-payeur. L'émetteur qui souhaite placer des titres de dettes sollicite une ou plusieurs notations qu'il rémunère. Ceci ne s'applique habituellement pas aux **notations des dettes souveraines qui peuvent être réalisées sans demande spécifique de l'État concerné** : on parle alors de demande non sollicitée.

La notation des États ne repose pas sur un modèle mathématique ou économétrique, conférant automatiquement une note en fonction des performances économiques ou du niveau d'endettement. Les agences privilégient différents indicateurs économiques et financiers : PIB par habitant, inflation, exportations, survenance éventuelle d'un défaut souverain au cours des vingt-cinq années précédentes et indicateurs de développement économique. Les caractéristiques politiques et institutionnelles des pays notés sont également prises en compte.

La fréquence des notations des États n'obéit à aucune règle préétablie : *Standard & Poor's*, comme *Fitch*, interviennent plus souvent que *Moody's*. Les dégradations opérées par cette dernière agence sont, en conséquence, plus sévères.

2. Dégradation et conséquences

L'agence américaine *Standard & Poor's* a annoncé le vendredi 13 janvier la dégradation des notes souveraines de neuf États membres de la zone euro dont deux – l'Autriche et la France – bénéficiaient jusqu'alors de la note maximale AAA. Les notes maltaise, slovaque et slovène ont été abaissées d'un cran, celles de Chypre, de l'Espagne, de l'Italie et du Portugal de deux.

L'agence justifie sa décision par l'insuffisance des mesures prises pour enrayer la crise de la dette souveraine. La réforme attendue de l'Union économique et monétaire présente le défaut, selon les analystes de *Standard & Poor's*, de n'appréhender les difficultés que sous le seul angle budgétaire.

L'agence critique également l'insuffisance des moyens du Fonds européen de stabilité financière (FESF) censé faire face aux problèmes de liquidité des États membres de la zone euro, et dont la réforme annoncée le 26 octobre dernier n'a toujours pas abouti.

Dès la mise en place du FESF, les agences avaient indiqué que la note du Fonds pourrait être révisée dès lors que celle d'un des pays

« triple A » participant au Fonds serait remise en cause. C'est pourquoi *Standard & Poor's* a abaissé à AA+ la note du Fonds le 16 janvier, prenant de fait en compte la dégradation des notes autrichienne et française.

Les emprunts européens émis par la Banque européenne d'investissement et au titre du mécanisme de soutien de la balance des paiements, principalement destinés aux pays non membres de la zone euro, pourraient également être affectés, à terme, par ces deux dégradations. Ces obligations sont à l'heure actuelle notées AAA.

La dégradation des États entraîne aussi celle des institutions ou grandes entreprises publiques et parapubliques qui en dépendent et affecte la solvabilité de tous les établissements financiers de la zone, détenteurs de titres de dette émis par les pays membres. En France, les notes de Réseau Ferré de France, de la SNCF, d'EDF, de l'Unedic, et plus récemment de la Caisse des dépôts et consignations, de la Société Générale, de Crédit agricole et de Banques Populaires Caisses d'Épargne ont ainsi été abaissées.

Note des membres de la zone euro au 13 janvier 2012

	Fitch	Moody's	Standard & Poor's
Allemagne	AAA	Aaa	AAA
Autriche	AA +	Aaa	AAA
Belgique	AA +	Aa3	AA
Chypre	BBB	Baa3	BB +
Espagne	AA -	A1	A
Estonie	A +	A1	AA -
Finlande	AAA	Aaa	AAA
France	AAA	Aaa	AA +
Grèce	CCC	Ca	CC
Irlande	BBB +	Ba1	BBB +
Italie	A +-	A2	BBB +
Luxembourg	AAA	Aaa	AAA
Malte	A +	A1	A -
Pays-Bas	AAA	Aaa	AAA
Portugal	BB +	Ba2	BB
Slovaquie	A +	A1	A
Slovénie	AA -	A1	A +-

3. Une notation critiquée

La dégradation des notes portugaise et irlandaise en juillet 2011 avait suscité, au sein des institutions européennes, certaines critiques à l'égard des **agences accusées d'aggraver les crises**.

Le cas grec était cité en exemple : les investisseurs anticipaient de nouvelles dégradations de la part des agences de notation, ce qui contribuait à une augmentation des taux ; les agences en tenaient compte et baissaient d'autant la note du pays. On était, de ce point de vue, dans le schéma d'une « prophétie auto-réalisatrice ».

Par ailleurs, à l'inverse des notations des entreprises, notées tous les trimestres, l'évaluation des obligations souveraines n'obéit pas à un calendrier prédéfini.

A cet égard, la dégradation du 13 janvier n'a pas été sans susciter des interrogations sur le moment qui avait été choisi. Cet abaissement est en effet intervenu alors qu'une certaine détente s'observait sur les marchés obligataires.

4. Un mode de fonctionnement régulièrement remis en cause

La crise des *subprimes* a fait renaître le débat sur le rôle des agences d'autant qu'elle est survenue après la faillite d'*Enron* en 2001 et l'effondrement des bourses asiatiques en 1997-1998. Les critiques formulées concernent à la fois la fiabilité et l'objectivité des notations. Les agences auraient été amenées à sous-estimer le risque des produits de certains de leurs clients.

La crise des *subprimes* s'est traduite par l'effondrement de produits structurés pourtant bien notés par les agences, et dans un deuxième temps par des abaissements massifs des notations de titres de dette. L'extrême complexité des opérations structurées et la sous-estimation du risque de contagion ont été mises en avant par les agences pour expliquer leur attitude. Des doutes sont également apparus sur la validité des données statistiques utilisées pour évaluer les produits structurés.

De la même façon, les agences n'ont pas su anticiper la crise de la dette en Europe. La crise venue, elles ont tenté de rattraper leur erreur en dégradant parfois trop tardivement et donc trop massivement. Ces corrections ont entraîné la sur réaction des marchés et renforcé les difficultés des financements des Etats

Les erreurs de jugement des agences de notation n'ont toutefois pas remis en cause leur importance pour les émetteurs de titres. Deux raisons peuvent l'expliquer :

– les notes ont acquis un statut quasi légal à une époque où les marchés obligataires étaient plus stables. De nombreux fonds, institutionnels notamment, sont ainsi contraints de détenir des produits financiers d'une certaine qualité ;

– l'absence de concurrence limite, par ailleurs, toute remise en cause. Seule la Chine a créé une agence spécialisée dans la dette souveraine, la *Dagong global rating agency*, dont la crédibilité demeure toutefois limitée.

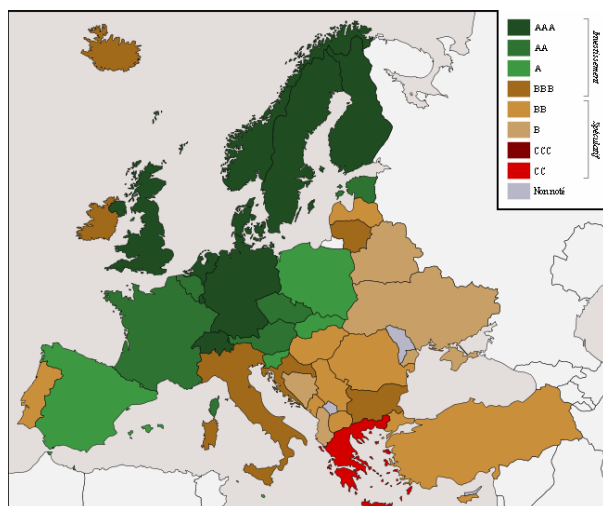
Les entreprises continuent, en outre, de subir les contrecoups de la crise et sont contraintes de recourir aux marchés pour se financer. Elles font davantage appel, par conséquent, aux agences de notation. Le volume des émissions d'obligations d'entreprises a ainsi crû de 33 % en Europe entre avril et juin 2011.

5. Le dispositif communautaire

Afin d'encadrer les activités des agences de notation, l'Europe a adopté deux règlements (règlement n° 1060/2009 du 16 septembre 2009 et règlement n° 513/2011 du 11 mai 2011).

Toutes les agences souhaitant que leurs notations soient utilisées dans l'Union européenne sont soumises à une procédure d'enregistrement devant être déposée auprès de l'autorité nationale compétente.

Pour les petites agences exerçant leur activité en dehors de l'Union européenne mais y diffusant leur notation, un régime de certification est mis en place.



Notation financière des États européens
par Standard and Poor's au 13 janvier 2012

Source : Wikimedia Commons

Le règlement vise, par ailleurs, à contenir les risques de **conflits d'intérêts**, en exigeant notamment une plus grande indépendance des parties prenantes au processus de notation. Il préconise à cet égard la rotation des analystes. Les agences doivent mettre en place un système de contrôle interne. Le droit communautaire reprend par ailleurs les principes de l'Organisation internationale des commissions des valeurs (OICV), chargée de la réglementation des marchés financiers au niveau mondial.

L'activité des agences de notations est surveillée au sein de l'Union européenne par **l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF)**. L'AEMF peut également ouvrir des enquêtes sur les infractions potentielles au règlement et procéder à des inspections sur place. Elle peut proposer à la Commission d'imposer des astreintes en cas d'infraction. Elle peut adopter des mesures de surveillance dès lors que l'infraction au règlement est avérée : interdiction temporaire de l'émission de notations, suspension de l'utilisation des notations, retrait de l'enregistrement.

La Commission européenne a présenté le 15 novembre dernier de **nouvelles propositions destinées à renforcer la supervision européenne des agences**.

Afin de limiter l'influence des trois agences américaines, toute entité notée disposera d'un délai de vingt-quatre heures pour répondre à une notation avant que celle-ci ne soit publiée. La responsabilité des agences pourra, par ailleurs, être engagée devant la justice par tout investisseur qui s'estimerait lésé. La Commission prévoit, à cet effet, un cadre européen de responsabilité civile en cas de faute caractérisée ou de négligence grave.

La Commission envisage la création d'un index européen de la notation (EURIX) et d'une échelle harmonisée de la notation. Les agences devront également publier un rapport complet de recherche dès qu'elles publient ou modifient une notation. Les nouvelles notations ne pourront être publiées dans une période située après la fermeture des places boursières européennes et au moins une heure avant leur réouverture.

La Commission propose que les gestionnaires de fonds spéculatifs et les banques émettant des produits d'investissement de détail (OPCVM) procèdent à leurs propres notations et ne s'appuient pas sur des agences extérieures.

Le principe d'une interdiction de la notation des pays placés sous assistance financière n'a finalement pas été retenu dans le projet de la Commission, le collège des commissaires s'y étant opposé. Dans le cas de la notation des dettes souveraines, les services de la Commission proposaient initialement de suspendre jusqu'à deux mois la notation de la dette d'un État en difficulté.

Le commissaire européen chargé des marchés financiers a néanmoins indiqué que les questions de la suspension de la notation et du renforcement de la concurrence donneront lieu à un nouvel examen, plus approfondi.