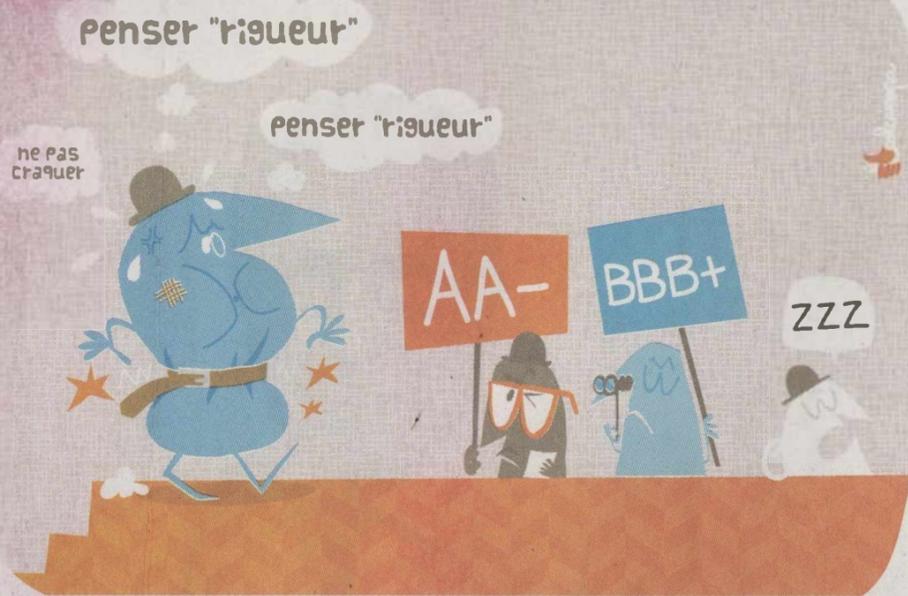


CRISE DE LA DETTE



Une note dégradée ne rime pas avec emprunt plus cher

Les agences sont presque toujours en retard sur les marchés. Il y a peu d'exemples récents où elles ont accentué la défiance vis-à-vis d'un Etat

Elles sont souvent accusées, pêle-mêle, de bénéficier d'un pouvoir démesuré, d'attiser la nervosité des marchés financiers, voire de précipiter la faillite d'un pays. Un procès intenté à tort aux agences de notation ?

Vendredi 14 octobre, Standard & Poor's (S&P) – l'une des trois principales sociétés, avec Moody's et Fitch, évaluant la capacité d'un Etat ou d'une entreprise à rembourser sa dette – a dégradé la note de l'Espagne. L'impact sur les marchés ? Aucun, les rendements des emprunts d'Etat espagnols se situant sensiblement au même niveau que la veille. Même chose à la Bourse de Madrid, l'indice IBEX ayant fini en hausse la séance de vendredi.

Privés, depuis août, de leur note AAA par S&P, les Etats-Unis ont pu continuer à emprunter sur les marchés sans payer plus cher, les taux qui leur sont appliqués restant extrêmement bas et se situant même... encore plus bas qu'avant la dégradation du pays.

« Les agences sont presque toujours en retard sur les marchés. Il n'y a que peu d'exemples récents où elles ont accentué la défiance vis-à-vis d'un Etat, estime Nicolas Véron, de l'institut bruxellois Bruegel. Dans la zone euro, les politiques ont beaucoup plus fait bouger les marchés ces douze derniers mois que les agences de notation, même si les investisseurs ne les ignorent pas. » « Comme les agences travaillent sur des données publiques,

elles sont de toute façon forcément en retard sur les marchés », appuie René Defossez, stratège chez Natixis. Les marchés bougeant tous les jours, « elles arrivent obligatoirement après la bataille », résume Marc Touati, d'Assya Compagnie financière.

L'impact des annonces des agences dépend surtout du degré de préparation à une dégradation. « Or, aujourd'hui, baisser la note d'un Etat périphérique de la zone euro constitue tout sauf une surprise », juge M. Defossez. De plus, « l'impact le plus fort intervient après la première dégradation », glisse l'économiste Norbert Gaillard, auteur de l'ouvrage *Les Agences de notation* (Reperes, 128 pages, 9,50 €). Dans le cas espagnol, le pays avait déjà subi plusieurs dégradations ces dernières années, dont une de Fitch une semaine tout juste avant celle de Standard & Poor's.

« Qui détient la dette ? »

Souvent présentées comme un simple avis par les agences, ces notes ont de fait un poids très important : d'abord parce que les réglementations bancaires s'y réfèrent pour calculer les fonds propres des banques, ensuite parce que certains investisseurs institutionnels sont obligés de n'acheter que des obligations bien « notées ».

« On va avoir un fort impact, avec beaucoup de flux techniques, quand une agence abaisse une dette dans la catégorie "spéculative" »

[note BB+ et moins], obligeant des gestionnaires de fonds à se débarasser du titre », explique Christian Parisot, d'Aurel BGC. Les marchés peuvent ainsi être amenés à tenter d'anticiper la décision des agences.

En janvier 2010, les *credit default swaps* (CDS), ces produits financiers pour se protéger de la faillite d'un Etat ou d'une entreprise, sur les emprunts grecs se vendaient au même prix que ceux de pays notés « spéculatifs », explique M. Gaillard. Or la dette grecque n'a été dégradée pour la première fois dans cette catégorie que trois mois plus tard.

Tous les pays ne sont cependant pas égaux face à une dégradation. Les Etats-Unis sont protégés par le statut privilégié du dollar. « La dégradation du pays par Standard & Poor's a même eu l'effet inverse, note M. Véron. Cette décision a coïncidé avec une hausse de la perception du risque et a donc fait encore plus des bons du Trésor américains une valeur refuge. »

Les rendements des emprunts d'Etat nippons ne se sont pas non plus tendus le 24 août après la dégradation du pays par Moody's, la dette japonaise étant détenue à 90% par les investisseurs de l'Archipel, peu susceptibles de revendre leurs obligations.

« Ce qui protège beaucoup, c'est qui détient la dette », estime M. Defossez. La dette de la France est détenue à 65% par des non-résidents. ■

CLÉMENT LACOMBE

Trois agences, trois logiques différentes

À TROIS, elles se partagent plus de 90% du marché de la notation. D'où un récurrent procès en oligopole contre les agences américaines Standard & Poor's (S & P), Moody's, et la Britannique Fitch. Et de fréquents appels à instaurer davantage de concurrence dans ce secteur, en favorisant l'émergence de nouveaux acteurs, publics ou non.

Régulièrement attaquées dans leur ensemble, ces trois agences peuvent pourtant avoir des méthodes d'évaluation fort différentes. Et accorder à la même dette d'un Etat des notes très éloignées. Tel est le constat de l'économiste Norbert Gaillard, consultant à la Banque mondiale, à l'issue d'une étude historique des notations souveraines, synthétisée dans un ouvrage tout juste publié, *A Century of Sovereign Ratings* (Springer, 196 pages, 94,90 euros).

« Depuis vingt-cinq ans, on a deux grandes approches du risque souverain, note M. Gaillard. S & P bouge souvent et ajuste sa percep-

tion du risque souverain en fonction de la conjoncture. A l'inverse, Moody's tente d'éviter les mouvements erratiques de notation, baisser puis remonter, et attend que le changement de cycle soit achevé avant d'agir. Fitch se situe à mi-chemin, évitant de faire des vagues pour gagner des parts de marché. »

Succès ou échecs

L'historique des notes accordées à l'Italie illustre ces différences : Moody's a laissé inchangé la note de la Péninsule de 2002 à 2011, quand, dans le même temps, S & P l'a dégradée trois fois. Même chose avec la Grèce en avril 2010, avec pas moins de quatre « crans » (niveau de la note) de différence entre les évaluations de S & P et de Moody's. « On s'est retrouvé avec un écart inédit pour un pays dit industrialisé, explique M. Gaillard. Chacune des deux agences est allée au bout de sa logique. »

Agissant plus tardivement, Moody's est amenée à être plus brutale dans ses dégradations ou

améliorations de note. Selon les calculs de M. Gaillard, le changement est d'en moyenne de 1,05 cran chez Fitch et S & P (sur une grille de vingt-deux crans chez cette dernière), contre 1,4 cran chez Moody's. Quand elle a abaissé la dette italienne, en octobre, Moody's l'a fait de trois crans d'un coup. S & P a étalé dans le temps la sanction, diminuant la note à chaque fois d'un cran.

Ces stratégies différenciées sont appelées à connaître succès ou échecs en fonction de la gravité de la crise. S & P a dégradé le Mexique lors de la crise de 1994-1995, avant de faire machine arrière. Moody's n'avait pas bougé.

A l'inverse, S & P, comme Fitch, ont dégradé la Grèce dès 2004, date d'un premier scandale autour du maquillage des comptes publics, et cinq ans avant la découverte de nouveaux trucages (novembre 2009), prélude à la crise actuelle. Moody's avait attendu décembre 2009 avant de procéder à sa première dégradation. ■

C. I.

Marchés : l'UE veut pénaliser les « comportements abusifs »

La Commission européenne propose la mise en place d'un régime de sanctions harmonisées. Aucune peine plancher ne sera imposée

Bruxelles
Bureau européen

Dans le cadre de ses tentatives visant à mieux réguler les marchés financiers, la Commission de Bruxelles doit dévoiler, jeudi 20 octobre, une proposition de directive visant à généraliser, en Europe, les sanctions pénales contre les délits d'initié et les manipulations graves des cours.

Ce texte entend renforcer et élargir les dispositions en vigueur depuis 2003 afin de lutter contre les abus de marché. Une étude d'impact des mesures actuelles indique que celles-ci « manquent d'efficacité et s'avèrent trop peu dissuasives ». Les auteurs relèvent, en outre, des approches très divergentes des pays de l'Union en matière de sanctions pénales, ce qui s'avère un autre atout pour les fraudeurs.

Il convient dès lors de « renforcer les pouvoirs des régulateurs et les sanctions, aujourd'hui trop peu dissuasives, en fixant des principes communs et des sanctions administratives minimales », commente Michel Barnier, le commissaire en charge des services financiers. « Il faut exiger des Etats membres qu'ils imposent des sanctions pénales pour les abus de marché les plus graves », ajoute-t-il.

José Manuel Barroso, président de la Commission européenne, avait plaidé, dimanche 16 octobre, dans un entretien au *Parisien*, pour

l'inscription dans le droit européen d'une responsabilité pénale individuelle des acteurs financiers. « Nous avons vu des comportements abusifs sur les marchés, certains ont provoqué la crise actuelle. Nous allons réguler ces pratiques ! », a-t-il expliqué.

La proposition – faite au Conseil et au Parlement – couvre tous les domaines qui ne sont pas actuellement régulés, comme les dérivés de gré à gré ou le trading à haute fréquence. Dans certains cas, cette technologie devrait, pour les spécialistes de la Commission, être assimilée à de la manipulation de cours.

Variations

Le régime actuellement en vigueur pour les abus de marché permet aux Etats d'imposer, à leur convenance, des sanctions pénales lorsqu'ils détectent une infraction. La France, l'Allemagne ou le Royaume-Uni disposent d'une telle législation. Mais le dispositif laisse aux capitales une importante marge de manœuvre. D'où les variations d'un pays à l'autre.

Ainsi, quatre pays ne prévoient aucune sanction pénale pour les manipulations de cours : l'Autriche, la Bulgarie, la Slovaquie et la Slovaquie. Tandis que cinq autres (Bulgarie, République tchèque, Estonie, Finlande et Slovaquie) en font de même pour la divulgation d'information par un « initié primaire ».

Si la nouvelle proposition est adoptée, tous les Etats de l'Union devront pénaliser les abus de marché les plus graves. Le but étant d'améliorer la lutte contre les pratiques délictueuses en allant vers un régime de sanctions harmonisées.

Aucune peine plancher ne sera imposée, mais des « principes communs » sont, en revanche, proposés pour la fixation des amendes : celles-ci devraient être au minimum égales aux profits réalisés par le biais d'un abus de marché, du moins quand il est possible de les déterminer.

La proposition s'appuie sur deux articles du traité de Lisbonne, qui permet désormais à l'Union d'adopter des règles en matière de droit pénal commun afin de mieux faire mieux respecter sa réglementation et la mise en œuvre de ses politiques.

Présentée comme « une mesure de dernier recours » par la commissaire à la justice, Viviane Reding, la sanction pénale devrait viser les formes les plus graves de la criminalité. Le coût global de celle-ci est estimé à 233 milliards d'euros par an pour l'ensemble de l'Union. Pour Bruxelles, la prévention de la manipulation des marchés financiers est l'une des grandes priorités, avec la lutte contre les fraudes au détriment du budget de l'Union. ■

PHILIPPE RICARD
ET JEAN-PIERRE STROOBANTS

UN NUMÉRO EXCEPTIONNEL

L'EXPRESS HORS-SÉRIE CLASSICA

UN SIÈCLE DE JAZZ

- LA SAGA DES GÉNIES
Louis Armstrong, Miles Davis, Duke Ellington, John Coltrane, Charlie Parker
- LES 100 DISQUES INDISPENSABLES
Les meilleurs CD et DVD
Les labels légendaires
- LES NOUVELLES TENDANCES
Les voix actuelles
Clubs et festivals

EN CADEAU Porgy and Bess UN CD EXCEPTIONNEL L'ALBUM ÉTERNEL DE MILES DAVIS

TSF JAZZ mezzzo

M. Delors dénonce le « coup de poker » de Sarkozy et Merkel

L'ancien président de la Commission européenne estime que Jean-Claude Trichet, le président de la BCE, « a sauvé l'euro »

Entretien

49 X
L

Ancien président de la Commission européenne (1985-1994), Jacques Delors n'a cessé de militer pour une Union mieux équilibrée. Il propose de corriger les vices de construction de la zone euro en la transformant en zone de coopération renforcée, ce qui la doterait d'une capacité plus grande de décisions et de moyens.

L'euro est-il en danger ?

J'ai dit cet été que l'euro était au bord du gouffre. Je suis désolé d'avoir eu raison. Les Européens ont réagi trop tard, trop peu et dans un climat de cacophonie. Après l'accord du 21 juillet, que je trouvais plus à la hauteur des enjeux, je pensais que l'on convoquerait d'urgence les Parlements des dix-sept pays de l'Union monétaire pour que les mesures soient opérationnelles dès le mois d'août. Nenni !

Que pensez-vous de la recapitalisation réclamée aux banques européennes ?

C'est un coup de poker avec un petit côté « flambeur ». On joue le coup d'après – la recapitalisation des banques – sans avoir achevé le coup précédent – l'application de l'accord du 21 juillet.

J'essaie de comprendre. L'économiste Patrick Artus, en prenant l'hypothèse d'un défaut de 50 % pour la dette de la Grèce, a conclu qu'il n'y avait pas le feu au lac même s'il faudra, bien sûr, passer aux règles de Bâle III et renforcer la solidité des banques. Il n'en serait pas de même si la menace s'étendait à d'autres pays du sud de l'Europe. A moins que, selon la formule d'une célèbre humoriste, « on ne nous dise pas tout » ? Attention à l'effet domino ! L'assaut d'une spéculation irrationnelle peut-il être stoppé par des ressources rationnelles et d'application difficile comme la recapitalisation des banques ? Et dans quels délais pour imposer notre crédibilité aux marchés ?

Quelle est l'origine de la crise ?

La crise de l'euro est liée à la crise financière mondiale, mais aussi au vice de construction du système de l'euro.

En 1997, après avoir quitté la Commission, j'avais proposé, dans l'esprit du rapport Delors de 1989, de créer à côté du pôle monétaire (la Banque centrale indépendante et un pacte de stabilité) un pôle économique avec un pacte de coordination des politiques économiques. Si un tel équilibre avait été réalisé, le Conseil de l'euro se serait interrogé en temps utile sur la situation de la Grèce, sur la dette privée qui augmentait de façon inquiétante en Espagne, en Irlande et en Italie. Il aurait pu réagir.

« Sauver le soldat grec, c'est sauver l'euro. C'est le préalable »

Le tandem franco-allemand a-t-il été bénéfique ?

Si le coup de poker réussit, ce que je souhaite, il aura eu un rôle utile dans la mesure où les marchés auront retrouvé le calme. Mais je vois que les autres pays commencent à protester contre le « MERKOZY » ou la politique du fait accompli. Il est temps de redonner son rôle central à la méthode communautaire pour préparer les décisions et y associer tous les pays membres.

Que pensez-vous des remèdes imposés à la Grèce ?

On assiste au retour en force de l'esprit du consensus de Washington et des anciennes pratiques du FMI : « Apprendre aux pays en difficulté à mourir guéri ». En trois ans, la Grèce aura perdu plus de 10 % de son produit intérieur brut (PIB). Quel effort raisonnable peut-elle réaliser dans ces conditions pour réduire son déficit ?

On lui demande de privatiser, mais qui ne connaît les vautours du marché ? Comment voulez-

vous qu'un pays aux abois négocie au mieux ses privatisations ? Il aurait fallu mettre ses entreprises publiques dans une structure, les évaluer à un prix raisonnable, donner l'argent correspondant aux Grecs et consolider ces actifs et les vendre au bon moment. C'est du bon sens.

Le sauvetage de la Grèce va être douloureux.

En effet, ce pays n'est présent que dans peu d'activités économiques dominantes dans le commerce international. Son problème de compétitivité est donc très spécifique. Il faut en tenir compte, car sauver le soldat grec, c'est sauver l'euro. C'est le préalable.

Les réticences de la Finlande ou de la Slovaquie à aider la Grèce annoncent-elles un repli nationaliste ?

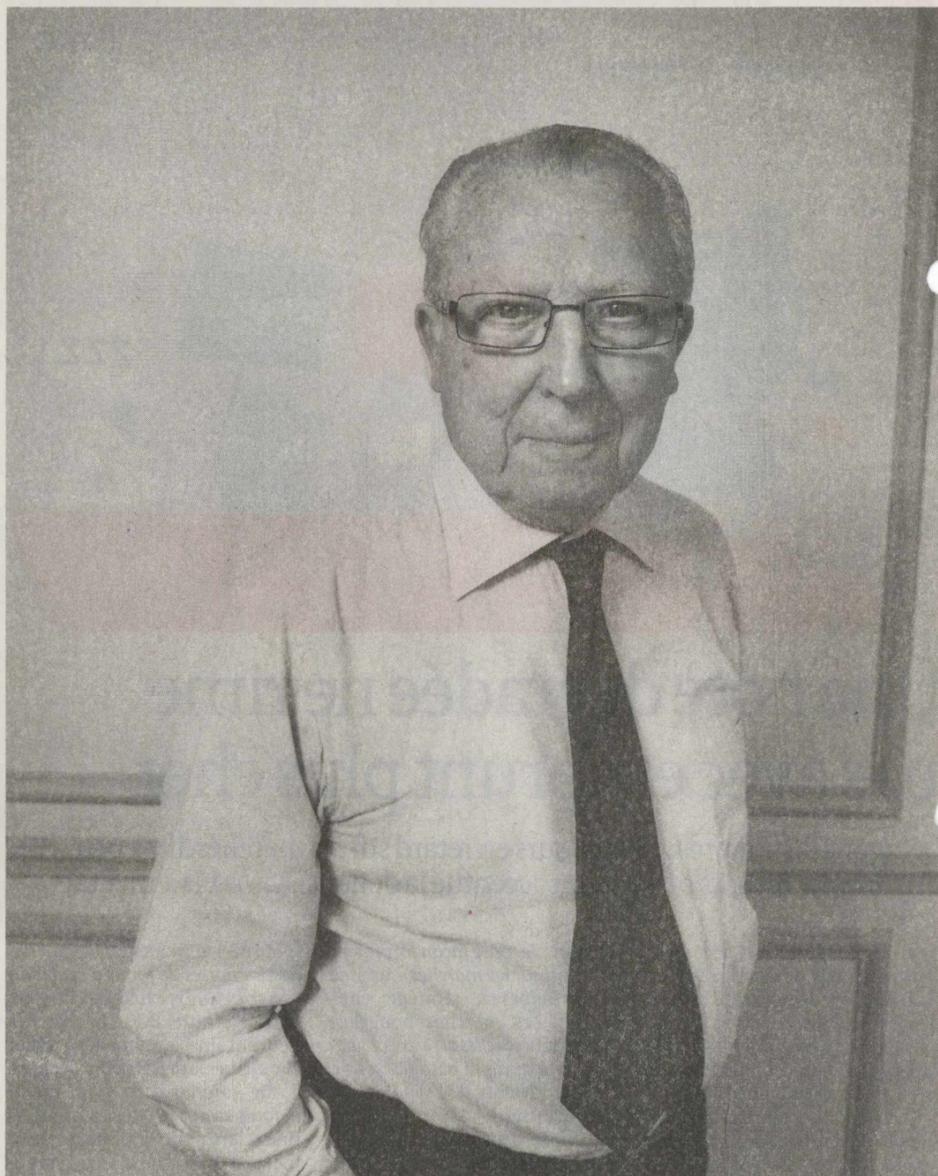
L'ambiance n'est pas bonne et rappelle les années 1930. Le nationalisme rampant, le populisme agressif, la peur de la globalisation, tout cela remet en cause le contrat de mariage européen.

Pourtant, face aux menaces sur l'euro, comme aux risques de récession, la riposte allait de soi. Aux Etats membres, la rigueur incontournable, à l'Union, des actions de relance. Hélas, voyez les réticences sur les moyens budgétaires ou sur les eurobonds que même les marchés réclament !

Faut-il changer le traité ?

Je trouve encourageante la position de M^{me} Merkel en faveur d'un nouveau traité. Pour ma part, je donnerais la priorité à la transformation de l'eurozone en coopération renforcée (comme l'autorisent les traités), ce qui permettrait de doter l'UEM (Union économique et monétaire) d'une capacité plus grande de décision et des moyens nouveaux de coopération d'actions communes (y compris un fonds de régulation conjoncturelle) et aussi de sanctions.

Dans ce nouveau traité, on devrait prévoir la possibilité de sortir un pays de la zone euro avec une majorité surqualifiée de 75 %.



TINA MÉRANDON POUR « LE MONDE »

Si une telle clause avait existé, les Finlandais et les Slovaques auraient réfléchi à deux fois avant de retarder les décisions. Avoir une monnaie commune implique en effet des devoirs plus exigeants.

Que pensez-vous de l'action de Jean-Claude Trichet à la tête de la Banque centrale européenne (BCE) ?

Nous avons eu des divergences, mais je lui tire mon chapeau. Lorsque la cacophonie l'emportait, il est intervenu sur le marché, il a rappelé à l'ordre l'Italie et mis en place une politique astucieuse de re-

nancement d'une partie limitée de la dette souveraine. Il a sauvé l'euro. La leçon à tirer est qu'une banque centrale doit avoir deux principes directeurs : la stabilité des prix et le contrôle de l'endettement privé et public. C'est ce second principe qui avait été oublié depuis 1999.

Croyez-vous à la thèse du complot anglo-saxon contre l'euro ?

A Washington, certains craignent que l'euro ne nuise à l'empire du dollar. D'autres, plus théoriques, estiment qu'une monnaie ne peut exister sans Etat (fédéral, en l'espèce). Mais les membres de

l'Union n'ont pas voulu aller plus loin dans les abandons de souveraineté.

Qu'attendez-vous du G20 ?

Qu'il prenne des décisions fondées sur un accord clair : le renforcement des moyens du FMI, la réglementation du système financier, et, en particulier, des exigences de garanties pour les banques « too big to fail » et la distinction entre banques de dépôts et banques d'affaires. Ce serait déjà une première et substantielle étape. ■

PROPOS RECUEILLIS PAR
ALAIN FAUJAS
ET CLAIRE GATINOIS

Pékin cherche à maintenir un équilibre délicat entre croissance et inflation

Au troisième trimestre, le produit intérieur brut chinois a augmenté, sur un an, de 9,1 %, contre 9,5 % au deuxième trimestre et 9,7 % au premier

Shanghai

Correspondance

La croissance chinoise a perdu un peu de son altitude pour le troisième trimestre consécutif. Le produit intérieur brut (PIB) de la deuxième économie mondiale a progressé de 9,1 % sur un an au troisième trimestre. Il avait avancé de 9,5 % au deuxième trimestre et de 9,7 % pendant les trois premiers mois de l'année.

Cette décélération est le résultat de la politique de contrôle de l'inflation du gouvernement depuis l'automne 2010, alors que le plan de relance qui a permis à la Chine de se barrer contre la crise mondiale a engendré un gonflement des prix. Après un pic à 6,5 % en juillet, l'inflation s'est stabilisée en septembre à 6,1 %. Loin de l'objectif de 4 % en 2011.

Conséquence, les ratios de réserves obligatoires des banques commerciales ont été revus à la hausse à de multiples reprises. Les taux directeurs de la banque centrale ont été relevés cinq fois en douze mois. Mais ils restent négatifs en termes réels, c'est-à-dire en tenant compte de l'inflation. « Une répression financière », juge l'économiste de l'université de Pékin Michael Pettis : les ménages, qui continuent d'épargner malgré l'inflation car il leur faut économiser toujours plus pour leur santé, leur retraite ou leur logement, consom-

ment moins. D'autant que les banques, majoritairement publiques, financent d'abord les projets de l'Etat et les grandes entreprises nationalisées avant de prêter aux ménages. Résultat, la consommation représente aujourd'hui 35 % du PIB, contre 45 % il y a dix ans. La croissance de la production des usi-

A Wenzhou, les patrons endettés plient bagage

Wenzhou (province du Zhejiang)
Envoyé spécial

Chen Haiwei a conservé la voiture de l'entreprise, une Chery, lorsque son patron s'est volatilisé. « Je la rendrai s'il me rembourse, j'avais avancé 60 000 yuans à l'entreprise », plaide le jeune homme de 28 ans. Il était le responsable des achats d'un fournisseur de la marque de chaussures Jiudian, qui employait environ cinq cents personnes. Jusqu'à ce que son patron, Cai Liehui, plie bagage à la dérobée, comme 227 autres entrepreneurs de Wenzhou, ville commerçante de l'est de la Chine.

Cai Liehui s'est probablement envolé pour l'Afrique du Sud, où le groupe possède une filiale. Depuis sa disparition, il a en effet proposé à des employés de le rejoindre. Le patron était endetté jusqu'au cou. Pris à la gorge alors que les ban-

ques chinoises a ralenti à 14,2 % (en rythme annuel) sur les neuf premiers mois de l'année – 0,1 point de moins qu'au premier semestre – même si les chiffres du seul mois de septembre montrent un léger redressement, après un été sur fond de malaise chez les grands partenaires commerciaux

Promesse d'une assistance

Les industries locales, souvent tournées vers l'export, souffrent déjà de la mauvaise conjoncture internationale, constate Zhou Dewen, président de l'association pour le développement des petites et moyennes entreprises de Wenzhou. Le resserrement du crédit des banques est le coup de trop. Et les PME « se tournent vers des sociétés de crédit privées qui pratiquent l'usure. Lorsqu'elles ne parviennent plus à payer, la chaîne se rompt, certains patrons prennent la fuite ou se suicident ».

Chacun ici connaît l'histoire du

fondateur de la marque de chaussures Zheng Deli, qui s'est jeté du 22^e étage d'une tour, le 27 septembre. La banque lui avait promis un second prêt à la condition qu'il rembourse le premier. Zheng Deli s'est donc tourné vers un prêteur privé afin d'honorer ses engagements mais, entre-temps, la banque, subissant le raidissement monétaire, a fait marche arrière.

Le premier ministre, Wen Jiabao, s'est rendu à Wenzhou, le 5 octobre, et a demandé aux banques de venir en aide aux PME.

D'autant que les entrepreneurs de cette ville de trois millions d'habitants, qui investissent aux quatre coins du pays, sont considérés comme les précurseurs du petit capitalisme chinois.

Suite à la visite de Wen Jiabao et à la promesse d'une assistance financière, le directeur de l'un des premiers fabricants de lunettes chinois, Center Group, est rentré

ronnement international compliqué et volatile ». La problématique est désormais de savoir comment Pékin va jongler entre ces deux priorités contradictoires que sont la croissance et le contrôle des prix.

Pour Yao Wei, économiste de la Société générale à Hong Kong,

Lâcher du lest

« certes, la croissance chinoise freine, mais la production industrielle, la consommation et l'investissement se tiennent toujours bien tandis que les choses s'arrangent sur le front de l'inflation ». L'inquiétude de Yao Wei se porte sur l'immobilier, alors que les volumes de ventes sont en déclin : « certains promoteurs vont souffrir ».

Ceux-ci militent d'ailleurs pour que soient rouvertes les vannes du crédit. Zhang Xin, une « tycoon » de l'immobilier, estimait ainsi récemment que le gouvernement devra lâcher du lest « pour éviter que l'ensemble du secteur privé soit affecté ». Les petites et moyennes entreprises des provinces industrielles côtières poussent dans ce sens, car les banques dépourvues de liquidités préfèrent prêter aux grands groupes publics.

Le débat porte donc sur le moment où le gouvernement jugera opportun de changer son fusil d'épaule. Mais Pékin semble aujourd'hui relativement déterminé malgré les hurlements des promoteurs et le risque réel dans l'immobilier comme dans le secteur privé. « La relâche de la banque centrale n'est probablement pas pour tout de suite car il s'agissait bien en lançant cette politique de parvenir à un réajustement des prix », juge Yao Wei. ■

H. TH.

HAROLD THIBAUT