

# L'impact de l'euro sur la notation souveraine

François Veverka  
 Directeur général  
 pour l'Europe  
 Standard & Poor's  
 Rating Services



La substitution de l'euro aux devises nationales ne devrait pas gommer les disparités de notation sur la dette des pays membres, même si la discipline budgétaire devrait faire converger tous les états concernés vers les niveaux de *rating* les plus élevés.

**L**a construction de l'Union économique et monétaire post-1999-2002 verra coexister une compétence maintenue des États participants dans la définition de leur politique économique générale – s'accompagnant certes d'un renforcement probable de la coordination des politiques économiques, mais sans transfert de compétences institutionnellement organisé – et un abandon de souveraineté monétaire au profit de la Banque centrale européenne. Si cette

dernière n'a pas formellement compétence pour déterminer le niveau de la parité de l'euro par rapport aux autres devises, la gestion du taux de change et de la situation monétaire extérieure seront des objectifs relevant directement de son ressort.

L'Union monétaire apparaît donc comme une entité spécifique du point de vue de l'analyse de crédit : elle présente certains apanages de souveraineté, sans en disposer entièrement. Elle est plus qu'une simple zone monétaire, où des États adoptent une référence commune, mais qui est gérée par un seul d'entre eux («dollarisation», zone franc). Les membres participants conservent des responsabilités très importantes dans la mise en œuvre de leur

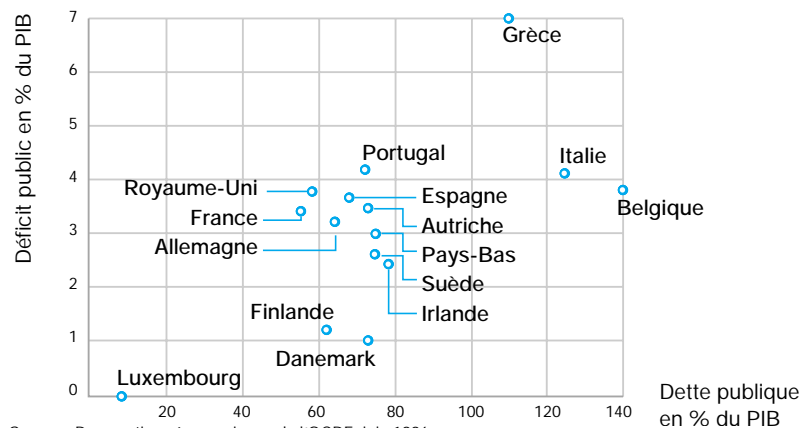
politique économique, mais abdiquent d'autres responsabilités essentielles (soit directement, pour la monnaie, soit indirectement, pour le budget, à travers les critères de convergence). Enfin, l'Union monétaire est par nature évolutive, tant s'agissant des pays participants que de son équilibre institutionnel : si l'UM est un succès, il est clair que son pouvoir d'attraction à l'égard des autres États de l'Union demeurant initialement à l'écart du système (Royaume-Uni, Suède, pays non initialement «qualifiés...») deviendra irrésistible ; en outre, à terme, l'élargissement vers l'Est conduira certains des futurs nouveaux membres à revendiquer leur adhésion à l'euro. Dès lors, dans la mise en œuvre des critères que

## ❶ Les notes S&P à long terme des États de l'Union

	Notes	
	en monnaies locales	en devises
Allemagne	AAA	AAA
Autriche	AAA	AAA
France	AAA	AAA
Luxembourg	AAA	AAA
Pays-Bas	AAA	AAA
Royaume-Uni	AAA	AAA
Belgique	AAA	AA+
Danemark	AAA	AA+
Suède	AAA	AA+
Finlande	AAA	AA
Espagne	AAA	AA
Irlande	AAA	AA
Italie	AAA	AA
Portugal	AAA	AA-
Grèce	A-	BBB-

Août 1997.

## ❷ Les critères budgétaires de Maastricht



Source : Perspectives économiques de l'OCDE, juin 1996.

Standard & Poor's utilise pour évaluer le risque souverain, ces spécificités se doivent d'être pleinement prises en compte.

### ***Situation actuelle des notations***

Au cours de la période récente, les critères de Maastricht sont devenus la référence permanente de l'analyse de la situation et des politiques économiques. Toutefois, indépendamment du strict respect des conditions fixées par le traité, la situation des États de l'Union – candidats immédiats, différés ou incertains à l'euro – demeure extrêmement forte, comme le montrent les notations de chacun des pays membres : à l'exception du cas spécifique de la Grèce, notée BBB- sur sa dette en devise, tous les autres pays bénéficient d'un *rating* dans AAA pour leur dette dans leur propre monnaie, leur notation en devises étrangères les situant au minimum dans la catégorie AA. Il découle de cette situation que la notation implicite de l'Union se situe elle-même

au plus haut niveau, soit AAA avec une perspective stable ①.

Quels seront les effets de la mise en place de la monnaie unique sur les notations ? Pour répondre à cette question, il importe de décrire d'abord les effets méthodologiques de la mise en place de l'euro sur l'analyse en terme de *rating*, avant d'en tirer les conséquences au plan pratique.

### ***Les conséquences méthodologiques de la mise en place de l'Union monétaire***

La mise en place de l'euro, on l'a vu, va transférer au niveau communautaire la gestion monétaire intérieure et extérieure, précédemment l'apanage des États membres. Pour les notations, ce transfert devrait se traduire, entre autres facteurs, par deux effets principaux.

- L'analyse de la situation économique interne et, surtout, les éléments de flexibilité budgétaire et fiscale deviendront très largement prépondérants : alors qu'actuellement ces points

doivent être simultanément balancés au regard de l'évolution du niveau d'inflation interne, de celle de la balance des paiements ou de la dette extérieure, l'analyse de la qualité de crédit des États ayant substitué l'euro à leur propre devise deviendra, mutatis mutandis, assez similaire à celle d'une grande collectivité. Le *rating* s'attachera d'abord à cerner la marge de manœuvre financière dont disposent les budgets des États membres, elle-même reflet du degré de pression des prélèvements obligatoires et du potentiel de croissance économique.

En revanche, par la nature même de l'Union monétaire, l'analyse de la balance des paiements deviendra évidemment sans objet.

- Bien que devenant pleinement la « devise locale » de l'Union, l'euro sera traité, toujours au sens de la notation, comme une devise, puisque sa création comme sa gestion échapperont, à l'avenir, à tout contrôle direct de la part des États membres participants. En conséquence, la note en monnaie locale sera amenée à disparaître au profit d'une note en euro, équivalente dans la pra- ➤

## Le risque souverain aujourd'hui

Au 1<sup>er</sup> semestre 1997, Standard & Poor's avait publié 69 notes souveraines, exprimant la capacité des gouvernements de différents pays, où des entités directement ou indirectement liées à ces gouvernements, à remplir leurs engagements à l'égard de leurs créanciers. Ces notes s'appliquent à des émissions directement effectuées en devises étrangères sur les marchés financiers, ainsi qu'à des émissions sur les marchés de la dette domestique ; elles servent également de référence sous forme de «notes plafond» pour l'évaluation du risque de crédit des autres agents économiques (par nature, sauf cas très exceptionnels, la solvabilité d'un état est égale ou supérieure à celle de tout agent économique privé d'un même pays) soit pour apprécier le risque sur la dette d'institutions ou d'organismes

dépendant des gouvernements (par exemple entreprises ou établissements publics).

Traditionnellement, Standard & Poor's établit une distinction entre les notes en devises étrangères et les notes en monnaie nationale. Alors que, pour les pays les mieux notés, la différence entre les deux notations est minime voire inexistante, la différence est très souvent significative dans le cas des pays ayant une qualité de crédit moins forte : en effet, un gouvernement aura naturellement des moyens plus importants pour assurer le service de sa dette dans sa propre monnaie, y compris en imposant la monétisation de cette dernière en recourant à des avances de la banque centrale, alors qu'il n'aura que plus difficilement accès à un refinancement en devise. Dès lors, dans de tels cas de figure, la note en

devise sera généralement inférieure à celle en monnaie locale ; par exemple, la dette en devises de l'Argentine est notée BB alors que la dette de ce pays en pesos est notée BBB-.

Dans le cas des pays les mieux notés, cette différence peut exister également, elle exprime en fait les marges de manœuvre existantes pour faire face à la contrainte extérieure, sans objet dans le cas où notes en devises et notes en monnaie locale sont identiques (ex. France, Allemagne...), faible mais non nulle dans les autres cas (ex. Belgique, notée AA+ en devises et AAA pour sa dette en Francs belges ; Italie, notée de même AA en devises, AAA en liras...).

Pour évaluer la qualité de crédit des États souverains, Standard & Poor's s'appuie sur une batterie de huit critères, eux-mêmes appréciés sur une échelle de 1 à 5.

Ceux-ci peuvent être retracés par les grandes têtes de chapitres suivantes :

- le risque politique ;
- les caractéristiques fondamentales des structures économiques du pays et des revenus ;
- le potentiel de croissance économique ;
- les marges de manœuvre dans le domaine des finances publiques ;
- la charge de la dette publique et son évolution prévisible ;
- le niveau de stabilité des prix ;
- la situation de la balance des paiements (balance courante et balance de base) ;
- la dette extérieure et la liquidité.

Cependant, il ne saurait s'agir de scoring : la conclusion finale, exprimée par les notes en devises et monnaie locale, résulte de la libre appréciation du comité de notation, sans aucune grille préétablie.

tique à une note en devise. Cette situation nouvelle ne devrait pas, au moins dans un premier temps, égaliser fatalement la note en euro de chacun des participants, puisque la situation des uns et des autres pourra différer assez substantiellement au regard des critères de notation : dans l'Union monétaire qui sera lancée de 1999 à 2002, la dette publique belge ou italienne demeurera substantiellement plus élevée que celle de ses homologues française ou allemande, éléments qui pèseront fatalement sur les notations relatives. Dès lors, à l'instar de la situation d'États fédérés dans un ensemble fédéral, la notation des États participants n'aura pas vocation à converger mécaniquement sur celle de l'Union, de même que le Texas ou la Californie, dont les notes sont différentes, ne disposent pas d'un *rating* par construction identique à celui des États-Unis.

La disparition en pratique de la note «en monnaie locale» du fait de l'euro ne saurait cependant, comme on a pu parfois le remarquer de manière erronée, être interprétée comme un abaissement de la notation. L'introduction de l'euro ne fera que rendre la notation dans les anciennes devises lo-

cales sans objet, mais la nouvelle note en devise locale (l'euro) sera bien équivalente à l'ancienne note en devise, la question étant d'évaluer quels en seront les déterminants, instantanés ou à plus long terme.

### ***Perspectives : noter la réalité et non les objectifs***

Au 1<sup>er</sup> janvier 1999, la substitution de l'euro aux devises nationales ne changera pas, en elle-même, la qualité de crédit des participants. En conséquence, les disparités de notation précédemment observées sur les notes en devises subsisteront sur la dette en euro. Lorsque la sélection définitive des participants initiaux aura été connue, Standard & Poor's actualisera les notes de chacun et il est d'ores et déjà certain que toutes les notes ne seront pas identiques ②.

Il est incontestable cependant que les objectifs fixés par le traité de Maastricht constituent un puissant facteur de convergence devant permettre de renforcer au meilleur niveau possible la qualité de crédit des participants, pouvant amener à terme ceux actuelle-

ment notés dans la catégorie AA à parité avec leurs homologues les mieux notés. Sans minimiser l'importance pratique des critères de convergence pour améliorer la solvabilité des membres de l'UM, Standard & Poor's avait souligné dès l'origine que son appréciation refléterait d'abord non pas les objectifs, mais la situation effective qui sera atteinte en ce domaine à la mise en place de l'euro, ainsi que la capacité des participants à assurer durablement la maîtrise de leurs déficits publics et la résorption progressive de leur dette. Malgré l'«effet vertueux» de Maastricht en la matière, l'existence d'objectifs relativement contraignants ne peut garantir ipso facto leur réalisation. Les dernières estimations de l'évolution des déficits publics en France ou en Allemagne, le débat sur un euro «fort» ou «faible» particulièrement animé outre-Rhin ne peuvent que conforter l'analyse de Standard & Poor's visant à privilégier la réalité plus que des objectifs, même si les mécanismes de discipline budgétaire devraient, s'ils sont mis en œuvre avec rigueur, faire effectivement converger l'ensemble des États membres vers les niveaux de *rating* les plus élevés. ■