

**ECLAIRAGES** samedi 14 janvier 2012

Les riches heures de Mr Fitch, Mrs Poor et Miss Moody

Joëlle Kuntz



Giovanni Arnolfini, un riche marchand italien installé à Bruges, immortalisé par Jan van Eyck.
(archives - © corbis)

La note «AAA» de la France ne devrait pas être abaissée en 2012, a déclaré avant-hier Ed Parker, qui supervise la notation des pays d'Europe chez Fitch Ratings. Hier, selon l'AFP s'appuyant sur «une source gouvernementale», Standard and Poor's disait le contraire et abaissait ladite note.

La mauvaise nouvelle chasse la bonne. Les agences de notation négocient leur réputation avec la vérité. Vilipendées quand elles dégradent, elles



réconfortent quand elles surgradent. Leur parole est d'or, pour leurs clients comme pour leur bilan de fin d'année.

Elles ont gagné leur position à la force du business. Leurs ancêtres sont les lettres que s'envoient les marchands italiens dans l'Europe des XVe et XVIe siècles: ils se renseignent les uns les autres sur la fiabilité de leurs partenaires en affaires, à qui prêter ou ne pas prêter, à qui confier des marchandises, etc. Le triple A de l'époque est la recommandation d'un grand banquier ou d'un puissant marchand. L'appréciation appartient cependant au domaine privé et il en sera ainsi jusqu'au milieu du XIXe siècle. Même lorsque le

Crédit Lyonnais, le premier, met sur pied une authentique équipe d'évaluateurs pour avoir une meilleure idée de la situation des acteurs du marché, il garde les informations acquises pour le cercle restreint des gérants et de quelques clients triés sur le volet.

Comme l'explique Marc Flandreau, historien de l'économie qui professe à l'Institut des hautes études internationales et du développement de Genève, la commercialisation des évaluations financières se développe surtout aux Etats-Unis où règne l'idée que la publicité des informations est favorable à l'intérêt général, dût-elle porter temporairement atteinte à des intérêts particuliers. Le droit de dire surplombe le droit de dire juste ou de dire faux. Contre le faux, il existe des tribunaux. Ce cadre idéologique et juridique favorise l'apparition à New York, en 1841, de l'«agence mercantile», pourvoyeuse de renseignements financiers sur un marché qui s'étend maintenant sur un très vaste territoire encore peu connecté. La crise financière de 1837, qui a durement frappé les investisseurs new-yorkais, est vue comme le résultat d'un manque d'informations. Il s'agit donc d'organiser l'information. Le système mis sur pied prospère. On en apprend sur les entreprises de haut vol comme sur l'épicier du coin. Un peu seulement. L'essentiel reste à deviner.

Mais lorsque les compagnies ferroviaires ont besoin de la confiance du grand public et des investisseurs institutionnels pour lancer leurs emprunts, l'information devient cruciale. Un journaliste financier, John Moody, crée en 1909 la Moody's Investors Services Inc. pour vendre ses études sur la crédibilité des opérateurs de ce marché. Le succès aidant, il est suivi quelques années plus tard par The Poor's Publishing Company, The Standard Statistics Company, The Fitch Publishing Company. L'activité rapporte. Il y a de la concurrence. On se bat pour les clients.

Le 14 septembre 1929, raconte Flandreau, Standard Statistics fait passer dans The Saturday Evening Post l'annonce suivante: «Aujourd'hui, vous n'avez plus besoin de deviner... L'histoire se répète parfois mais pas forcément. En 1719, il n'y avait pratiquement aucun moyen de savoir la vérité sur l'affaire du Mississipi. Combien est enviable la situation de l'investisseur de 1929.» Le 24 octobre, éclatait le krach de la bourse puis la fameuse «crise de 1929».

Etudiant le rôle des agences de notations dans les emprunts d'Etats pendant les années qui précèdent et suivent la crise de la dette de l'entre-deux-guerres, Marc Flandreau observe que «si les analystes ont bien perçu et enregistré la baisse de qualité des instruments qu'ils avaient à noter, ils n'ont à aucun moment pensé que les risques inhérents à cette baisse pourraient dégénérer en un désastre à l'échelle globale». Plus des trois quarts des nouveaux titres émis à la bourse de New York en 1929 n'obtenaient qu'un Baa ou une note équivalente, encore décrite comme «bonne» dans la mesure où elle ne descendait pas sous la barre de Baa/BBB. Mais en 1931, avec l'effondrement des marchés, les agences dégradaient massivement toutes leurs évaluations: en 1933, 60% des notes de Fitch étaient BB, contre 10% seulement en 1930; en septembre 1931, Moody's avait déjà dégradé 46 des 81 titres sur lesquels elle informait.

Cette crise a placé les agences en situation d'avoir à expliquer leur maigre

capacité d'anticipation. Elles se sont défendues en mettant en exergue les parties justes de leurs prévisions. En tout état de cause, commente Marc Flandreau, elles n'ont ni prévenu la crise de la dette ni ne l'ont aggravée, se contentant de prendre acte de la dégringolade, au fur et à mesure.

Pourquoi, malgré un si piteux service, ont-elles été intégrées dès 1931 dans le système américain de régulation du crédit? Le principe de divulgation de l'information admis, il fallait des normes communes, qu'un triple AAA ait le même sens pour tout le monde et qu'une surveillance puisse s'exercer .

Ainsi légitimées, les agences ont multiplié leurs domaines d'analyse et accru leur taille. Trois d'entre elles se partagent aujourd'hui 90% du chiffre d'affaires de la profession. Les services qu'elles rendent sont les mêmes qu'au début du XXe siècle, ceux qu'elles ne rendent pas également. Les questions qu'elles posent sont inchangées, ce sont celles de n'importe quel média: compétence, exactitude, indépendance, conflits d'intérêts. Rien de moins, rien de plus.