

Agences de notation : Au cœur des dérives de la finance



IRIS

Institut de recherche
et d'informations
socio-économiques

Julia Posca,
chercheuse à l'IRIS

INTRODUCTION

Les agences de notation se sont fondues dans le paysage économique des sociétés capitalistes sans qu'on se questionne trop sur leur origine, leur rôle et leur pertinence. Quand elle n'est pas carrément inconnue ou incomprise, la notation passe pour une fonction banale d'une économie mondialisée et financiarisée. Avec la crise financière mondiale de 2008 et la crise des dettes souveraines qui ébranle l'Europe depuis 2010, la notation est pourtant apparue comme une préoccupation centrale des États et des investisseurs sur les marchés financiers. Le rôle des agences semble donc déterminant. Cela dit, les services offerts par les agences de notation seraient de peu d'intérêt dans un système où l'économie financière serait marginale ou secondaire par rapport à l'économie réelle. Cette brochure vise dès lors à faire la lumière sur cet acteur méconnu des sociétés actuelles et sur le contexte dans lequel la notation a acquis une telle importance, soit la financiarisation de l'économie. La première section sera consacrée au travail des agences de notation : leur mission, leur fonctionnement, leur mode de rémunération. Dans la deuxième section, nous examinerons les origines de l'évaluation financière pour ensuite expliquer le rôle de la notation dans l'économie actuelle. La troisième section de la brochure se penchera sur certaines controverses entourant les agences. Enfin, nous conclurons cette étude en présentant différentes solutions aux problèmes liés à l'évaluation financière.

1. QU'EST-CE QU'UNE AGENCE DE NOTATION¹?

Caractéristiques des agences de notation

RÔLE

La notation peut être définie comme l'expression d'une opinion portant sur la capacité d'une entité (État, entreprise, municipalité) qui émet un titre de dette (obligation) à rembourser ses créanciers. Autrement dit, le rôle d'une agence de notation est d'évaluer ce qu'on appelle la solvabilité d'un émetteur de dette. Pour ce faire, les agences attribuent des notes. Les notes départagent deux grandes catégories de dettes : les dettes de bonne qualité, classées dans la catégorie « investissement » (notation élevée), et les dettes affichant un risque de défaut de paiement élevé, classées dans la catégorie « spéculatif » (notation faible). La façon de noter varie d'une entreprise à l'autre, mais règle générale, des lettres et des chiffres sont utilisés (A, B, C, Aa, Ba1, etc.). Le tableau 1 présente l'ensemble des notes que peuvent attribuer les principales agences. Par exemple, en mai 2012, l'agence canadienne DBRS a accordé la note A (élevé) à la dette à long terme du Gouvernement du Québec. Cette note signifie que DBRS juge très élevée la chance que la province rembourse l'argent qu'elle a emprunté pour financer son budget. Les obligations d'épargne du Québec, qui représentent une dette que l'État a envers les acheteurs d'obligations, sont donc jugées sécuritaires : celui ou celle qui se les procure est assuré de se faire rembourser l'argent investi.

TABEAU 1 Notations financières attribuées par les agences

Signification de la note	Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings	
	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme	Long terme	Court terme
Première qualité	Aaa		AAA		AAA	
	Aa1		AA+		AA+	
	Aa2		AA		AA	
Haute qualité	Aa3		AA-	A-1+	AA-	F1+
	A1	P-1 Prime	A+		A+	
Qualité moyenne supérieure	A2	-1	A	A-1	A	F1
	A3		A-		A-	
	Baa1	P-2	BBB+	A-2	BBB+	F2
Qualité moyenne inférieure	Baa2		BBB		BBB	
	Baa3		BBB-	A-3	BBB-	F3
	Ba1		BB+		BB+	
Spéculatif	Ba2		BB		BB	
	Ba3		BB-		BB-	
	B1		B+		B+	
	B2		B		B	
Très spéculatif	B3		B-	B	B-	B
Risque élevé	Caa1		CCC+			
Ultra spéculatif	Caa2		CCC			
	Caa3		CCC-		CCC	
En défaut, avec quelques espoirs de recouvrement	Ca		CC		CC	
			C/CI/R	C	C	C
En défaut sélectif	Not prime		SD		RD	
En défaut	C	Non prime	D	D	D	D

Source : Moody's, Standard & Poor's et Fitch Rating

En plus de la notation des obligations émises par des entités publiques et privées, les agences de notation procèdent aussi à l'évaluation de produits appartenant au segment de la finance structurée, tels que les titres et obligations adossés à des actifs, dit papier commercial, en plus de noter des fonds, tels les fonds d'obligations, les fonds du marché monétaire et les fonds spéculatifs, entre autres. Depuis les années 1990, elles participent même au montage des produits structurés – ce qui, comme on le verra plus tard, porte atteinte à leur crédibilité. « Avec la notation des opérations de titrisation, qui a représenté jusqu'à 40 % de leur revenu, les agences ont en effet changé leur mode opératoire. Elles ont été intégrées aux équipes bancaire et juridique, dans le montage même de ces opérations, afin d'ajuster la structure du produit de manière à ce qu'il obtienne la note souhaitée *in fine* par le cédant et la banque d'affaires². »

La notation est devenue une composante essentielle des marchés financiers. Lorsqu'un État ou une entreprise émet des titres de dettes, donc qu'il emprunte à des créanciers, c'est qu'il a besoin de financement. Pour emprunter à un prix avantageux (taux d'intérêt), il doit montrer que sa capacité à rembourser est bonne. La note que lui accorde une agence de notation traduit cette capacité. Celui qui prête, le créancier, est en fait un investisseur. De son point de vue, les obligations sont des produits financiers, et la notation, une information qui lui permet d'évaluer la qualité de ces produits. Un investisseur qui souhaite protéger son avoir tout en le faisant fructifier se procurera des titres sécuritaires, bien que ces titres soient généralement associés à un rendement plus faible. En revanche, il peut chercher à faire des placements plus rentables. Dans ce cas, il misera sur des titres plus risqués, mais dont le rendement est potentiellement élevé.

Ainsi, l'agence de notation produit une information utile à l'émetteur de dette, à la recherche d'investisseurs, et à l'investisseur, qui cherche à placer son argent. L'information qu'elle fournit aide les premiers à accéder au marché des capitaux, à emprunter à des taux d'intérêt avantageux et à se distinguer de la concurrence³, et les seconds à prendre des décisions d'investissement adaptées à leurs besoins.

Depuis 2006, le *Credit Rating Agency Reform Act* définit aux États-Unis ce qu'est une agence de notation (en anglais : *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* ou NRSRO). En gros, la loi stipule qu'il s'agit d'une entreprise qui est en affaires depuis au moins trois ans et qui émet des cotes de crédit visant :

- des institutions financières,
- des courtiers en valeurs,
- des compagnies d'assurance,
- des émetteurs privés,
- des émetteurs de titres adossés à des actifs,
- des émetteurs d'obligations du gouvernement, d'une municipalité ou d'un gouvernement étranger,
- ou une combinaison de ces catégories⁴.

À ce jour, on compte dix agences dans le monde jouissant du statut de NRSRO (dont une entreprise canadienne, Dominion Bond Rating Service ou DBRS).

FONCTIONNEMENT

La notation est un processus qui se décline en plusieurs étapes. D'abord, une demande de notation est placée auprès de l'agence par l'émetteur d'une obligation. Il arrive aussi que les agences décident

de noter une entité sans que celle-ci en ait fait la demande. Un comité d'évaluation est alors formé et va analyser la situation de l'émetteur avant de débattre de la note à lui attribuer. Le comité s'entend sur une note et en fait l'annonce publiquement. L'agence surveille par la suite l'évolution de la situation de l'émetteur et révisé la note en conséquence.

L'évaluation s'appuie sur divers facteurs qualitatifs et quantitatifs énumérés dans le tableau 2, mais globalement, la notation a tout de même valeur d'interprétation, c'est-à-dire qu'elle peut être contestée. Les agences sont d'ailleurs les premières à défendre le caractère subjectif de leurs évaluations, car cela leur permet de se dégager de toute responsabilité face aux conséquences que pourrait entraîner une notation erronée pour l'émetteur ou pour un investisseur.

Les critères employés pour évaluer les produits structurés sont sensiblement les mêmes que ceux qui prévalent pour l'évaluation des titres de dette « traditionnels ». L'analyse porte dans ce cas-ci sur le vendeur du produit évalué.

MODE DE RÉMUNÉRATION⁵

À l'origine, le revenu des agences provenait de la vente de manuels aux investisseurs. La notation était alors non sollicitée, puisque les agences, en se basant sur des informations publiques, attribuaient des notes aux entreprises ou aux États sans que ceux-ci en aient fait la demande. Au courant des années 1970, les agences ont commencé à facturer les émetteurs de dette obligataire pour leur attribuer une cote de crédit. Pour les agences, il s'agissait d'un moyen alternatif de financer leurs activités, alors que pour les émetteurs de dette, il devenait de plus en plus souhaitable d'être noté afin d'attirer les investisseurs et d'obtenir des taux de financement plus avantageux, à une époque où l'économie mondiale entrait en crise⁶. Ce mode de rémunération est cependant à l'origine d'une des critiques les plus répandues au sujet des agences de notation, à savoir que le fait d'être payées par l'entité notée les place en situation de conflit d'intérêts. Nous aborderons cette question dans la section 3.

TABLEAU 2 Critères d'évaluation des agences de notation

Critères	Descriptions
Liquidité	La liquidité est la propriété pour un titre de se transformer rapidement en argent. L'agence vérifie si l'émetteur possède des titres qui sont liquides ou négociables, c'est-à-dire qui peuvent être vendus rapidement et donc servir pour honorer une dette auprès d'un créancier.
Solvabilité	Le critère de la liquidité renvoie à celui, plus général, de la solvabilité de l'entité qui est notée. Il s'agit de la probabilité pour cette entité de faire face à un défaut de paiement, c'est-à-dire d'être incapable de rembourser ses créanciers. Par exemple, lorsqu'en juillet 2011, les dirigeants européens ont approuvé un deuxième plan d'aide financière à la Grèce, l'agence Moody's a cru que le gouvernement hellénique ne serait plus en mesure de rembourser sa dette, étant donné le niveau qu'elle venait d'atteindre. Conséquemment, elle a abaissé la note du pays.
Contexte général	L'évaluation s'appuie aussi sur des critères non financiers tels que la situation d'ensemble de l'entreprise ou du gouvernement noté, la philosophie de gestion de l'entreprise, son positionnement concurrentiel, l'orientation des politiques publiques d'un État, les investissements à venir, le taux d'endettement, etc., de même que sur l'environnement dans lequel évolue l'entité notée (indice de développement du pays, niveau de l'emploi, de l'inflation, démographie, etc.).
Cadre légal	Les agences tiennent compte des dispositions juridiques qui encadrent la relation entre l'émetteur de dette et son détenteur.

2. LE RÔLE DES AGENCES DE NOTATION DANS LE CONTEXTE DE LA FINANCIARISATION

Le portrait qui vient d'être brossé constitue une lecture «fonctionnaliste» du rôle que jouent les agences⁷ : on explique l'existence des agences par la fonction qu'elles remplissent. Cette approche ne nous permet cependant pas de comprendre comment et pourquoi une telle fonction a émergé et d'où elle tire sa légitimité. On n'est pas non plus en mesure d'expliquer pourquoi, bien que les agences de notation existent depuis plus d'un siècle, c'est surtout depuis les années 1990 qu'elles font les manchettes. L'approche qui sera développée maintenant tente de répondre à ces questions. Mais revenons d'abord sur l'histoire des agences de notation.

Origines et expansion de la notation

On peut avoir l'impression que les agences de notation sont de nouvelles venues dans la grande fresque du capitalisme contemporain. Pourtant, les trois principales entreprises du secteur – Standard & Poor's, Moody's et Fitch Ratings – ont été fondées au tournant du 20^e siècle. En 1868, l'entreprise américaine H.V. and H.W. Poor Co. publie pour la première fois un guide sur la situation financière et opérationnelle des compagnies de chemin de fer aux États-Unis⁸. L'objectif de ce guide, qui sera publié sur une base annuelle, est de servir de référence aux investisseurs à une époque où les entreprises fleurissent, mais où l'information reste difficilement accessible et où la spéculation est aussi très forte. À partir de 1900, John Moody propose un manuel semblable, mais portant sur diverses industries. Les deux entreprises vont passer de la production de manuels à la notation proprement dite dans la foulée de la panique bancaire de 1907, un épisode qui a entre autres débouché sur la création de la Réserve fédérale américaine (mieux connue sous le diminutif de « la Fed »).

L'onde de choc produite par le krach boursier de 1929, autant sur le plan économique que social, sert de prétexte à différents changements législatifs et réglementaires de nature à réguler davantage l'activité bancaire. En 1931, l'Office of the Comptroller of the Currency (OCC) établit que seules les obligations notées BBB ou plus peuvent être inscrites au bilan des banques. Ce faisant, la notation se voit intégrer au processus de régulation politique de l'activité bancaire.

Ce n'est cependant que quelques décennies plus tard, soit en 1975, que la Securities and Exchange Commission (SEC) des États-Unis introduit le terme *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) dans une législation qui porte sur la détention de fonds propres par une institution financière ou un courtier en valeurs, c'est-à-dire les fonds qu'elle a réellement en sa possession⁹. La loi stipule que le ratio de fonds propres que doit conserver une institution, c'est-à-dire les capitaux ou l'actif qu'elle possède réellement en proportion de l'argent qu'elle doit (le passif), sera déterminé en fonction de la qualité des titres qu'elle possède. Par exemple, les obligations émises par les États sont jugées comme très sécuritaires puisque le risque de défaut de paiement d'un État est minime. Leur cote de crédit est donc élevée. Une banque qui se procurerait ce type d'actifs verrait son niveau de fonds propres requis

diminuer. Bref, bien que la SEC n'ait pas précisé ce qui définissait une NRSRO, on peut dire que la simple existence de ce concept a entraîné des conséquences réelles pour l'économie financière¹⁰.

En 2004, la signature des Accords de Bâle II par le Comité de Bâle¹¹ confirme une fois de plus la légitimité de la notation en matière de régulation des marchés. Il est entre autres convenu que le niveau de risque auquel est exposé un établissement financier, qui est déterminé à partir de la cote de crédit des titres qu'il détient, fixe l'exigence de fonds propres pour cet établissement. La même année, les agences acceptent en outre de se conformer à un « code de bonne conduite » non contraignant établi par l'Organisation internationale des commissions de valeur (OICV).

Le *Credit Rating Agency Reform Act of 2006* définit pour la première fois de manière officielle les NRSRO (voir la section sur le rôle des agences). Cette définition est venue combler le vide qui existait depuis l'apparition des agences. Toutefois, l'effet le plus significatif est sans doute que « [l]a mise en place d'une telle accréditation a rendu le secteur de la notation encore moins accessible à d'éventuels nouveaux entrants et a, *de facto*, renforcé la position dominante des trois grandes¹². »

À la suite crise financière de 2008, le gouvernement américain a proposé un nouveau cadre législatif visant à réformer le système financier aux États-Unis et à remédier à certaines des lacunes qui seraient à l'origine de cette débâcle. Cette fois-ci, il est aussi question d'encadrer davantage les agences elles-mêmes, auxquelles plusieurs ont imputé une partie de la responsabilité de la bulle des *sub-primes*, dont l'éclatement avait marqué le déclenchement de la crise. Adopté en 2010, le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* instaure pour les agences de notation de nouvelles règles en matière de transparence et de reddition de comptes afin de protéger les investisseurs¹³.

D'autres instances de régulation et de supervision ont les agences à l'œil depuis que fait rage la polémique entourant leur rôle dans la crise de 2008. Depuis 2011, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) accorde par exemple des licences aux agences de notation et supervise leur travail¹⁴. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont instauré en 2012 un régime réglementaire de surveillance des agences de notation semblable à celui de l'AEMF¹⁵.

En résumé, nous avons vu que l'apparition de l'évaluation financière était étroitement liée à l'expansion du capitalisme et au besoin d'information des investisseurs. Par la suite, les autorités de surveillance du système financier ont eu recours à la notation pour accroître la réglementation de l'activité financière. Toutefois, la libéralisation du secteur financier qui s'amorce à partir des années 1980 va aussi avoir un impact sur la notation et la place des agences dans l'économie financière.

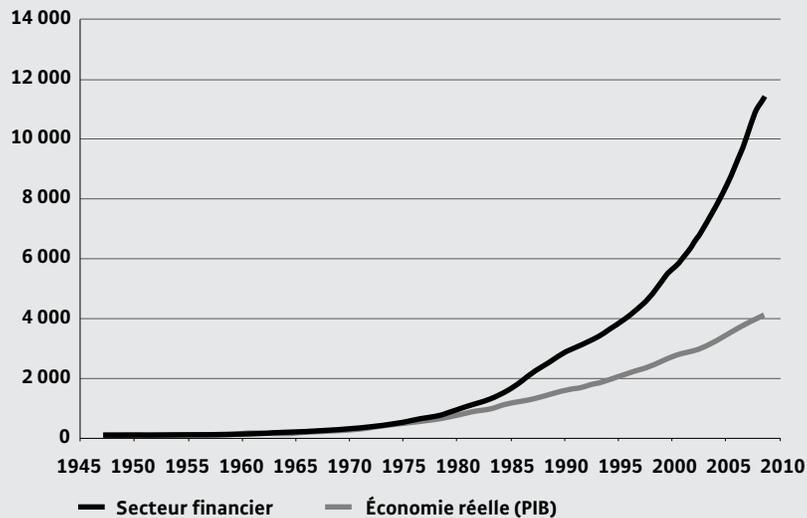
Vers un capitalisme financiarisé

Le développement de l'économie est guidé depuis quatre décennies par la doctrine du néolibéralisme. Les partenariats du public avec le privé, l'augmentation des tarifs, la flexibilisation du travail, les avantages fiscaux pour les entreprises et les allègements des réglementations en matière de commerce international sont quelques-unes des mesures qui caractérisent cette doctrine économique et politique.

LIBÉRALISATION DES TAUX DE CHANGE

Qu'en est-il du système financier en régime néolibéral ? La libéralisation financière s'est amorcée avec la rupture des accords de Bretton Woods en 1971. En vertu de ces accords, signés en 1944 par 44 pays, la

GRAPHIQUE 1 Progression de l'économie réelle et de l'économie financière aux États-Unis en M\$ (1945-2010)



Source : Reuters.

valeur des monnaies locales était fixée par rapport au dollar américain, qui lui était convertible en or. La stabilité des taux de change reposait ainsi sur la vigueur de l'économie américaine, qui s'est maintenue tout au long des Trente glorieuses (1945-1975). Quand les États-Unis ont abandonné la convertibilité du dollar en or en 1971, les devises étrangères sont aussitôt devenues «flottantes», c'est-à-dire que leur valeur allait désormais varier en fonction de l'offre et de la demande mondiale de devises. Certes, la libéralisation des taux de change a facilité les échanges à l'échelle internationale, mais elle a aussi généré une instabilité qui n'existait pas dans le système de change fixe.

En fait, cette première libéralisation amorce ce que l'économiste François Morin a qualifié d'hypermorphie de la finance, soit l'expansion fulgurante de l'activité sur les marchés financiers ou la multiplication des transactions financières. Le graphique 1 illustre bien ce phénomène en présentant la différence entre l'économie réelle et l'économie financière aux États-Unis de 1945 à aujourd'hui.

Qu'est-ce qui a permis cette croissance ? L'instabilité qui relève d'un système de taux de change flottant peut nuire à l'économie. Pour répondre aux conséquences néfastes de la spéculation engendrée par la libéralisation de la finance, le secteur financier a introduit de nouveaux outils financiers qui, éventuellement, sont devenus eux aussi un objet de la spéculation. Ce cercle vicieux a contribué à rendre le système financier très instable. Par exemple, les entreprises qui exportent sont désavantagées lorsque la monnaie de leur pays devient trop forte par rapport aux autres devises. Dès lors, comment planifier sa production lorsqu'on ne sait pas à quel prix on devra vendre ses marchandises dans les mois ou années à venir ? Pour remédier à cette incertitude, les banques ont créé des produits de couverture, c'est-à-dire des produits financiers semblables à des assurances, conçus pour garantir à quel taux de change sera effectuée une transaction future. La libéralisation des taux de change a entraîné l'essor du marché des contrats à terme, qui est un contrat dans lequel une partie s'engage à acheter un actif ou une marchandise à un prix et une date fixés à l'avance⁶.

LIBÉRALISATION DES TAUX D'INTÉRÊT

Le deuxième pan de ce programme de libéralisation concerne les taux d'intérêt. Jusque dans les années 1970, les États se finançaient en utilisant leur « planche à billets », c'est-à-dire en injectant de la monnaie neuve dans l'économie. La Banque centrale était donc responsable de la création monétaire. À partir des années 1980, c'est plutôt en émettant des obligations d'épargne sur les marchés financiers que les États vont financer leurs déficits budgétaires. Résultat : l'endettement public a explosé, de même que le service de la dette, qui correspond à la part d'intérêts versée aux créanciers.

Cette deuxième libéralisation constitue « un deuxième choc pour l'économie réelle », qui va être amorti une fois de plus par le biais de l'innovation financière : on crée le *swap* de taux d'intérêt, un contrat en vertu duquel le taux d'intérêt qui sera appliqué à un emprunt est fixé d'avance¹⁷. Ce type de couverture protège les émetteurs de dette des risques liés à la fluctuation des taux d'intérêt, qui sont désormais soumis au jeu de l'offre et de la demande.

L'instabilité systémique caractéristique de l'économie capitaliste durant cette phase de libéralisation encourage ainsi les banques à offrir davantage de produits de couverture. L'explosion des produits dérivés est aussi alimentée par le besoin des banques elles-mêmes d'atténuer cette incertitude. Pour ce faire, elles auront recours à la titrisation, une technique financière qui consiste, en gros, à regrouper des créances (hypothèques, prêts étudiants, dettes sur carte de crédit, etc.), à les refractionner en fonction de leur soi-disant qualité (donc de leur cote de crédit) et à vendre ces nouveaux titres ainsi transformés en actifs financiers.

Dans la phase industrielle du capitalisme, les banques agissaient à titre d'intermédiaires entre ceux qui avaient besoin d'argent afin d'investir et ceux qui voulaient prêter leur épargne. Avec la libéralisation financière des années 1970 et 1980, les moyens d'accéder à des fonds et d'investir des capitaux se sont diversifiés¹⁸. Par exemple, certains épargnants ont délaissé les comptes bancaires pour se tourner vers les fonds mutuels, et les prêts bancaires ont chuté au profit des marges de crédit. Évidemment, les banques n'ont pas été éclipsées par ce phénomène, bien au contraire, pas plus qu'elles n'ont cessé de recevoir des dépôts et d'accorder des prêts. Cela dit, leurs activités se sont nettement diversifiées et d'autres acteurs ont pris des positions dominantes dans la sphère financière. C'est le cas par exemple des investisseurs institutionnels, dont la capacité d'influencer les marchés repose sur le volume des actifs qu'ils détiennent¹⁹. Ce phénomène, qu'on a qualifié de « désintermédiation », se caractérise en outre par la dissolution de la relation créancier-emprunteur dans des processus technocratiques et impersonnels. Le fait de déléguer aux agences de notation la tâche d'évaluer la qualité du crédit en est un exemple.

Ces changements ont aussi amené une modification dans les stratégies d'investissement. Le développement du capitalisme dans sa phase industrielle reposait sur l'expansion de la production. Le capital devait être alloué en partie à des investissements productifs, c'est-à-dire qui permettent d'augmenter la capacité de production (par exemple, l'achat de machines plus performantes ou la construction de nouvelles usines). La logique financière est tout autre. Le capital n'a plus à passer par le détour de la production pour fructifier; sa simple circulation engendre une création de capital neuf. Le rendement du capital repose dès lors sur l'investissement à court terme qui, avec la libéralisation de la finance, devient la norme²⁰.

FINANCIARISATION ET FONDS DE PENSION

Les fonds de pension américains ont largement contribué à répandre la norme des rendements à court terme. À partir des années 1980, les régimes à cotisations déterminées (RCD) ont commencé à remplacer les régimes à prestations déterminées (RPD), où le montant versé à l'épargnant au moment de sa retraite est connu d'avance. Dans les RCD, le niveau de la prestation dépend plutôt de la performance des placements qui sont effectués par le fonds. Les fonds de pension américains se sont mis à exiger des taux de rendement des capitaux propres de l'ordre de 15 %. Cela veut dire que pour chaque dollar que le fonds de pension, en tant qu'actionnaire, investit dans une entreprise, il s'attend à ce que 0,15 \$ d'actif soit produit. Une telle exigence est énorme lorsqu'on sait par exemple que l'économie canadienne croît depuis les années 1970 à un rythme annuel moyen de 3 %. Cette contrainte à la rentabilité a poussé les entreprises à mettre en œuvre les moyens nécessaires pour satisfaire leur actionnariat, avec les conséquences que l'on connaît : rationalisation des processus de travail, réduction de la main-d'œuvre, délocalisation, fusion-acquisition, etc. En ce sens, on peut dire que la recherche de rendements à court terme a entraîné une financiarisation des entreprises.

La dynamique des marchés financiers

La section précédente nous a permis de voir que la libéralisation financière était à l'origine de l'expansion fulgurante des marchés financiers. Or, cette expansion a accru la demande pour de l'information financière que sont venues combler les agences de notation. Afin de mieux comprendre le rôle spécifique de l'information fournie par les agences, nous allons maintenant nous pencher sur la dynamique des marchés financiers²¹.

LIQUIDITÉ

La première caractéristique propre aux marchés financiers est la liquidité. Comme nous l'avons vu plus tôt, le fait pour des actifs d'être liquides signifie qu'ils peuvent être échangés immédiatement. C'est « la capacité des titres à se transformer en richesse *hic et nunc*, c'est-à-dire en monnaie²². » Par exemple, une maison n'est pas un actif liquide, puisqu'on suppose que son propriétaire la gardera en sa possession à plus ou moins long terme. Pourquoi les investisseurs voudraient-ils se départir rapidement d'un titre qu'ils ont acheté ? Parce qu'en détenant des titres liquides, c'est aussi du risque lié à leur détention dont ils se débarrassent – le risque encouru étant que la valeur du titre baisse²³.

LES AGENCES ET LA CRISE ASIATIQUE DE 1997

« Dans ce processus de défiance généralisée, l'action des agences de notation est un puissant catalyseur des peurs et des pressions baissières. Par leurs effets, ils attisent encore la panique. Alors que la Corée ne vivait que grâce au renouvellement de crédit à 24 heures, la dégradation de sa note lui a fermé le marché international et a accru la défiance. Comme le dit Park, on assiste à un cercle vicieux où le déclassement provoque la peur du marché qui conduit à un nouveau déclassement. Rappelons en effet qu'entre octobre et décembre [1997], les agences de notation Moody's et S&P ont procédé à pas moins de 3 déclassements chacune. Lorsque Moody's, le 22 décembre, baisse sa notation de deux crans et ramène la dette coréenne au rang d'investissement spéculatif, le won perd 9 %. Dès le lendemain, elle est suivie par S&P qui agit de même, ce qui débouche sur une nouvelle baisse de 15 % du won ! On voit que ces agences jouent leur rôle dans la contagion mimétique de la défiance. »

Orléan, André, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, p. 181.

Or pour qu'un titre s'échange facilement, donc pour qu'il soit liquide, il faut que ses propriétés soient connues. Il faut entre autres que la qualité de ce produit financier prenne la forme d'une information standardisée qui peut être connue de tous²⁴. Par exemple, la valeur boursière d'un titre (son prix) est une information qui nous renseigne sur la profitabilité d'une entreprise, alors que la cote de crédit d'un État est un indicateur de la solvabilité de cette entité. Toutes ces données sont considérées comme des informations qui facilitent les mouvements de capitaux.

SPÉCULATION

Autre conséquence de la liquidité : c'est aussi la capacité des titres à être échangés qui rend possible la spéculation, soit le fait de tirer profit des varia-

tions de la valeur d'un titre pour maximiser son rendement. Contrairement à l'investissement dit productif, qui suppose une vision à moyen ou à long terme du développement et donc des rendements, l'objectif de l'investissement financier est le rendement à court terme. Mais comment expliquer les variations de la valeur des titres ? Cette question nous plonge en plein cœur de la dynamique des marchés financiers.

Les titres financiers ont une valeur dite spéculative, par opposition à ce que la théorie économique nomme valeur fondamentale. La valeur fondamentale exprime par exemple le niveau de profit qu'on prévoit pour une entreprise dans un avenir rapproché, alors que la valeur spéculative reflète le consensus de la communauté financière sur l'évolution future du prix d'échange du titre. Les investisseurs

achètent ou vendent en fonction de ce qu'ils pensent être l'opinion de la majorité des acteurs sur la valeur future d'un titre. Dans ce contexte, « les croyances ont un rôle créateur²⁵ », puisque les investisseurs ont la capacité de faire varier le cours d'un titre si une rumeur les pousse à acheter ou à vendre massivement le titre en question. Leur comportement est donc réglé par des « conventions » et ils tendent à s'y conformer jusqu'à ce que leur crédibilité soit mise en doute. Lorsqu'une convention est ébranlée, la panique peut s'emparer des marchés et donner lieu à de grands bouleversements que seule l'intervention d'une autorité politique (l'État) peut contenir.

Le pouvoir « inconscient » des agences de notation

Ainsi, les décisions des investisseurs sont alimentées par la circulation de l'information au sein de la communauté financière. L'expansion des marchés financiers a cependant favorisé la centralisation du jugement en matière d'investissement vers les agences de notation²⁶. Elles sont devenues des expertes de l'évaluation et donc une autorité en matière d'information financière. Chaque note émise par les agences constitue pour les marchés une information susceptible d'influencer leur jugement. « La dégradation d'une note s'impose comme un signal qui alerte l'ensemble de la communauté financière et provoque une modification des comportements économiques²⁷. » Autrement dit, les notes émises par les agences, qui ne sont pas autre chose que des opinions, acquièrent pourtant au sein de la communauté financière le statut de faits étant donné la réputation dont jouissent les agences, et ce même si, après coup, le jugement posé est révélé fautif²⁸. Ce qui ne veut pas dire, évidemment, que le travail des agences ne peut être remis en question, bien au contraire. Mais, comme nous le verrons bientôt, il faut voir dans ces critiques un conflit entre deux formes de pouvoir et non une remise en cause de la notation en tant que telle.

Cela dit, malgré le caractère pragmatique de l'évaluation financière – l'entreprise peut-elle faire face à ses engagements ? La croissance du PIB dans le pays est-elle suffisamment vigoureuse pour absorber le poids de la dette ?, etc. –, il s'agit avant tout d'un exercice d'interprétation. Sous couvert de neutralité, les agences font pourtant la promotion d'un modèle bien précis de gestion de l'État et de développement économique où prévaut l'exigence de rendement à court terme et où sont encouragées les formes apolitiques de régulation, c'est-à-dire le marché. Même le critère de solvabilité, dont elles sont devenues les gardiennes, est davantage interprété de manière idéologique que technocratique.

Ce faisant, la légitimité acquise par les agences de notation dans les sociétés capitalistes avancées entre en compétition avec d'autres sources d'autorité²⁹. Dans le cas de la notation des pays ou États, l'importance accrue de l'évaluation financière coïncide par exemple avec la perte de confiance envers l'État et la méfiance envers la gestion publique en général. Mais le pouvoir des agences repose sur un contrôle exercé de manière diffuse. Les acteurs se plient à la discipline que promeuvent les agences sans qu'elles n'aient à pratiquer aucune forme de coercition. C'est pour cette raison que Timothy Sinclair prétend que les agences exercent un pouvoir « inconscient » sur l'économie et, ultimement, sur la société. « Ce qui est significatif à propos des agences de notation n'est pas, ce faisant, l'opinion qu'elles émettent sur le déficit ou sur une quelconque autre politique publique, mais bien l'influence qu'elles exercent sur la manière dont les émetteurs de dette évaluent les problèmes qu'ils rencontrent³⁰. »

En résumé, la croissance de l'activité financière résultant de la libéralisation de la finance dans les années 1970-1980 a favorisé l'ascension du pouvoir des agences de notation. Leur capacité à orienter la gestion publique et le développement économique par l'entremise de l'évaluation financière montre qu'elles sont devenues des représentantes légitimes de la doctrine néolibérale.

3. CONTROVERSES AUTOUR DES AGENCES

Le mouvement de libéralisation amorcé dans les années 1970 a permis à l'économie financière d'atteindre des dimensions astronomiques. On peut par exemple mesurer cette croissance au volume des transactions enregistrées chaque année sur les marchés financiers. Le graphique 2 présente la composition de l'économie financière mondiale, qui comme on le voit est maintenant majoritairement centrée autour du marché des dérivés que la présence des agences a participé à valoriser.

Cette expansion fulgurante a donné lieu à une multiplication des crises financières, dont plusieurs se sont transformées en crises économiques. Une étude du FMI a répertorié, entre 1970 et 2007, 124 crises bancaires, 208 crises de change et 63 crises de défaut de paiement de la dette ou de sa restructuration³¹. Comme l'affirme Sinclair, à l'occasion d'une crise, on cherchera la plupart du temps à identifier un responsable³². Les agences de notation, qui ont accompagné le développement du secteur financier en évaluant les titres en circulation sur les marchés, ont ainsi essayé plusieurs critiques depuis les années 1990 à cause de la contribution alléguée de l'évaluation financière à la formation de bulles spéculatives.

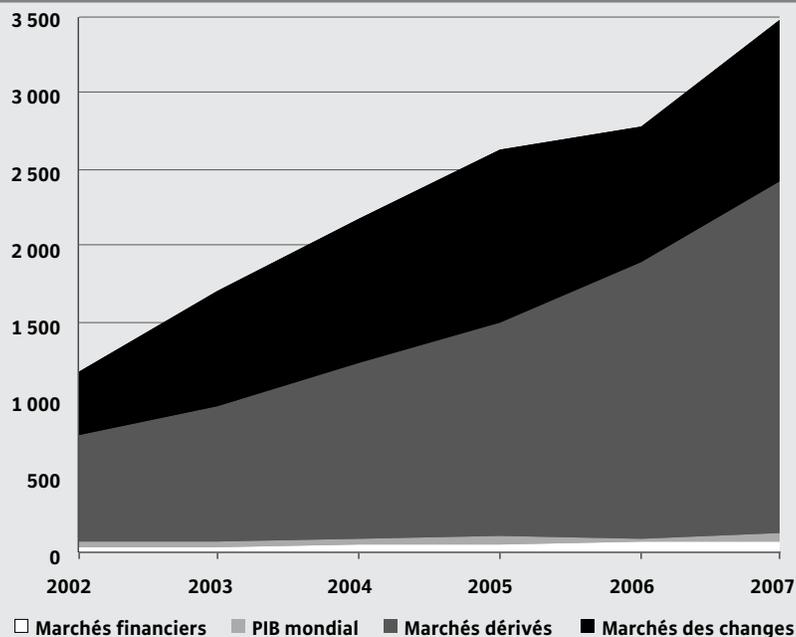
C'est surtout dans les vingt dernières années qu'on s'est mis à reprocher aux agences leur laxisme. L'évaluation financière a été mise en cause dans la foulée de la crise asiatique de la fin des

années 1990, des faillites d'Enron en 2001 et de Worldcom en 2002, de la crise des hypothèques à risque (*subprimes*) aux États-Unis en 2008³³ et, depuis 2010, de la crise des dettes souveraines en Europe.

Des entreprises indépendantes ?

Une des critiques les plus courantes veut que le mode de rémunération des agences de notation les place en situation de conflit d'intérêts. Le principe de l'«émetteur-payeur», soit le fait pour une agence d'être payée par l'entité qui émet le titre à évaluer, pousserait les agences à poser des diagnostics plus complaisants pour favoriser leurs affaires³⁴. En France, l'Autorité des marchés financiers parlait d'ailleurs d'«[u]n consensus d'opinion [...] sur l'existence de conflits d'intérêts inhérents au modèle »émetteur-payeur«³⁵». Le fait que les agences interviennent dans l'élaboration des produits de la finance structurée qu'elles sont ensuite appelées à évaluer fait aussi planer le doute sur la fiabilité de la notation. «Elles sont devenues des

GRAPHIQUE 2 La sphère économique mondiale (téra dollars)



Source : François Morin, Tableau « La sphère économique mondiale », http://www.finance-globale.fr/La_finance_globale/Tableau_de_synthese.html

conseillers internes *ex ante*, tout en conservant leur statut d'évaluateur *ex post*. Cette infraction à la plus élémentaire (mais jamais précisée) des déontologies a été nourrie par l'empressement des agences mises en concurrence à satisfaire les arrangeurs³⁶. »

On a aussi reproché aux agences leur manque de transparence, entre autres en ce qui a trait à leurs méthodes d'évaluation. Dans une conférence de presse conjointe en 2009, Nicolas Sarkozy, alors président français, et Angela Merkel, chancelière allemande, exigeaient ainsi des agences de notation qu'elles lèvent le voile sur leur méthodologie afin de démontrer la neutralité de leurs procédures d'évaluation³⁷. Dernièrement, l'Autorité européenne des marchés financiers (connue sous l'acronyme anglais ESMA) a ouvert une enquête sur les trois principales agences après qu'elles aient décoté plusieurs banques nord-américaines et européennes³⁸. Dans ce cas-ci, c'est encore l'objectivité du processus qui est mise en cause.

Les liens entre les agences et le monde de la finance font aussi l'objet de critiques. On a décrié le fait que des représentants des agences siégeaient sur les conseils d'administration d'entreprises qui sont par ailleurs clientes de l'agence³⁹, ou encore que les actionnaires majoritaires des agences soient aussi des banques sollicitant des notations, ce qui crée une fois de plus apparence de conflit d'intérêts⁴⁰. On a enfin critiqué le fait que ces actionnaires imposent aux agences les mêmes critères d'efficacité et de rentabilité qu'à toute société cotée en Bourse, ce qui pourrait, croit-on, amener les agences à surévaluer leurs clients afin de rester compétitives⁴¹.

Chose certaine les agences sont des entreprises très profitables. En 2010, les chiffres d'affaires de Moody's, Standard & Poor's et Fitch Rating totalisaient ensemble 4,4 G\$ de dollars⁴². Le graphique 3 présente l'évolution des revenus de Moody's la plus importante des trois agences de notation.

Comme on peut le voir, les années 2000 ont été une période de croissance importante pour Moody's. La crise de 2008 a bien sûr diminué ses revenus et fait stagner ses dividendes, mais cette époque est loin derrière elle. En effet, en 2011 les revenus ont presque rejoint ceux d'avant la crise et les dividendes, eux, sont de 18 % supérieurs (en dollars constants). La financiarisation de l'économie que nous avons décrite semble clairement profiter à une entreprise comme Moody's et à ses actionnaires.

RETOUR EN ARRIÈRE : EN 1995-1996, C'EST LE CANADA QUI ÉTAIT LA « CIBLE » DES AGENCES DE NOTATION

« Il y a neuf chances sur dix que l'agence de notation américaine Moody's mette à exécution son avertissement de décote de la dette canadienne, selon la tout aussi respectée firme de courtage new yorkaise Salomon Brothers.

Dans une analyse suivant l'annonce de la révision de la cote de solvabilité canadienne par Moody's, les analystes de Salomon Brothers concluent qu'il ne pourra en être autrement à moins que le ministre Paul Martin des Finances « présente un budget draconien avec de sévères réformes structurelles ».

Les quatre signataires du commentaire, qui soulignent la singularité d'une pareille décision à la veille d'un budget, rappellent avec Moody's que, quoi qu'il en soit, la réforme du secteur public canadien n'a pas progressé assez rapidement pour empêcher une détérioration des conditions de crédit. »

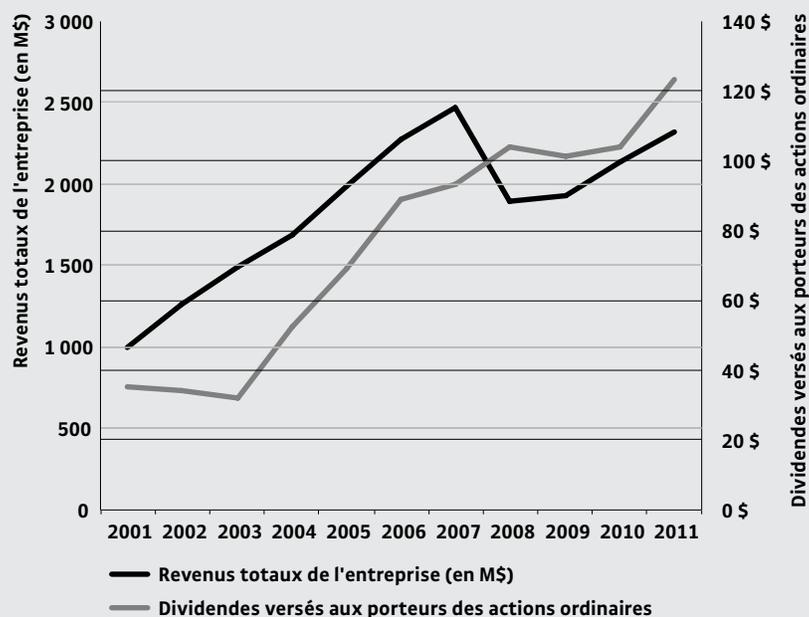
Les avertissements de Moody's et Standard & Poor's ont poussé le ministre des Finances de l'époque, Paul Martin, à sabrer dans les dépenses publiques afin de renouer avec l'équilibre budgétaire.

Source : Durivage, Paul, « La décote paraît inévitable », *La Presse*, samedi 18 février 1995, p. F1.

Les effets pervers de la notation

La crise des dettes souveraines européennes a donné lieu à une critique des effets même de la notation. Plusieurs membres de la classe politique européenne, de même que nombre d'économistes⁴³, ont accusé

GRAPHIQUE 3 Revenus et dividendes de Moody's (2001 à 2010 en dollars constants de 2012)



Source : Moody's, Rapports annuels, 2002 à 2011, calculs de l'auteure.

LES AGENCES, LES BANQUES ET LES DETTES SOUVERAINES

Avant 2008, la situation budgétaire des pays européens était dans l'ensemble plutôt bonne. La crise financière de 2008 a contaminé le bilan des banques à l'échelle de la planète, obligeant parfois les États à intervenir pour éviter des faillites qui auraient déstabilisé d'autant plus l'économie mondiale. La croissance de l'endettement public dans ces pays s'est répercutée sur leur cote de crédit. La diminution de la notation des dettes souveraines a cependant pour effet d'augmenter le taux d'intérêt auquel les États peuvent emprunter, alourdissant davantage le poids de leur endettement. En économie, ce cercle vicieux est connu sous le nom de prophétie autoréalisatrice.

les agences d'aggraver la situation financière de leur pays. Tous reprochent aux agences d'être responsables de « prophéties autoréalisatrices ». Pourquoi ? Une note plus basse signifie que le taux d'intérêt auquel le pays emprunte augmente, ce qui fait logiquement augmenter la taille de son déficit. La « prophétie » se réalise alors : en abaissant la note d'un pays sous prétexte que ses finances publiques pourraient se dégrader, l'agence entraîne effectivement une dégradation de la situation financière du pays décoté. Ce phénomène a fait dire au secrétaire général adjoint et chef économiste de l'OCDE, Pier Carlo Padoan, que les agences « produisent des prophéties qui s'autoréalisent. Ce n'est pas vrai qu'elles transmettent des informations : elles expriment des jugements, entraînant une accélération de tendances déjà à l'œuvre. C'est comme pousser quelqu'un qui est au bord d'un ravin. Elles aggravent la crise⁴⁴. »

Ces controverses montrent que les agences sont devenues les boucs émissaires de l'instabilité des marchés financiers, sans toutefois que le principe même de la notation soit remis en cause.

4. QUE FAIRE DES AGENCES DE NOTATION ?

La solution de la réglementation

Plusieurs propositions ont été formulées pour remédier aux problèmes mentionnés précédemment, surtout en Europe où la crise des dettes souveraines, que nous avons évoquée, a été aggravée par l'effet d'accentuation de la notation sur certaines tendances économiques comme l'endettement des États.

Jean-Claude Juncker, premier ministre du Luxembourg et président de l'Eurogroupe, s'est notamment prononcé en faveur de la création d'une agence de notation publique européenne⁴⁵. La mise sur pied d'une telle agence aurait pour objectif de surmonter le problème des conflits d'intérêts, mais aussi de briser le monopole des trois agences, dont les deux principales (S&P et Moody's) sont basées aux États-Unis. La préférence pour une agence publique relève aussi de la croyance qu'un tel organisme ne serait pas motivé par les critères de rentabilité et de concurrence qui caractérisent les entreprises privées⁴⁶. Cette proposition a été défendue par plusieurs personnalités publiques, dont l'ancien et l'actuel présidents de la République française, Nicolas Sarkozy et François Hollande.

De son côté, le Parlement européen a mis sur pied un projet de loi « en vue de réglementer les agences de notation de crédit et de réduire la dépendance vis-à-vis de leurs notations⁴⁷ ». En vertu de cette législation, les agences seraient par exemple tenues de publier un calendrier de divulgation des notes visant les dettes souveraines, alors que les États devraient améliorer leur propre expertise en matière d'évaluation financière afin de ne pas dépendre uniquement des agences. Le Parlement voudrait aussi que les agences puissent être poursuivies par un investisseur lésé par une notation dans le cas où des erreurs méthodologiques auraient été commises. Nous avons aussi vu plus tôt que différents organismes de régulation des marchés financiers avaient déjà pris des dispositions réglementaires afin de mieux encadrer les activités des agences.

Au-delà de la notation, « le pouvoir de la finance »

Tous ces exemples montrent que la notation en tant que telle ne fait pas l'enjeu d'un débat. Rares sont effectivement ceux qui remettent en question la nécessité ou la pertinence de la notation des États et des entreprises. En fait, c'est bien plutôt parce que les agences jouissent d'une réputation somme toute favorable que les émetteurs de dette et les investisseurs se fient à leurs jugements. C'est justement ce qu'a constaté la Commission d'enquête sur la crise financière aux États-Unis (*Financial Crisis Inquiry Commission*), qui a rendu rapport en 2011. Les commissaires concluent ce qui suit :

Les trois agences de notation ont joué un rôle-clé dans la débâcle financière. Les titres adossés à des créances hypothécaires, qui furent au centre de la crise, n'auraient pas pu être vendus sans

l'approbation des agences. Les investisseurs se sont fiés à elles, parfois de manière aveugle. Dans certains cas, ils étaient obligés de s'y rapporter ; des standards en termes de régulation des capitaux dépendaient d'elles. Cette crise n'aurait pas pu avoir lieu sans les agences de notation. Alors que leurs évaluations ont contribué à l'essor du marché, les dévaluations effectuées en 2007 et 2008 ont entraîné les dommages survenus sur les marchés et pour les entreprises⁴⁸.

Cette confiance dans le jugement des agences découle pour une part du fait que l'évaluation financière, comme on l'a vu plus tôt, a été délaissée par de nombreuses institutions qui s'en remettent désormais uniquement à l'expertise des agences de notation. « En d'autres mots, le problème n'est pas simplement les agences de notation, mais le fait que les investisseurs – de Wall Street jusqu'aux fondations universitaires – soient devenus aveuglément dépendants d'elles⁴⁹. » Elle traduit d'autre part l'incapacité des acteurs des marchés financiers à maîtriser l'ensemble des informations sur les produits échangés ; c'est ce qui explique que peu importe que les informations qui circulent entre les membres de la communauté financière soient vraies ou fausses, elles orientent leurs actions – pour le meilleur et pour le pire.

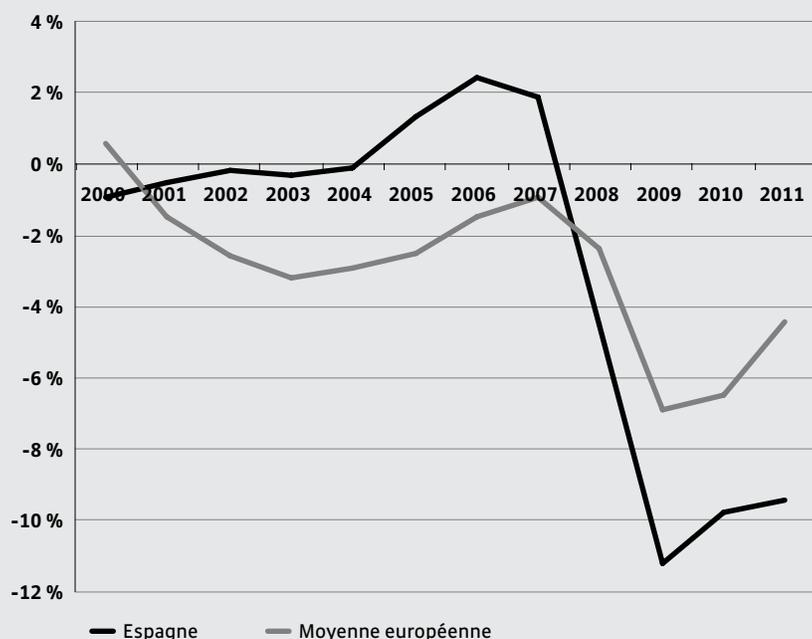
La controverse entourant l'évaluation financière révèle aussi l'existence d'un conflit opposant d'un côté les investisseurs, soucieux de voir leurs actifs prendre de la valeur, et de l'autre, les États, qui cherchent à se financer à moindre coût sur les marchés financiers. Toutefois, le mode de gestion des finances publiques prôné par les agences n'est aucunement remis en question par les gouvernements occidentaux, à commencer par le critère

de la solvabilité, qui pousse les gouvernements à faire la guerre aux déficits. Les agences ne font à cet égard que sanctionner les bonnes ou les mauvaises pratiques.

Le cas de l'Espagne constitue à cet égard un exemple intéressant. Comme le montre le graphique 4, l'Espagne est prise avec un déficit public parmi les plus élevés de la zone euro en rapport avec son PIB. À la suite d'une décote importante des agences, l'Espagne empruntait à un taux qui a franchi le cap des 7 % en juillet 2012, ce qui empirait d'autant plus sa situation. Début juillet, l'Eurogroupe a accordé au pays ibérique un délai supplémentaire d'un an pour ramener son déficit en deçà de 3 % (en conformité avec le *Traité de Maastricht*, l'acte fondateur de l'Union européenne), mais à condition que le gouvernement espagnol coupe dans ses dépenses⁵⁰.

Bref, les ministres des Finances de la zone euro s'imposent la même discipline que prônent les agences de notation par le biais de l'évaluation financière. C'est ce que Sinclair a décrit comme une « règle à distance » : « L'objectif d'une règle à

GRAPHIQUE 4 Excédent et déficit public en fonction du PIB (2000 à 2011)



Source : Eurostat.

distance est de créer un cadre au sein duquel les forces sociales se régulent d'elles-mêmes en fonction des normes du système⁵¹. » Les agences sont le véhicule d'une norme qui s'est autonomisée et qui oriente l'action des États et des entreprises. Rien n'indique que de réglementer davantage l'activité de notation atténuerait l'emprise de l'orthodoxie économique sur le pouvoir politique.

Endiguer le pouvoir des agences : un enjeu politique

À première vue, les agences de notation se présentent comme des entreprises spécialisées dans l'évaluation financière des États, entreprises et autres entités émettrices de dette ou de certains produits financiers. Notre perspective sur la notation est tout autre et s'inscrit dans une lecture critique de la financiarisation de l'économie. On se rappelle en effet que la libéralisation financière amorcée dans les années 1970 a entraîné un accroissement de l'activité sur les marchés financiers, mais aussi une croissance de l'instabilité économique. Depuis, les agences ont contribué à la fois à amplifier l'instabilité et à suggérer des solutions pour résorber les crises qui en découlent. Elles exercent une influence en induisant un certain type de gestion, à savoir par exemple l'austérité budgétaire pour les États ou la rationalisation des activités pour les entreprises privées. Ce constat nous permet d'affirmer que la notation n'est pas une activité neutre, mais qu'au contraire, il s'agit d'une des courroies de transmission de l'orthodoxie économique. Et c'est bien en cela que leur action est significative : il n'existe plus un gouvernement d'un pays avancé ou un conseil d'administration d'une organisation, privée ou publique, qui ne se soumet pas aux directives des agences.

Alors que la majorité des critiques à l'endroit des agences de notation remettent en question leurs méthodes, rares sont les voix qui s'élèvent

LES FONDS SPÉCULATIFS ET LES COUVERTURES DE DÉFAILLANCE

Les fonds spéculatifs (ou hedge funds en anglais) sont des fonds qui adoptent des stratégies d'investissement agressives et souvent risquées de manière à générer des rendements élevés. Ces fonds s'adressent à des investisseurs bien nantis puisqu'ils requièrent une participation financière considérable. Étant donné que le volume d'actifs qui transigent par ces fonds est très important, leur influence sur l'évolution des marchés financiers est grande.

Les fonds spéculatifs sont très présents sur le marché des credit default swaps (CDS, ou «couverture de défaillance» en français). François Morin définit les CDS comme des «produits équivalant à des assurances et qui couvrent le risque de défaut de paiement d'une dette (ou de ses intérêts)». Il s'agit de titres hautement spéculatifs. Étant donné la taille qu'a atteint ce marché, la valeur des CDS est devenue un indicateur de la valeur du sous-jacent, c'est-à-dire par exemple dans le cas d'un CDS qui se rapporte à la dette grecque, de la valeur des obligations grecques. Autrement dit, si le prix pour s'assurer contre le défaut de paiement de la Grèce augmente, la communauté financière pensera que le risque de défaut est plus élevé. Les taux d'intérêt payés par le gouvernement pour emprunter de l'argent augmenteront, ce qui aura pour effet d'alourdir ses obligations financières.

Depuis que l'Espagne s'enlise dans la crise financière, des fonds spéculatifs font le pari que les banques espagnoles qui doivent être recapitalisées vont faire défaut sur leurs obligations de rang inférieur. Pour tirer profit de cette situation, ils ont acheté des CDS, dont le nombre a quadruplé depuis le mois de mars. En conséquence, le taux des emprunts publics n'a cessé d'augmenter pour le gouvernement espagnol, étant donné que les créanciers de l'Espagne interprètent ces transactions comme un signe de la fragilité de la situation budgétaire espagnole.

Les fonds spéculatifs, tout comme les agences de notation, font la pluie et le beau temps sur les marchés financiers et, la plupart du temps, cela se fait au détriment des obligations des États et de la stabilité de l'économie réelle.

Sources : STRUPCZEWSKI, Jan, «Le FESF, plutôt que le MES, pourrait être mobilisé pour l'Espagne», Reuters France, 11 juin 2012, <http://fr.reuters.com/article/businessNews/idFRPAE85A0DP20120611>; WIRZ, Matt, «Hedge Funds Crowd Into Spanish Bank CDS», *The Wall Street Journal*, 22 juin 2012, <http://blogs.wsj.com/marketbeat/2012/06/22/hedge-funds-crowd-into-spanish-bank-cds/>.

pour critiquer par exemple les recommandations qu'elles font et les conséquences qui peuvent en résulter. Nous pensons que plutôt que de promettre un meilleur encadrement réglementaire des agences de notation, il serait plus souhaitable que les gouvernements rejettent les impératifs de l'économie financière et refusent « l'orthodoxie budgétaire⁵² » généralement prônée par les agences de notation, principe qu'ils n'ont endossé qu'au détriment de leur souveraineté politique et, la plupart du temps, du bien commun dont ils se targuent d'être les gardiens. Cette avenue, certes audacieuse, est pourtant à considérer si l'on compte sérieusement se sortir, à moyen et à long terme, du cycle des crises économiques dans lequel est plongée l'économie mondiale.

Notes

- 1 Les informations contenues dans cette section sont, sauf indication contraire, tirées de deux ouvrages : GAILLARD, Norbert, *Les agences de notation*, Paris, La Découverte, 2010, et SINCLAIR, Timothy, *The New Masters of Capital*, Ithaca, Cornell University Press, 2005.
- 2 MONTAGNE, Sabine, «Des évaluateurs financiers indépendants? Un impératif de la théorie économique soumis à l'enquête sociologique», *Cahiers internationaux de sociologie*, vol. 1, n° 126, 2009, p. 142.
- 3 GAILLARD, *op. cit.*, p. 39.
- 4 «Public Law 109-291 - Credit Rating Agency Reform Act of 2006», *109th Congress*, 29 septembre 2006, <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/cra-reform-act-2006.pdf>.
- 5 GOURGUECHON, Gérard, «Les agences de notation», blogue de Jean Gadrey sur *alternatives-économiques.fr*, 17 janvier 2012, <http://alternatives-economiques.fr/blogs/gadrey/files/agences-de-notation26p.pdf>.
- 6 COLLARD, Fabienne, «Au cœur des agences de notation», *Les analyses du CRISP en ligne*, 6 décembre 2011, http://www.crisp.be/crisp/wp-content/uploads/analyses/2011-12-06_agences_de_notation.pdf, p. 5.
- 7 SINCLAIR, Timothy, *op. cit.*, p. 53.
- 8 <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>
- 9 OFFICE OF THE FEDERAL REGISTER, «17 CFR 240.15C3-1 – Net capital requirements for brokers or dealers», *Code of Federal Regulations*, Legal Information Institute, Cornell University Law School, <http://www.law.cornell.edu/cfr/text/17/240.15C3-1>
- 10 SINCLAIR, *op. cit.*, p.25.
- 11 Le Comité de Bâle, rattaché à la Banque des règlements internationaux, est un forum de coopération qui traite des enjeux entourant la supervision bancaire. Il regroupe principalement des pays du G20. <http://www.bis.org/bcbs/index.htm>
- 12 COLLARD, *op. cit.*, p. 8.
- 13 U.S. SENATE COMMITTEE ON BANKING, HOUSING, AND URBAN AFFAIRS, *Brief Summary of the Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, consulté le 29 mai 2012, http://banking.senate.gov/public/_files/070110_Dodd_Frank_Wall_Street_Reform_comprehensive_summary_Final.pdf.
- 14 ROSEMAIN, Mathieu, «L'Autorité européenne des marchés chargée de la supervision des agences de notation», *lesechos.fr*, 31 octobre 2011.
- 15 Règlement 25-101 sur les agences de notation désignées, *Loi sur les valeurs mobilières* (L.R.Q., c. V-1.1, a. 331.1), en vigueur le 20 avril 2012, <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilieres/25-101/2012-04-20/2012avril20-25-101-vofficielle-fr.pdf>.
- 16 MORIN, François, «Économie politique de la financiarisation du capitalisme», dans Olivier CLAIN et François L'ITALIEN (sous la direction de), *Le capitalisme financiarisé et la crise économique au Québec et au Canada*, Québec, Éditions Nota Bene, 2011, p. 44.
- 17 *Ibid.*
- 18 SINCLAIR, *op. cit.*, p. 54-55.
- 19 PINEAULT, Éric, «Anatomie de la finance globalisée. Mécanismes et structures de régulation des flux financiers», dans Olivier CLAIN et François L'ITALIEN (sous la direction de), *Le capitalisme financiarisé et la crise économique au Québec et au Canada*, Québec, Éditions Nota Bene, 2011, p. 99.

- 20 SINCLAIR, *op. cit.*, p. 59.
- 21 L'approche que nous suivons est dite hétérodoxe. Nous définissons la finance ou les marchés financiers comme « communauté financière » autoréférentielle, c'est-à-dire qui ne se réfère qu'à elle-même pour orienter son action plutôt que de poursuivre un objectif déterminé *a priori*.
- 22 ORLÉAN, André, *Le pouvoir de la finance*, Paris, Odile Jacob, 1999, p. 130.
- 23 *Ibid.*, p. 33.
- 24 *Ibid.*, p. 41.
- 25 *Ibid.*, p. 85.
- 26 SINCLAIR, *op. cit.*, p. 18.
- 27 ORLÉAN, *op. cit.*, p. 209.
- 28 SINCLAIR, *op. cit.*, p. 17.
- 29 *Ibid.*, p. 66.
- 30 *Ibid.*, p. 71.
- 31 LAEVEN, Luc et Fabian VALENCIA, « Systematic banking crises : a new database », *IMF Working Paper WP/08/224*, septembre 2008, cité dans Louis GILL, « La crise actuelle : écho des crises d'hier, prélude des crises à venir », Communication présentée dans le cadre du Séminaire Fernand-Dumont organisé par le département de sociologie de l'Université Laval, 21-23 octobre 2009, Île d'Orléans, http://www.economieautrement.org/IMG/pdf/SFD_Louis_Gill__2_.pdf.
- 32 SINCLAIR, Timothy, « Credit Rating Agencies and the Global Financial Crisis », *economic sociology_the european electronic newsletter*, vol. 12, n° 1, novembre 2010, p. 7.
- 33 TAUPIN, Benjamin, *Le maintien institutionnel comme travail de justification : Le cas de l'industrie de la notation du crédit*, thèse de doctorat, Paris, Université Paris-Dauphine, 2011, p. 58.
- 34 GAILLARD, *op. cit.*, p. 99-100.
- 35 AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS, *Rapport 2010 de l'AMF sur les agences de notation*, 19 août 2011, p. 8, http://www.amf-france.org/documents/general/10118_1.pdf.
- 36 MONTAGNE, *op. cit.*, p. 142.
- 37 SARKOZY, Nicolas, *Conférence de presse conjointe - Mme Angela MERKEL*, Élysée, 1^{er} avril 2009, <http://www.elysee.fr/president/root/bank/pdf/president-6049.pdf>.
- 38 <http://www.radio-canada.ca/nouvelles/Economie/2012/07/02/004-europe-enquete-agence-notation.shtml>
- 39 KLEIN, Alec, « Les agences de notation abusent-elles de leur pouvoir ? », *Courrier international*, 9 décembre 2004, <http://www.courrierinternational.com/article/2004/12/09/les-agences-de-notation-abusent-elles-de-leur-pouvoir>.
- 40 PORTEU, Marie Caroline, « SCOOP : Actionnaires des Agences de notation », *Mediapart*, 27 novembre 2011, <http://blogs.mediapart.fr/blog/marie-caroline-porteu/271111/scoop-actionnaires-des-agences-de-notation>.

CRÉDITS PHOTOS

page couverture : José Maria Silveira Neto, « SA500 at New York Stock Exchange », 15 octobre 2011, Flickr.

- 41 MONTAGNE, *op. cit.*
- 42 « Moody's, Standard & Poor's et Fitch : le règne des big three », *L'Express*, 23 novembre 2011, http://www.lexpress.fr/actualite/economie/moody-s-standard-poor-s-et-fitch-le-regne-des-big-three_1054291.html.
- 43 « De plus en plus de voix s'élèvent contre les agences de notation », *Le Temps*, 6 juillet

2011, <http://www.letemps.ch/Page/Uuid/3714c6f6-a7a4-11e0-b30e-f73852a0e418>; Interview accordée au quotidien italien *La Stampa*, juillet 2011, cité dans COLLARD, *op. cit.*, p. 8; « S&P fait de sa dégradation une prophétie autoréalisatrice », entretien avec Norbert Gaillard, *Le Point.fr*, 16 janvier 2012, http://www.lepoint.fr/economie/s-p-fait-de-sa-degradation-une-prophetie-auto-realisateur-16-01-2012-1419730_28.php.

- 44 Interview accordée au quotidien italien *La Stampa*, juillet 2011, cité dans COLLARD, *op. cit.*, p. 8.
- 45 « Junker souhaite une agence de notation européenne », *Le Nouvel Observateur*, 5 mars 2010, http://tempsreel.nouvelobs.com/economie/20100305_OBS8826/junker-milite-pour-une-agence-de-notation-europeenne.html.
- 46 PLIHON, Dominique, « Faut-il interdire les agences de notation ? », entretien avec Norbert Gaillard, Estelle Grelier et Dominique Plihon, *L'Humanité*, 30 septembre 2011, <http://www.humanite.fr/social-eco/faut-il-interdire-les-agences-de-notation-480604>.
- 47 PARLEMENT EUROPÉEN, *Réforme des agences de notation : régler la notation des dettes souveraines*, communiqué de presse, 19 juin 2012, <http://www.europarl.europa.eu/news/fr/pressroom/content/20120619IPR47242/html/R%C3%A9forme-des-agences-de-notation-r%C3%A9glementer-la-notation-des-dettes-souveraines>.
- 48 FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION, *The Financial Crisis Inquiry Report. Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, janvier 2011, p. xxv, http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf (traduction de l'auteur).
- 49 KIVIAT, Barbara, « The SEC's Next Challenge : Fixing the Ratings Agencies », *Time*, 15 avril 2009, <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1891249,00.html> (traduction de l'auteur).
- 50 EMMOTT, Robin, et Francesca LANDINI, « L'Eurogroupe accorde un délai supplémentaire à Madrid », *Le Nouvel Observateur*, 10 juillet 2012, <http://tempsreel.nouvelobs.com/economie/20120710.REU0825/l-eurogroupe-accorde-un-delai-supplementaire-a-madrid.html>.
- 51 SINCLAIR, 2005, *op. cit.*, p. 67 (traduction de l'auteur).
- 52 HARRIBEY, Jean-Marie, Dominique PLIHON, Pierre KHALFA, Stéphanie TREILLET, Edwin LE HÉRON et Christophe RAMAUX, « Sus à l'orthodoxie budgétaire défendue par la Cour des comptes ! », *Le Monde*, 18 juillet 2012, http://www.lemonde.fr/idees/article/2012/07/18/sus-a-l-orthodoxie-budgetaire-defendue-par-la-cour-des-comptes_1735230_3232.html.



L'Institut de recherche et d'informations socio-économiques (IRIS), un institut de recherche indépendant et progressiste, a été fondé à l'automne 2000. Son équipe de chercheur-e-s se positionne sur les grands enjeux socio-économiques de l'heure et offre ses services aux groupes communautaires et aux syndicats pour des projets de recherche spécifiques.

Institut de recherche et d'informations socio-économiques

1710, rue Beaudry, bureau 2.0, Montréal (Québec) H2L 3E7
514.789.2409 · www.iris-recherche.qc.ca

ISBN 978-2-923011-21-9