

# «L'euro : des niveaux de préparation très différents»

Eric de Bodard et Michel Madelain font le point sur les préoccupations des banques françaises et leurs répercussions en matière de notation, qu'il s'agisse de l'euro, de la recomposition des secteurs bancaires européens, de l'attitude des investisseurs ou de l'apparition des fonds de retraite.

— *Quel impact aura l'euro sur la notation des pays et des banques européennes ?*

**Eric de Bodard** – Pour ce qui concerne les États, nous avons finalisé notre réflexion il y a quelques semaines, et largement communiqué au marché nos principales conclusions. Le sujet est un peu complexe, et mériterait une interview à lui seul. En quelques mots, il nous semble tout d'abord que le plafond de notation pour les pays «in» devrait s'établir au niveau le plus élevé, Aaa et ce à la fois pour les notations en monnaie locale et en devises. Tous les émetteurs de la zone euro, y compris les États, ne seront donc plus en pratique contraints par ce plafond. Notre détermination de ce niveau Aaa prend en compte, d'une part, le fait que les premiers entrants devraient avoir une position créditrice forte vis-à-vis du reste du monde, tout en présentant les caractéristiques de solidité du tissu économique et de stabilité politique généralement associées à des notes de niveau Aaa. Il n'existera d'autre part plus de problème de convertibilité pour ces pays, qui parta-

geront la même monnaie. Ceci ne signifie pas pour autant que tous les États recevront la notation la plus élevée du simple fait de leur adhésion à l'euro. Ils devront être évalués, en tant qu'émetteurs, sur leurs caractéristiques propres pour leur capacité à rembourser leurs dettes. La note en monnaie locale reflète le mieux cette solidité. Après la mise en place de l'Union monétaire, cette note locale pour les États sera donc la seule à subsister. Dans l'intervalle, au fur et à mesure que l'euro se rapproche et que la probabilité grandit pour certains pays de rejoindre la zone euro, Moody's sera amené à faire converger les plafonds de notes devises existants vers la notation plafond de la zone, c'est-à-dire Aaa.

**Michel Madelain** – En ce qui concerne les banques, l'introduction de la monnaie unique constitue un nouveau facteur d'environnement. Nous nous sommes donc attachés, depuis de nombreux mois, à tenter d'en évaluer la portée sur les activités des établissements de crédit, la solidité de leur fonds de commerce, leurs perfor-

mances financières à court et long termes. Les effets à court terme sont les plus faciles à identifier, qu'il s'agisse des coûts d'adaptation ou de pertes de recettes (change, moyens de paiement). Les effets à long terme sont plus complexes, car ils concernent les dynamiques internes des différents acteurs au sein de chaque système ainsi que celles de l'intégration des systèmes bancaires européens. Globalement nous n'attendons pas de bouleversement mais plutôt l'accentuation de tendances déjà observées telles que l'augmentation de la concurrence et la globalisation des activités, disparition des situations de «rentes», contraction des marges d'intérêts accentuée par un contexte de faible taux d'intérêts, nécessité d'abaisser les prix de revient et d'améliorer la productivité du secteur.

En termes de notation, cela peut se traduire par une plus grande différenciation des notes, l'émergence d'un nombre plus réduit d'acteurs dont la solidité financière, la rentabilité et les caractéristiques du fonds de commerce permettront la mise en œuvre d'une stratégie adaptée à ce nouveau contexte.

## La notation souveraine en Europe

Au 20 juin 1997	Plafond devise pays	Notation domestique État	Notation devise État
Allemagne	Aaa	Aaa	-
Autriche	Aaa	Aaa	Aaa
Belgique	Aa1	Aa1	Aa1
Danemark	Aa1	Aaa	Aa1
Espagne	Aa2	Aa2	Aa2
Finlande	Aa1	Aaa	Aa1
France	Aaa	Aaa	Aaa
Royaume-Uni	Aaa	Aaa	Aaa
Grèce	Baa1	A2	Baa1
Irlande	Aa1	Aaa	Aa1
Italie	Aa3	Aa3	Aa3
Luxembourg	Aaa	-	-
Pays-Bas	Aaa	-	-
Portugal	Aa3	Aa2	Aa3
Suède	Aa3	Aa1	Aa3

*«En France, le contexte n'est pas favorable aux opérations de consolidation.»*

Eric de Bodard

*Peut-on dire que les secteurs bancaires de certains pays sont plus en avance que d'autres dans leurs préparatifs pour la monnaie unique ?*

**M. M.** – La façon dont les banques appréhendent le passage à l'euro varie en fonction de l'intérêt et de la volonté politique qu'a manifesté le pays pour l'intégration à l'euro, du calendrier prévu, et de la perception que peuvent avoir les acteurs de l'impact de l'euro sur leurs activités. Dans certains pays comme l'Allemagne, les pays du Bénélux, l'accent a été mis très tôt sur la réflexion stratégique et la préparation opérationnelle de l'ensemble des activités des établissements, qu'il s'agisse des activités interbancaires ou de marchés, de clientèle commerciale, de la banque de détail. A l'inverse, dans d'autres pays tels que le Royaume-Uni, la préparation se limite souvent à une mise à niveau opérationnelle des activités interbancaires et de marchés. Les établissements français se situent, je crois, à un niveau intermédiaire. Il y a donc des niveaux de préparation très

différents, mais personne sur le continent ou au Royaume-Uni n'est en mesure d'ignorer cette perspective.

*Que pensez-vous des mouvements constatés dans les secteurs bancaires européens ? En France, par exemple, les regroupements entre banques ont généralement entraîné une baisse de la notation, comment faut-il l'interpréter ?*

**M. M.** – On constate à travers l'Europe continentale l'existence de nombreux mouvements de rapprochement ou de concentration dans le secteur bancaire. Il s'agit d'un processus lent, sous-tendu par la recherche d'une meilleure rentabilité.

Quant à l'impact de ces opérations sur la notation des établissements, il résulte de l'analyse des conditions de chaque transaction et de ses incidences en termes de solidité financière et de rentabilité pour le nouvel ensemble, en tenant compte des contraintes d'environnement et de concurrence. Nous examinons également la façon dont la transaction est structurée, les risques posés aux obligataires et aux actionnaires et la capacité du management à mener une opération souvent complexe. Il n'y a pas d'a priori négatif vis-à-vis d'opérations de consolidation.

En France néanmoins la capacité des établissements à réduire les coûts et à générer des revenus complémentaires est aujourd'hui limitée par les contraintes sociales et la conjoncture économique. Ce contexte n'est pas favorable aux opérations de consolidation.

**E. de B.** – De plus, en France, les opérations se sont faites en général par des rachats plutôt que par des fusions, ce qui a un impact sur le niveau des fonds propres. En pratique cependant il faut relativiser cet élément qui n'est qu'une composante de notre analyse, et qui de plus doit être mis en perspective pour tenir compte de l'importance de l'entité achetée par rapport à la taille de l'acquéreur.

*Les banques françaises qui ont vu récemment leur note abaissée ont réagi vivement. L'impact des agences de notation n'est-il pas exagéré ?*

**E. de B.** – Nous présentons toujours la notation comme un instrument d'aide à la décision, non comme un substitut au jugement des intervenants de marché. Nous passons beaucoup de temps à expliciter au marché les éléments sur lesquels se fonde notre opinion, non seulement sur l'émetteur mais également sur le secteur dans lequel il travaille pour donner un contexte plus large aux investisseurs, pour qu'ils puissent comprendre ce que représente la notation et comment elle a été déterminée. Parallèlement, au fur et à mesure que la notation se développe chez les grands intervenants, de plus en plus d'analystes de crédit sont capables d'apprécier eux-mêmes les risques et de se forger leur propre opinion. La notation ne devient qu'un élément supplémentaire d'analyse.

**M. M.** – En effet, au-delà des aspects médiatiques, un autre phénomène s'est développé en France au cours des dernières années : une plus grande sensibilité au risque de crédit notamment pour le secteur bancaire. De ce fait, nos opinions ont peut-être plus d'échos sur le marché français qu'elles n'en avaient auparavant. Pendant longtemps, celui-ci a vécu sur une confiance de place. Il obéit aujourd'hui à des paramètres différents, notamment une plus grande discipline en termes d'analyse de crédit. Cette tendance devrait se développer plus encore dans le contexte de l'euro.

*On a récemment reproché aux agences de notation d'avoir réagi trop tard et rétrogradé les établissements une fois que les difficultés étaient connues de tous. Que répondez-vous à ces critiques ?*

**E. de B.** – Nous essayons de mesurer le risque de défaillance et le cas échéant, la sévérité de la perte. Les notations dites *investment grade* ne devraient

Michel Madelain

*«... dans d'autres pays tels que le Royaume-Uni, la préparation à l'euro se limite souvent à une mise à niveau opérationnelle des activités interbancaires et de marchés.»*

pas en principe connaître une situation de défaillance. La note du Crédit foncier est ainsi toujours restée au niveau d'*investment grade*. En effet une notation certes intègre les caractéristiques particulières de l'émetteur, financières ou de métier, mais aussi les paramètres de soutien institutionnel qui peut être différencié selon les émetteurs, et selon les pays.

— *N'existe-t-il pas une dictature du triple A de la part des investisseurs ?*

**E. de B.** – La tendance me semble plutôt inverse. Les intervenants de marché dans un premier temps ont tendance à privilégier les notations les plus élevées. Puis, au fur et à mesure que leur propre capacité à appréhender et mesurer les risques s'accroît, ils sont en général prêts à prendre des risques de plus en plus élevés. Les cas les plus aboutis sont ceux où les acteurs de marché souscrivent des titres de créances spéculatifs (aussi appelés *junks bonds*).

Certes il peut se produire des phénomènes de fuite vers la qualité à certaines périodes, en particulier pour des raisons de stress financier, moments au cours desquels les acteurs ont une préférence pour les meilleures signatures, mais ce ne sont en général pas des tendances pérennes.

— *L'importance de la notation pour un investisseur ne va-t-elle pas s'accroître du fait de l'avènement du marché unique ?*

**E. de B.** – Nos contacts réguliers auprès des utilisateurs de la notation semblent en effet valider votre observation. Un ensemble de facteurs favorables au développement d'une culture de risque peuvent être identifiés. Tout d'abord pour maximiser leurs retours sur investissements, les investisseurs ne pourront plus compter sur les variations monétaires ou sur les différentiels de taux d'intérêt comme ils ont pu largement le faire jusqu'à présent. Il ne leur restera plus que les *spreads* de risque de crédit pour améliorer les rende-

## Notations des plus grands groupes bancaires européens

Au 20 juin 1997

	Notation long terme	Notation court terme	Notation de solidité financière	Taille du bilan au 31.12.1996 en milliards de USD
Deutsche Bank AG	Aa1	Prime-1	B+	557,4
Crédit Agricole Group	Aa1	Prime-1	B+	480,7
HSBC Holdings Plc	A3*	-	-	401,6
Dresdner Bank AG	Aa1	Prime-1	B+	359,9
Credit Suisse Group (anciennement CS Holding)	A1	-	-	358,4
Banque nationale de Paris	Aa3	Prime-1	B	357,8
Société générale	Aa3	Prime-1	B	342,0
ABN Amro Bank N.V.	Aa1	Prime-1	A	341,3
Union Bank of Switzerland	Aaa	Prime-1	A	323,7
Barclays Bank Plc	Aa2	Prime-1	B+	315,8
National Westminster Bank Plc	Aa2	Prime-1	B+	314,7
Crédit lyonnais	A3	Prime-2	A	312,3
Westdeutsche Landesbank GZ	Aa1	Prime-1	C	296,3
Compagnie financière de Paribas	A3	Prime-2	-	292,8
Commerzbank AG	Aa2	Prime-1	B+	282,4
Swiss Bank Corp.	Aa1	Prime-1	B+	267,1
Bayerische Vereinsbank AG	Aa1	Prime-1	A	259,5

\* Notation pour la dette subordonnée ; pas de notation de la dette senior.

Source : Moody's

ments. Dans le même temps, un certain nombre de contraintes techniques ou réglementaires qui les conduisaient à investir de préférence à l'intérieur de leur pays d'origine devraient soit disparaître, soit être beaucoup moins limitatives ; on peut ainsi penser à titre d'exemple aux règles de congruence pour les compagnies d'assurance. Il devrait donc s'ensuivre la création d'un large marché de produits de taux en euro, dans lequel les investisseurs seront plus incités à diversifier leurs investissements et à être plus attentifs au couple risque de crédit/rentabilité. Deux conséquences pratiques peuvent être aussi mentionnées : d'une part, les investisseurs devraient privilégier une approche comparative à l'intérieur de secteurs d'activité, plutôt qu'à travers le prisme uniquement géographique ; d'autre part, certains acteurs voient la possible émergence d'un marché obligataire spéculatif.

— *Vous avez annoncé votre intention de noter les fonds de pension. Comment allez-vous procéder ? Le faites-vous déjà dans d'autres pays ?*

**E. de B.** – Nous notons déjà quelques fonds aux États-Unis et en Grande-Bretagne mais il est vrai que cette activité reste nouvelle pour les agences de notation. A ce jour, elle a été essentiellement conduite à l'occasion d'opérations de marché dans lesquelles s'engageaient les fonds, en particulier dans des transactions sur des produits dérivés. Mais une nouvelle demande semble se faire jour pour jauger de la solidité financière de ce type de fonds.

Du point de vue du notateur, il faut différencier dans une analyse de fonds de pension, les fonds à prestations définies et ceux à cotisations définies, comme c'est le cas en France. L'engagement éventuel vis-à-vis des adhérents n'est pas de même nature. Aujourd'hui nous en sommes encore dans la phase de mise en place des critères, qui seront naturellement affinés à travers des discussions avec les intervenants, mais ils devraient inclure des paramètres liés d'une part, à la qualité des actifs des fonds et d'autre part, à la qualité de la gestion et au processus de contrôle et de suivi des opérations. La compétence et l'expérience des gestionnaires, la qualité et la solidité financière des intervenants, qu'il s'agisse des parrains ou des dépositaires, ou les règles d'allocation d'actifs seront des éléments significatifs des évaluations que nous serons amenés à conduire. ■

Propos recueillis  
par Élisabeth Coulomb

Eric de Bodard

*«Il devrait s'ensuivre la création d'un large marché de produits de taux en euro, dans lequel les investisseurs seront plus incités à diversifier leurs investissements et à être plus attentifs au couple risque de crédit/rentabilité.»*