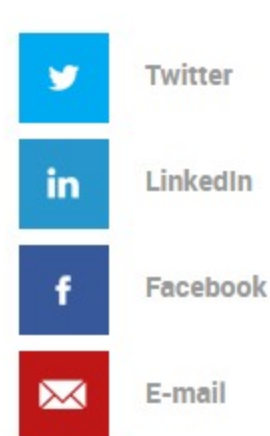


« Sur les taux négatifs, nous sommes au début de la courbe d'apprentissage »

Frédérique Garrouste  – 14/11/2019 – L'AGEFI Hebdo

Florence Saliba, présidente de l'Association française des trésoriers d'entreprise, revient sur les réorganisations qu'impose un nouveau contexte.



Florence Saliba, présidente de l'AFTE

L'AFTE a choisi cette année pour ses journées la devise « Oser l'innovation » : quels sont les grands thèmes que cela recouvre ?

L'innovation représente une constante dans la pratique du trésorier, qu'il s'agisse des risques, des financements, des flux... Elle est continue. Reste que les innovations sont plus nombreuses que jamais actuellement. Le contexte géopolitique est agité pour le commerce international, le Brexit s'ajoute à cela, même si les choses commencent à être maîtrisées, du point de vue du trésorier. Les contrats sur dérivés conclus avec les contreparties britanniques ont été transférés sur le continent et les contreparties changées. Les contrats Isda de droit français et irlandais sont disponibles et notre commission juridique a beaucoup travaillé pour mettre au point les clauses intéressant la contrepartie entreprise.

Quelles innovations techniques sont les plus marquantes ?

L'univers du paiement est en pleine mutation, avec la DSP2 (directive sur les services de paiements) qui ouvre le champ aux acteurs non bancaires, certes pour des montants encore limités mais qui vont sans doute être modifiés. L'objectif actuel des trésoriers est la compréhension technique des nouveautés, il nous faut revisiter les moyens existants qui évoluent. Les sujets peuvent être complexes, comme les paiements par carte, l'authentification renforcée, qui vient d'être reportée à fin 2020. Les moyens de paiements nouveaux, sur les téléphones portables et sur les sites, représentent des vecteurs d'une transformation complète où le *cash* et le chèque vont disparaître. Toute entreprise, quelle que soit sa taille, doit s'intéresser à ces sujets et la mission de l'AFTE est d'accompagner les trésoriers afin qu'ils adaptent au mieux leurs opérations. Le parcours client, sujet commercial, devient la préoccupation du trésorier.

L'écosystème des fintech nous propose de travailler différemment, comme dans le cas du NeuCP où des plates-formes – NowCP, Onbrane – changent les processus traditionnels et manuels. Des émissions ont été réalisées d'ores et déjà, en partie à l'aide de la blockchain. Il s'agit d'avancées très positives car les émissions deviennent instantanées. Mais pour commencer, il faut réorganiser sa façon de travailler.

Le cadre réglementaire post-crise vous paraît-il satisfaisant ?

La nouvelle version d'Emir (réglementation sur les infrastructures de marché) qui a été publiée en début d'année est une avancée. Elle décharge les entreprises des déclarations d'opérations sur dérivés pour les confier uniquement aux banques contreparties, ce qui nous simplifie beaucoup les choses. Les opérations « interco » en dérivés ne sont plus soumises à déclaration même si l'exemption reste lourde.

Par ailleurs, le changement d'indices de référence, sans être un bouleversement, représente des adaptations qui peuvent être difficiles pour les entreprises les plus petites. Après l'Eonia, à quoi se substitue l'€str, nous attendons la suite des changements sur l'Euribor.

Le gros sujet toujours sur la table est celui de l'UMC, l'Union des marchés de capitaux. Ce projet devrait retrouver de l'élan grâce à la nouvelle mandature en Europe. Tous les acteurs souhaitent des marchés profonds, liquides, pour être toujours en capacité de se financer. En pratique, pour réaliser l'UMC, il faut des contrats européens, c'est la difficulté, car seule une véritable volonté politique permettra d'y parvenir. En attendant, l'entreprise qui veut faire une émission jumbo doit aller aux Etats-Unis. Cela reste le marché le plus profond et le plus liquide, sans réelle alternative ; ce manque d'alternative n'est pas idéal.

A l'inverse, pour l'accès au marché des entreprises de plus petite taille et des financements plus modestes, le marché EuroPP est clef. Nous venons de publier une nouvelle documentation EuroPP récapitulant tous les sujets à aborder pour une ETI qui lance une telle opération. L'objectif à terme est de faire de l'EuroPP un cadre d'émission européen, pour répondre aux besoins de financements des ETI alors que le crédit bancaire est en train de se renchérir avec Bâle 3.

Les taux bas ne sont-ils pas un avantage à cet égard ?

Cette question perturbe les entreprises et change les équilibres. Il n'en reste pas moins que les taux durablement bas représentent une bonne nouvelle pour les entreprises qui ont des besoins de financement. Et même si elles doivent placer une partie des fonds empruntés en attendant leur utilisation et qu'elles le font à taux négatif, les coûts de financement sont si bas que l'écart entre le taux long d'emprunt et le taux de placement à court terme reste favorable par rapport au passé. Il est important de regarder la dynamique de la dette en général.

Nous avons besoin d'adapter nos pratiques. Revenons dans le détail. Les systèmes de *clearing* pour les marchés obligataires ne sont pas conçus pour collecter des fonds auprès des investisseurs pour les renvoyer à l'émetteur. En fait, pour obtenir le rendement souhaité, on joue sur le montant de l'emprunt mis à disposition, il est augmenté de l'équivalent de cette rémunération liée au taux négatif. En revanche, quand on veut émettre à taux variable, cela pose un problème car, le taux variable des emprunts est « flooré » à zéro, c'est-à-dire soumis à un plancher. Pour mettre en place une structure variable, l'entreprise émet à taux fixe et fait un *swap* de « variabilisation » qui lui permet de bénéficier de la structure effective de taux du marché.

La situation des taux négatifs amène les entreprises à utiliser des dérivés de taux pour leurs opérations en taux variable si elles veulent profiter de la partie de la courbe en taux négatif.

Notre souci est l'accès au marché des dérivés de taux. Avec Bâle 3, les opérations des banques sur dérivés vont être pénalisées par la charge en capital au titre de la CVA (*credit value adjustment*), et nous militons pour que les opérations qui ont une entreprise non financière pour contrepartie soient exemptées de cette surcharge prudentielle. Sans quoi, le surcoût pour une opération de *swaps* de taux à dix ans s'élève à 25 points de base (+0,25 %), d'après nos estimations.

L'accès aux dérivés de taux est important pour de nombreux cas de couvertures, notamment pour les emprunts en devises étrangères donnant lieu à des « *cross currency swaps* », combinant *swaps* de taux et de devises. Ce type d'opération est très important pour les entreprises sachant que le marché dollar est le plus liquide. (cf. le début de notre discussion pour les émissions jumbo en dollar).

De façon globale, nous sommes au début de la courbe d'apprentissage sur les taux négatifs, les placements sont en train d'être revisités. Pour les placements à long terme, nous avons pour l'instant attendu la remontée des taux, qui n'est pas venue... Il y aura forcément des changements de pratiques.

Quelles actions entreprend l'AFTE pour plaider sa cause ?

La cause de l'AFTE est celle du financement et de la gestion des risques financiers des entreprises. Nous sommes plus présents dans les groupes de place et de travail, en France et en Europe et nous avons échangé nos points de vue avec les nouveaux parlementaires européens. Des liens se tissent pour travailler ensemble. Il nous semble que le *momentum* est favorable, à Bruxelles, pour des chantiers concrets.