

## Les entreprises adaptent leur stratégie

OPTION FINANCE - 25 MARS 2019 - ARNAUD LEFEBVRE

Entreprises, Stratégie

ENVOYER IMPRIMER

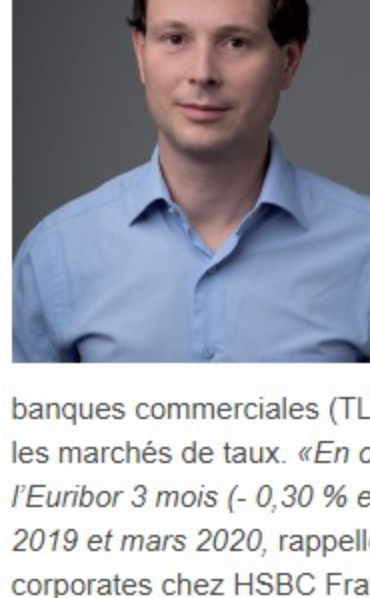
Partager

Tweeter

G+

PARTAGER

**Alors que le consensus de marché tablait sur un début de remontée graduelle des taux d'intérêt dans la zone euro à partir de l'été 2019, cette perspective a été décalée de plusieurs mois en raison des décisions plus accommodantes qu'attendues annoncées début mars par la Banque centrale européenne. Faisant même repartir les taux de moyen et long termes à la baisse, ces mesures contraignent les entreprises à revoir leur gestion du risque de taux.**



«La Banque centrale européenne a pris beaucoup de monde de court.» Comme en témoigne la réaction de **Philippe Berneur, membre de la commission financements de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE)**, l'effet de surprise suscité par la dernière réunion du Conseil des gouverneurs de l'Eurosystème du 7 mars a été considérable. En effet, rares étaient les opérateurs financiers à imaginer l'institution monétaire décaler le calendrier indicatif de son premier relèvement de taux directeur – à «fin 2019 au plus tôt» au lieu d'«après l'été 2019» – et annoncer le lancement d'un troisième programme d'injection de liquidités à destination des banques commerciales (TLTRO 3) aussi tôt dans l'année. De quoi logiquement chambouler les marchés de taux. «En octobre dernier, les investisseurs s'attendaient encore à voir l'Euribor 3 mois (- 0,30 % environ aujourd'hui) rebasculer en territoire positif entre décembre 2019 et mars 2020, rappelle Pierre-Jean Renson, responsable des ventes pour les corporates chez HSBC France. A la suite de la dernière conférence de la BCE, cette perspective est reportée à l'horizon juin-septembre 2021 !» **L'essentiel des mouvements a cependant été observé sur la partie moyen et long termes de la courbe en euros.** Ainsi, les taux midswaps 5 ans et 10 ans ont diminué chacun d'une dizaine de points de base.

«Compte tenu des niveaux initiaux qui étaient très bas, il s'agit de fluctuations importantes, considère Bruno Laurier, responsable adjoint de la vente de dérivés de change et taux pour les entreprises chez Société Générale CIB. Au vu de la nouvelle communication de la BCE, il est peu probable que les courbes de taux repartent à la hausse au cours des tout prochains trimestres.» Les taux midswaps pourraient donc se maintenir pendant plusieurs mois autour de - 0,20 % à deux ans, 0,10 % à cinq ans et 0,6 % à dix ans (voir graphique p. 16).

## Une préférence pour la dette à taux fixe

Pour les entreprises disposant de dettes à leur bilan, cette situation n'est pas neutre. Afin de se prémunir contre le cycle d'augmentation des taux censé, jusqu'à la récente conférence de la BCE, débuter cet été, nombre d'entre elles avaient en effet choisi de couvrir à taux fixe une large part de leurs dettes à taux variable. «Dans un environnement de taux bas, les trésoriers ont une incitation naturelle à privilégier les taux fixes, rappelle Philippe Berneur.

Cette tentation a été d'autant plus forte au cours des mois précédents qu'une hausse des taux semblait se profiler à court terme.» Il faut dire que les sociétés non financières hexagonales sont particulièrement sensibles à toute remontée des taux : selon la Banque de France, les encours de dette à taux variable représentent actuellement 44 % de leur endettement global. Dans le même temps, certains groupes habitués à recourir au compartiment obligataire ont également cherché à figer sans tarder les modalités de financements qu'ils envisagent de mettre en place dans un futur plus ou moins proche. «Durant le quatrième trimestre 2018, certains de nos clients corporates ont souscrit des produits de couverture à départ différé, constate Pierre-Jean Renson. Avec ces instruments, un émetteur peut ainsi figer immédiatement le taux (hors spread de crédit) d'un emprunt (taux midswap 7 ans s'il compte emprunter sur 7 ans) qu'il projette de placer par exemple dans un ou deux ans.» Pour l'ensemble de ces entreprises, la récente baisse des taux constitue donc une «mauvaise nouvelle» car, sans la souscription de telles couvertures, elles auraient bénéficié de conditions encore plus favorables en attendant un peu.

**Pour les autres, le récent changement d'environnement de taux amène leurs responsables en financement à s'interroger sur la stratégie à déployer.** S'agissant des sociétés qui souhaitent réaliser un nouvel emprunt, la volonté d'opter pour du taux fixe tend à devenir plus forte que jamais. «Nous venons d'arranger un placement privé à court terme, illustre Emmanuel Duclos, responsable du crédit en Europe et responsable de la salle de marché à Paris de Deutsche Bank. Sur ce genre de maturités, il est fréquent d'opter pour un coupon variable – surtout avec un Euribor 3 mois avoisinant - 0,30 %. Pourtant, ce client a préféré émettre à taux fixe afin de sécuriser un coupon de 0 %.» Une démarche loin d'être isolée, assurent plusieurs spécialistes.

## Les produits optionnels plébiscités

En revanche, les positions arrêtées en ce qui concerne la gestion du stock de dettes existantes diffèrent selon les groupes. Certaines directions financières font le choix du statu quo.

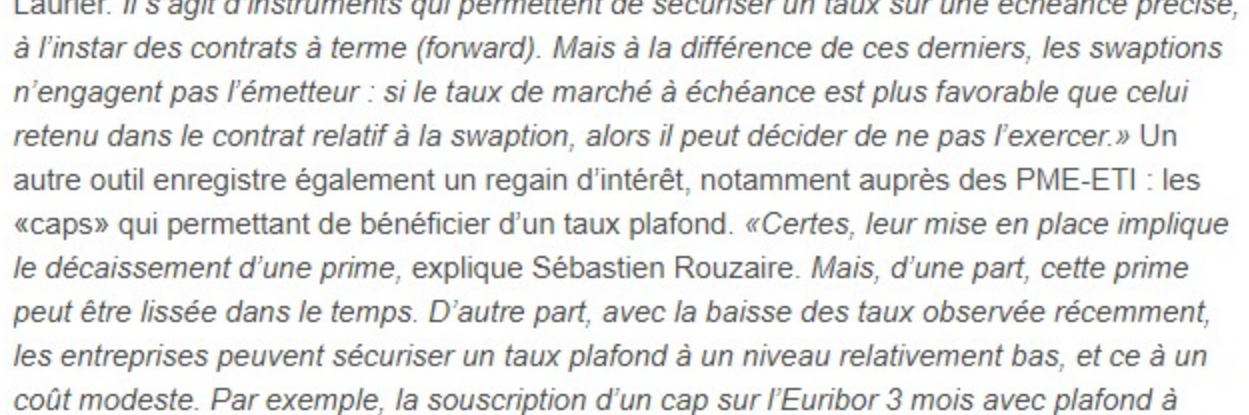


«Considérant que les taux pourraient encore reculer ou ne plus remonter dans la zone euro, quelques clients décident de ne pas se couvrir afin de tirer profit de cette opportunité éventuelle», signale **Sébastien Rouzaire, associé fondateur du cabinet de conseil Kerius Finance.** S'ils restent minoritaires, leur part tend néanmoins à progresser. «L'activité en matière de couverture est depuis quelques jours assez calme, confirme Bruno Laurier. Le contexte actuel pousse certains trésoriers à l'attentisme.» Alors que la BCE vient de réviser fortement à la baisse les perspectives de croissance et d'inflation au sein de l'Union monétaire sur la période 2019-2021 et que les incertitudes géopolitiques ne faiblissent pas (Brexit, tensions commerciales sino-américaines, etc.), un nouveau recul des taux n'est, il est vrai, pas totalement à exclure selon les économistes et opérateurs de marché...

**Toutefois, la plupart des corporates qui avaient jusqu'au présent conservé une part significative de leurs dettes à taux variable se disent que la période est venue à la mise en place de protections.** «Avec des taux revenus à leurs niveaux du premier trimestre 2017, proches de leurs planchers historiques touchés à l'automne 2016, les conditions du moment semblent en effet idéales pour se couvrir contre une remontée des taux», confirme Philippe Berneur. Pour ce faire, leur choix s'oriente de plus en plus vers des produits optionnels, les contrats à terme classiques (forwards) n'étant plus jugés suffisamment efficaces dès lors qu'il s'agit de couvrir des dettes bancaires (voir encadré). «Nous mettons en place en ce moment beaucoup de "swaptions" pour nos clients, indique ainsi Bruno Laurier. Il s'agit d'instruments qui permettent de sécuriser un taux sur une échéance précise, à l'instar des contrats à terme (forward). Mais à la différence de ces derniers, les swaptions n'engagent pas l'émetteur : si le taux de marché à échéance est plus favorable que celui retenu dans le contrat relatif à la swaption, alors il peut décider de ne pas l'exercer.» Un autre outil enregistre également un regain d'intérêt, notamment auprès des PME-ETI : les «caps» qui permettent de bénéficier d'un taux plafond. «Certes, leur mise en place implique le décaissement d'une prime, explique Sébastien Rouzaire. Mais, d'une part, cette prime peut être lissée dans le temps. D'autre part, avec la baisse des taux observée récemment, les entreprises peuvent sécuriser un taux plafond à un niveau relativement bas, et ce à un coût modeste. Par exemple, la souscription d'un cap sur l'Euribor 3 mois avec plafond à 0,50 % pour une durée de 5 ans coûtait 0,44 % par an du montant couvert fin 2018. Mi-mars, cette prime était tombée à 0,22 %.»

**Si les prix de ces produits sont attendus relativement stables dans les prochaines semaines, ils pourraient enregistrer sur la période des variations aussi brutales que leurs homologues.** Entre les inconnues entourant le Brexit, les incertitudes relatives au résultat des élections européennes du mois de mai, les tensions persistantes dans les relations commerciales internationales ou encore les publications successives d'indicateurs macroéconomiques dégradés dans la zone euro, les facteurs de volatilité ne vont effectivement pas manquer. Pour se protéger contre le risque de taux à bon compte et dans un climat de sérénité relative, de nombreux experts recommandent donc de jouer la carte de la prudence, quand bien même un retour des taux à leurs points bas historiques de 2016 ne relève pas de l'impossible.

Des taux midswaps proches de leurs planchers historiques



**CRÉDITS BANCAIRES : POURQUOI LES CONTRATS À TERME (FORWARDS) NE SONT PLUS FORCÉMENT EFFICACES**

▪ Lorsqu'une entreprise met en place un prêt bancaire, elle verse le plus souvent une rémunération correspondant au taux Euribor 3 mois majoré d'une marge. Pour se couvrir contre une hausse de l'Euribor, de nombreux emprunteurs ont dans le passé eu l'habitude de souscrire des swaps de taux avec une contrepartie pour «fixer» leur dette. Ce faisant, la société se retrouve à payer un taux fixe (taux midswap) à la contrepartie, qui pour sa part lui verse l'équivalent du taux variable qui revient à la banque émettrice du crédit. Ces produits correspondent à des contrats à terme, ou contrats forward.

▪ La situation est toutefois devenue problématique avec l'entrée, début 2015, du taux Euribor en territoire négatif. Afin de ne pas voir le taux d'intérêt global payé par leurs clients diminuer à mesure que l'Euribor s'enfonçait sous 0 %, les banques qui assuraient le prêt ont instauré dans les contrats du financement une clause («floor») prévoyant que le taux Euribor dû ne pouvait pas être inférieur à 0 %. De quoi atténuer l'efficacité des forwards. «Dans le cadre du swap, l'entreprise paie donc un taux fixe prédéfini à la contrepartie, résume Sébastien Rouzaire, associé fondateur du cabinet de conseil Kerius Finance. En parallèle, celle dernière lui paie le taux Euribor. Mais comme celui-ci s'établit actuellement autour de - 0,30 %, cela revient pour l'application de l'intérêt négatif sur une somme qu'elle-même en reçoit dans la mesure où l'application d'un intérêt négatif sur une somme due revient à rembourser un montant moindre. Alors que ce coût pour l'entreprise de 30 points de base environ devrait s'annuler – elle devrait verser à sa banque - 0,30 % + marge –, ce n'est pas le cas en raison de la présence du floor sur les crédits.»

La part de la dette à taux fixe reste stable au sein du CAC 40



DES GRANDS GROUPES AVEC UNE GESTION ACTIVE DE LEUR DETTE

▪ Dans un contexte de taux bas, les entreprises ont eu globalement tendance à «fixer» leurs dettes au cours des derniers mois. Cette situation n'en a toutefois pas empêché certaines de vouloir saisir le moindre mouvement de marché. «Durant les trois trimestres précédents, quelques groupes ont cherché à profiter du différentiel conséquent entre les taux midswaps et le taux Euribor 3 mois – celui-ci a par exemple atteint jusqu'à 100 points de base en octobre dernier entre l'Euribor et le taux midswap à 7 ans – pour convertir à taux variable une partie de leur dette qu'ils détenaient à taux fixe, signale Pierre-Jean Renson, responsable des ventes pour les corporates chez HSBC France. De telles stratégies étaient notamment motivées par le fait que la visibilité sur l'évolution des taux courts était relativement bonne.»

▪ Même si l'écart entre les taux courts et les taux longs s'est réduit depuis la réunion du 7 mars de la BCE, ces procédés devraient se poursuivre. «Alors que plusieurs événements sont susceptibles d'instiller de la volatilité sur les marchés de taux dans les prochaines semaines (Brexit, élections européennes, etc.), certains de nos clients projettent de profiter de chaque fluctuation sensible des taux à la hausse pour variabiliser une partie supérieure de leur dette, et pour certains qui ont une gestion dynamique de leur couverture de taux d'intérêts, de rebasculer ensuite à taux fixe lorsque les taux redescendent», prévient Bruno Laurier, responsable adjoint de la vente de dérivés de change et taux pour les entreprises chez Société Générale CIB. De telles stratégies se limitent cependant aux grands groupes, qui peuvent s'appuyer sur des ressources importantes au sein de la direction de la trésorerie.

DES ÉMISSIONS OBLIGATAIRES ATTENDUES EN HAUSSE

▪ Avec quelque 310 milliards levés par des sociétés non financières (catégories investment grade et high yield confondues), le compartiment corporat du marché obligataire en euros a enregistré en 2018 son troisième meilleur exercice de la décennie en valeur. Une performance d'autant plus remarquable que de nombreux émetteurs ne sont pas parvenus à mener à bien leur opération en raison de la résurgence de pics de volatilité tout au long de l'année.

▪ Tandis que près de 65 milliards d'euros ont été émis en janvier et février d'après la recherche crédit de JPMorgan, contre 47 milliards il y a un an à la même période, les banquiers s'attendent à une activité dynamique lors des prochaines semaines. Deux facteurs soutiendraient cette tendance. «Beaucoup d'entreprises qui n'avaient pas pu sortir sur le marché au quatrième trimestre 2018 en raison des conditions de marché défavorables ont décalé leur programme d'émissions, signale Emmanuel Duclos, responsable du crédit en Europe et responsable de la salle de marché à Paris de Deutsche Bank. En outre, avec la baisse des taux provoquée par les récentes annonces de la BCE, d'autres corporates devraient chercher à se montrer opportunistes pour lever des fonds avec des rémunérations proches de leur plancher historique.»