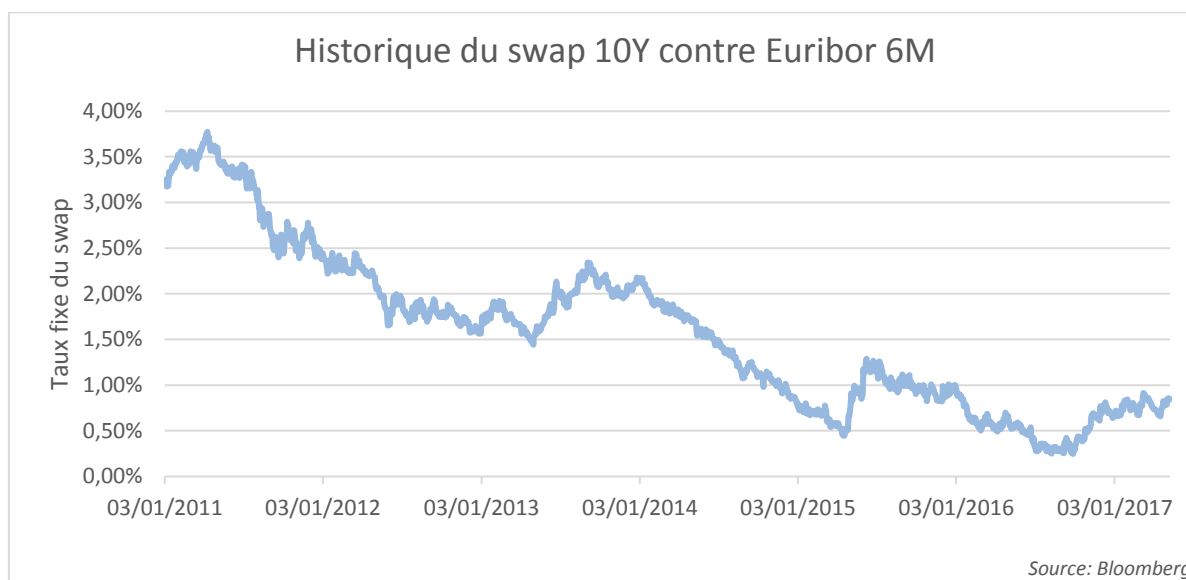


## Taux bas : bien gérer vos couvertures

La baisse historique des taux d'intérêts en Euro depuis le printemps 2011 a déjoué plus d'un pronostique d'experts et de Directeurs Financiers.

Depuis quelques mois, la légère remontée du swap 10 ans est généralement interprétée comme le début d'un renversement de tendance mais la prudence est de mise car il y a déjà eu à plusieurs reprises de petites phases de remontée des taux suivies de fortes baisses.



La hausse du swap 10 ans en Euro initiée en novembre 2016 est-elle cette fois-ci le prélude d'une remontée des taux plus durable ? Quelles conséquences cela doit-il avoir sur la gestion des risques de taux des entreprises ?

### Analyse des perspectives d'évolution des taux courts en Europe

#### Ce que dit la Banque Centrale Européenne.

A l'issue de sa conférence de presse du 09 mars 2017, Mario Draghi a indiqué dans son communiqué disponible ici : <http://www.bis.org/review/r170310a.htm>

- que les membres de la BCE continuent à anticiper que les taux d'intervention resteront au niveau actuel, voire plus bas, pour une période additionnelle qui s'étendra au-delà de l'horizon des rachats d'actifs actuellement planifiés jusqu'en décembre 2017. La référence à des taux d'intervention potentiellement plus bas a été abandonnée dans le communiqué du 08 juin 2017.
- que le rythme des rachats d'actifs de la BCE passera de 80 milliards d'euros nets par mois à 60 milliards d'euros nets par mois après le mois d'avril 2017 et ce pour les huit derniers mois de 2017
- que ces rachats se poursuivront au-delà de 2017 si cela s'avérait nécessaire jusqu'à ce que l'inflation revienne durablement sur des niveaux en ligne avec les objectifs de la BCE, c'est-à-dire sur des niveaux inférieurs mais proche de 2% l'an.

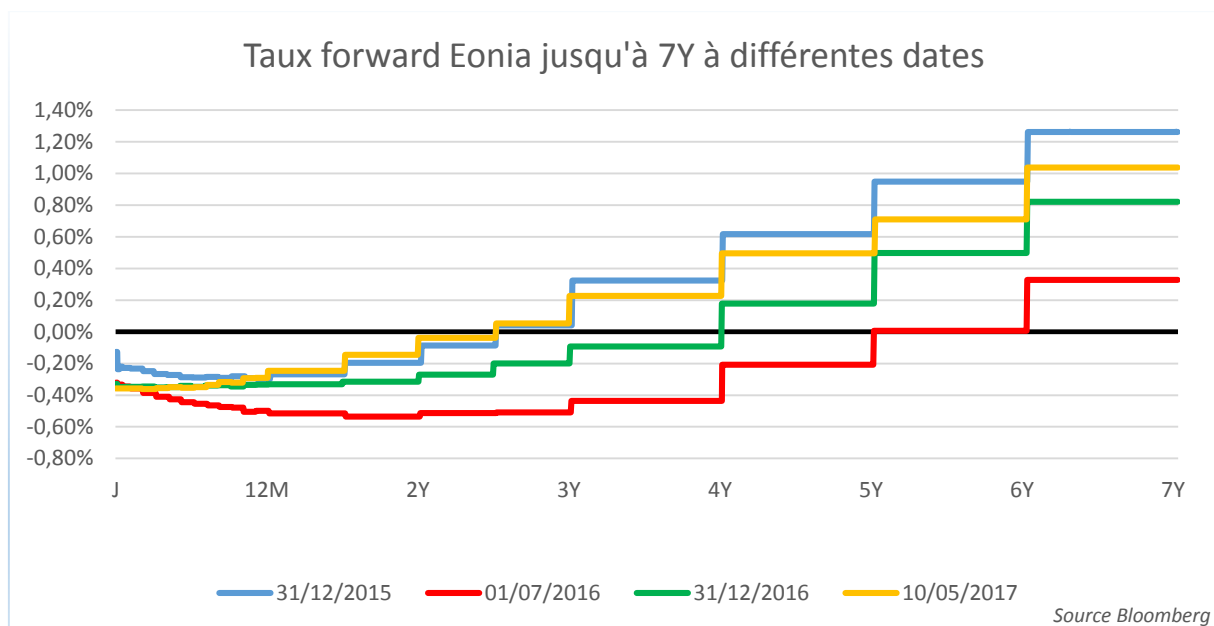
- qu'il était encore nécessaire de maintenir une politique monétaire largement accommodante pour stimuler les pressions inflationnistes sous-jacentes et soutenir le taux d'inflation sur le moyen terme.

Cette diminution du programme de rachat de la BCE est-elle une première étape vers une normalisation de la politique monétaire et une remontée des taux courts en Europe à l'instar de ce qui s'est passé aux Etats Unis depuis début 2014 avec la diminution progressive des rachats nets d'actifs par la FED en 2014 suivie de quatre hausses de taux de la réserve fédérale américaine entre décembre 2015 et juin 2017 ?

Cela dépendra clairement de l'évolution de l'inflation sous-jacente au cours des prochains mois avec l'indication claire de la part de la BCE qu'il sera nécessaire que l'inflation sous-jacente soit **durablement** proche de 2% pour envisager un scénario de sortie progressive de la politique ultra accommodante de la BCE.

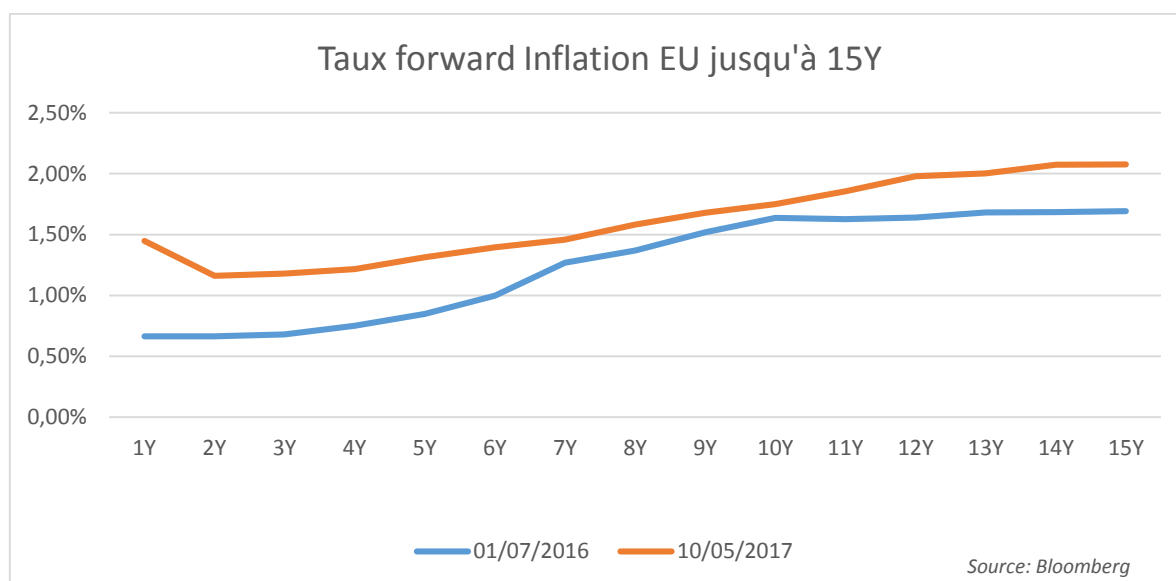
### Ce que disent les marchés de taux.

Depuis le premier fixing de l'Eonia en territoire négatif fin avril 2015, les anticipations de marché sur la durée attendue des taux négatifs ont beaucoup varié.



Les marchés qui anticipaient des taux Eonia (Euro OverNight Index Average ou taux interbancaire au jour le jour) négatifs pendant cinq ans au lendemain du Brexit (courbe rouge) envisagent désormais un passage en territoire positif fin 2019.

Dans le même temps, les anticipations de marché sur l'inflation européenne sont un peu plus soutenues qu'au 01 juillet 2016 mais restent assez faibles avec un passage au-dessus de 1.50% anticipé seulement en 2024 et un taux proche de 2% pas avant 2028.



La remontée effective des taux courts n'est donc peut-être pas aussi imminente que certains le pensent et en tout état de cause l'incertitude demeure à la fois sur l'évolution des taux courts comme sur celle des taux longs.

Les taux réels négatifs, a fortiori les taux nominaux négatifs permettent aux Etats et aux Entreprises d'alléger leurs charges budgétaires grâce à un coût de la dette négatif ou faiblement positif mais les taux négatifs sont également vecteurs de difficultés :

- Ils provoquent la fragilisation du secteur financier en particulier pour la banque de détail, l'assurance vie et les fonds de pension pour qui les taux négatifs sont un véritable challenge.
- Ils entraînent des risques accrus de formation de bulles financières sur les actifs risqués ou illiquides et sur l'immobilier et portent en eux les germes de crises futures.

### **Gérer un portefeuille de dérivés de taux après la baisse historique des taux d'intérêts.**

Les entreprises qui ont mis en place des dérivés au cours des dernières années ont aujourd'hui en portefeuille des contrats dont la valeur de marché a fortement varié :

- A la hausse pour les swaps receveurs de taux fixe, par exemple les swaps de variabilisation de la dette.
- A la baisse pour les swaps payeurs de taux fixe, par exemple les swaps de fixation de la dette ou de variabilisation d'actifs financiers (asset swaps).

La valeur de marché des dérivés est donc souvent soit fortement positive, soit fortement négative ce qui rend plus complexe la gestion du risque de taux.

### **Comment choisir son « market timing » dans la gestion du risque de taux ?**

Même si la BCE nous a donné les règles du jeu, choisir le meilleur moment pour gérer son exposition de taux est un exercice où il faut savoir reconnaître ses limites et faire preuve d'humilité :

Payer le taux fixe trop tôt c'est se priver de la pente de la courbe des taux et renchérir le coût de la dette. Payer le taux fixe trop tard c'est risquer de courir derrière la hausse des taux et laisser passer les opportunités de fixer des taux historiquement bas.

En l'absence de certitudes sur le moment optimal, il est important d'adopter une démarche logique prenant en compte, pour chaque entreprise, la réponse aux questions suivantes :

- Quel est le mix actuel entre taux fixe et taux variable ?
- Quel est l'appétit au risque sur les revenus ?
- Quel est l'appétit au risque sur la valeur patrimoniale de l'entreprise ?
- Quelles sont les conséquences des différentes stratégies envisagées que ce soit en termes de risques de taux, de risque de liquidité, de communication, de résultat comptable, d'impacts fiscaux, et de résultat financier ?

La décision de modifier le mix taux fixe taux variable et la façon de le faire sont des engagements importants qui doivent faire l'objet d'une analyse en profondeur et impliquer la gouvernance de l'entreprise.

### **Bien piloter les aspects opérationnels des opérations de gestion de taux.**

#### *Piloter sa liquidité.*

Lorsque les dérivés sont collatéralisés, la valeur de marché des dérivés est financée au fil de l'eau, le plus souvent ce financement a lieu contractuellement au taux Eonia capitalisé. Si la valeur de marché est positive pour l'entreprise, le collatéral procure un excédent de ressources financières bon marché. Inversement si la valeur est négative, l'entreprise doit déposer des liquidités en garantie auprès de sa contrepartie et ces liquidités sont mal rémunérées. La variation de la valeur de marché peut donc générer un gain ou un coût significatif non prévu à l'origine du contrat.

Par opposition, lorsque les dérivés ne sont pas collatéralisés, il n'y a pas de financement au fil de l'eau de la valeur de marché des contrats et pas de coût ou de gain associé.

Lors d'un dénouement anticipé, par exemple si l'entreprise veut annuler une transaction avant l'échéance contractuelle, c'est l'inverse qui se produit et ce sont les contrats collatéralisés qui ne provoquent pas de choc de trésorerie : la soulte se substitue à l'échange de collatéral et ne fait que cristalliser la situation de trésorerie acquise. Par opposition, les contrats non collatéralisés provoquent un choc de trésorerie associé à la soulte qui est échangée pour compenser la valeur du contrat annulé.

Dès lors, la stratégie de gestion des dérivés doit tenir compte des conséquences sur le niveau de la trésorerie de l'entreprise.

- L'entreprise peut choisir d'autofinancer la soule de résiliation.
- L'entreprise peut choisir de ne pas s'exposer à une soule de résiliation et préférer la mise en place d'un contrat en sens inverse en lieu et place d'une annulation.
- L'entreprise peut choisir d'intégrer la valeur de la soule dans les conditions financières d'un autre contrat. Ce contrat peut être un emprunt ou un instrument de hors bilan traité simultanément avec l'opération d'annulation.
- L'entreprise peut choisir d'emprunter le montant de la soule pour la financer au taux de marché au détriment d'une augmentation de la valeur faciale de sa dette.

Lorsque l'entreprise évalue ces différentes options, elle devra notamment tenir compte de ses conditions de financement pour comparer les différents choix de gestion.

*Maitriser les impacts comptables et fiscaux.*

La gestion secondaire de contrats dont la valeur de marché est importante implique toujours des conséquences comptables et fiscales.

Même lorsque l'entreprise peut étaler les soultes de résiliation sur la durée initiale des contrats, la méthode même d'étalement retenue peut générer des chroniques de résultats comptables et fiscales différentes des contrats initiaux. Sans parler des cas où cet étalement n'est pas possible et où il faut prendre en compte immédiatement la valeur de marché des dérivés dont l'objectif initial n'était que d'assurer la couverture de flux financiers. Or la variation de valeur du dérivé n'est pas toujours le symétrique de la variation de valeur de l'élément couvert.

### **Comprendre la formation des prix des opérations de dérivés.**

Plus les opérations en portefeuille ont une valeur de marché élevée, moins la valorisation sans ajustements de valeur du dérivé reflète la véritable valeur du contrat.

Qu'il s'agisse de dénouer ces transactions par anticipation, de les restructurer, de mettre en place de nouvelles opérations en sens inverse au sein d'un contrat cadre où sont logées des transactions dont la valeur de marché est importante, le prix pour traiter est désormais corrigé de plusieurs ajustements de valeur qu'il est essentiel de prendre en compte pour comprendre la formation des prix.

Ces divers ajustements de valeur qui sont nés et se sont développés progressivement après la crise financière de 2008 sont liés au coût de financement (FVA), au risque de contrepartie (CVA/DVA) et à la consommation de capital prudentiel (KVA). Avec la baisse des taux et le renforcement de la réglementation bancaire, ces ajustements de valeur de XVA (ajustements de valeur pour X raisons) sont devenus un vecteur majeur de la formation des prix pour traiter, rajoutant une nouvelle dose d'opacité dans la formation des prix des swaps et autres produits dérivés.

Puisque ces ajustements affectent le prix final proposé par la banque pour mettre en place les opérations de gestion du risque de taux pour l'entreprise, les valoriser du point de vue de la banque est un préalable à toute bonne négociation financière.

Il est par ailleurs important de comprendre certains ajustements de valeur du point de vue de l'entreprise et notamment les aspects liés à la liquidité et au coût de financement des flux de trésorerie liés aux opérations de réaménagement des portefeuilles de dérivés.

## **Conclusion**

Ainsi, au-delà de l'aspect stratégique, les aspects tactiques de mise en place des opérations et le contrôle des prix de transaction constituent des enjeux importants.

Nover, restructurer, annuler pour remettre en place, refinancer les indemnités de résiliation ou les intégrer dans les conditions financières d'un nouvel instrument, chaque stratégie implique des avantages et des inconvénients et une vigilance particulière. Dans chaque cas, il faut évaluer les enjeux et traduire financièrement les ajustements de valeur.

S'il est impossible d'avoir des certitudes sur l'évolution future des taux d'intérêts, il est par contre possible d'optimiser les opérations de gestion secondaire des dérivés afin de mettre en place les opérations les mieux adaptés aux besoins de l'entreprise.

Cette optimisation passe également par une meilleure compréhension de la formation des prix alors que la quatrième enquête de l'AFTE sur la gestion des risques de marché à laquelle 148 trésoriers d'entreprises ont répondu indiquait en septembre 2016 que « 87% des entreprises estiment que leurs banques ne leur fournissent pas tous les éléments pour comprendre leur CVA ou charge de crédit lorsqu'elles traitent ».