

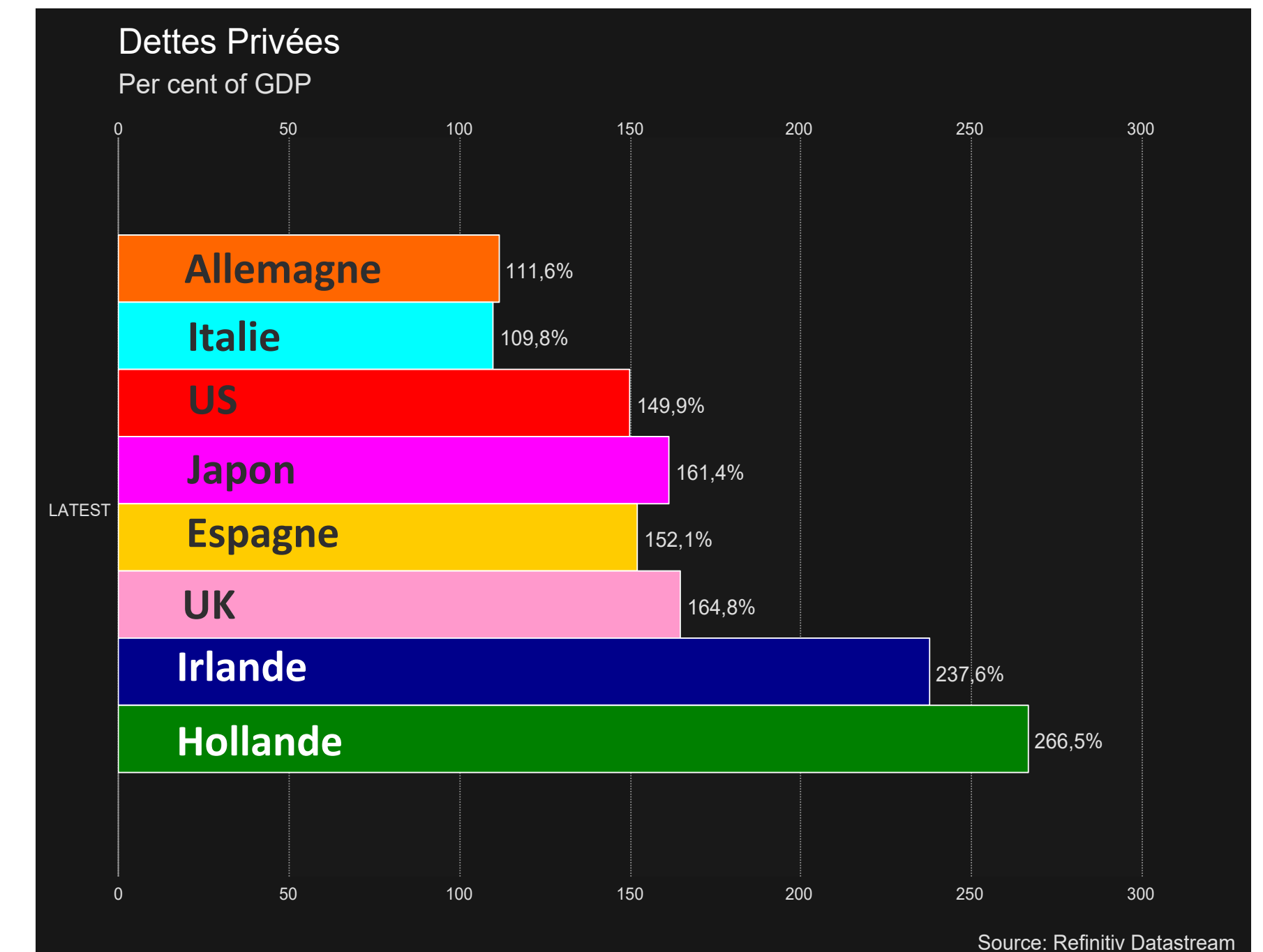
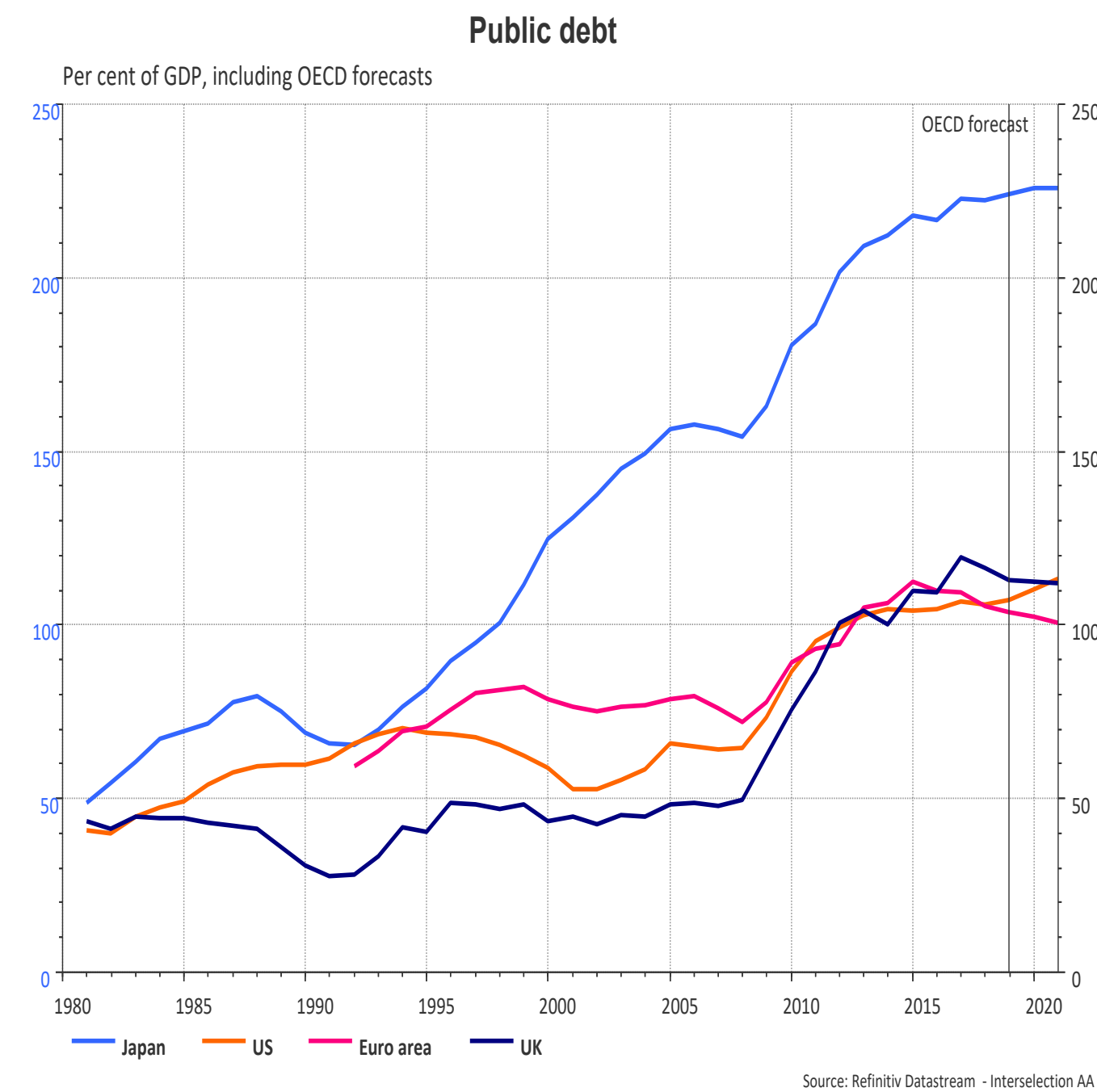
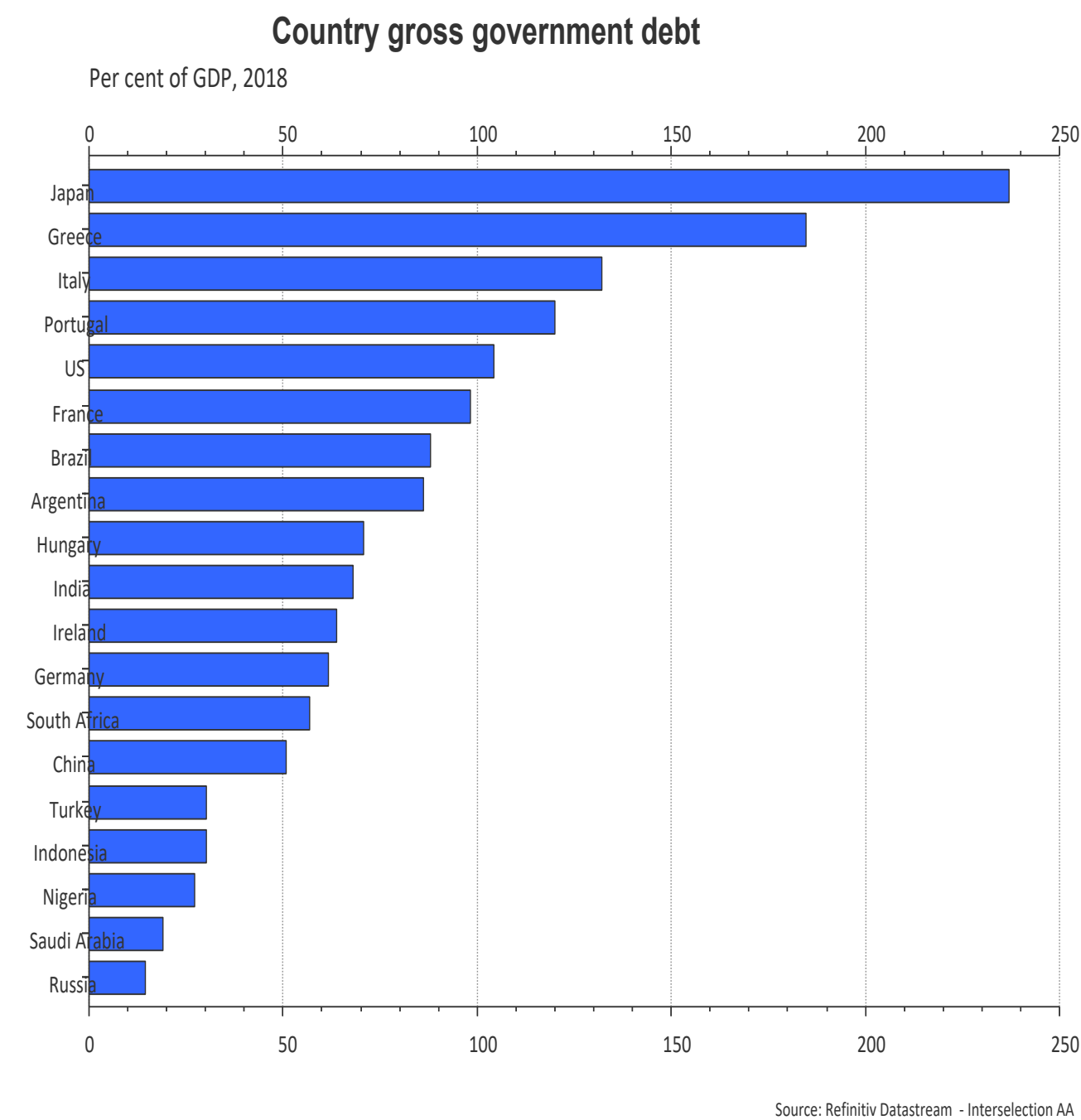
Des taux encore plus bas, quelles stratégies ?

Salon Napoléon



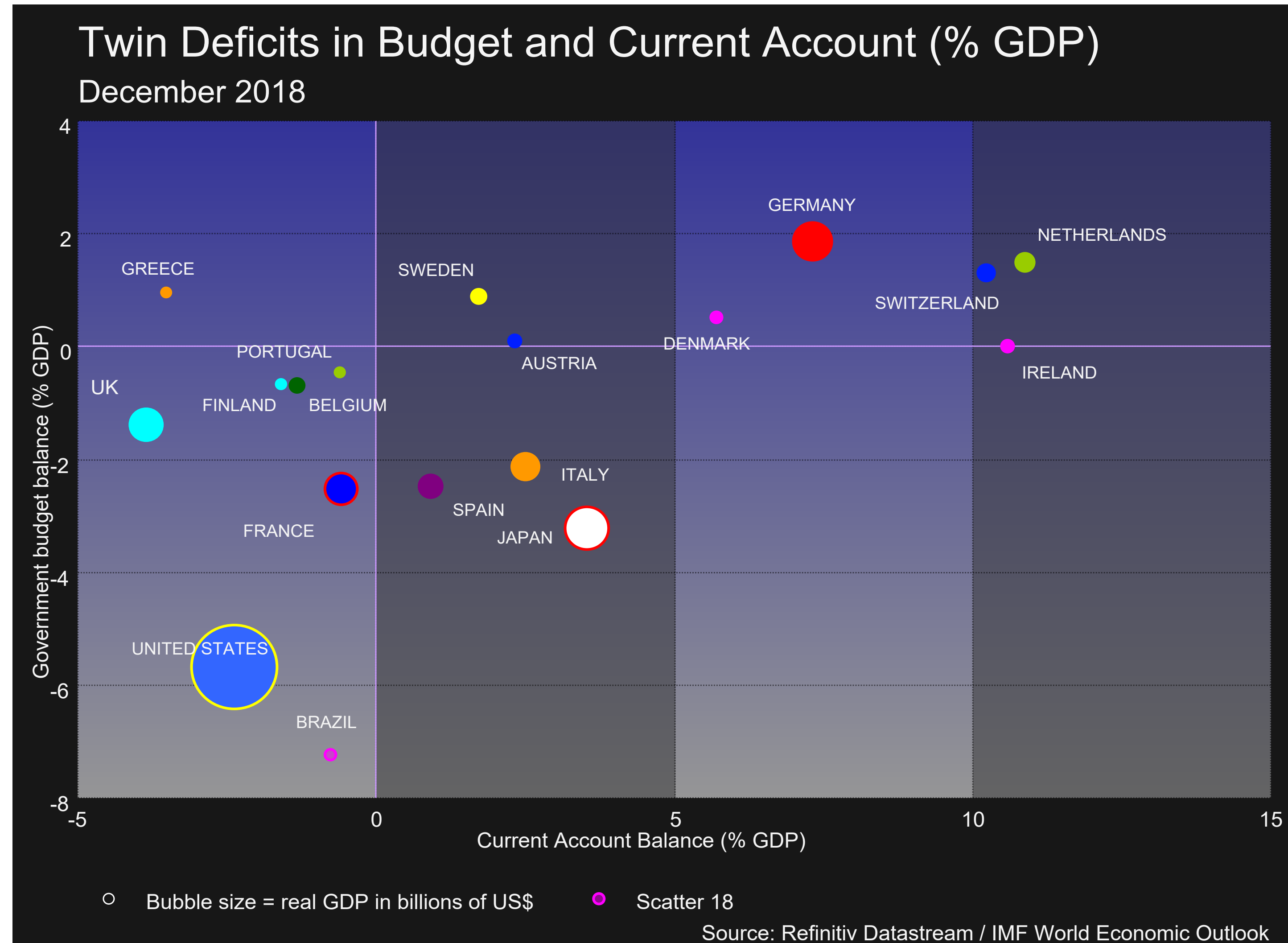
» Un Endettement sans précédent

- 80% du ratio Dette/PIB pour l'ensemble des pays avancés
- Le stock de dettes publiques et privées atteint 200% du PIB mondial





» Les économies sont peu vertueuses.

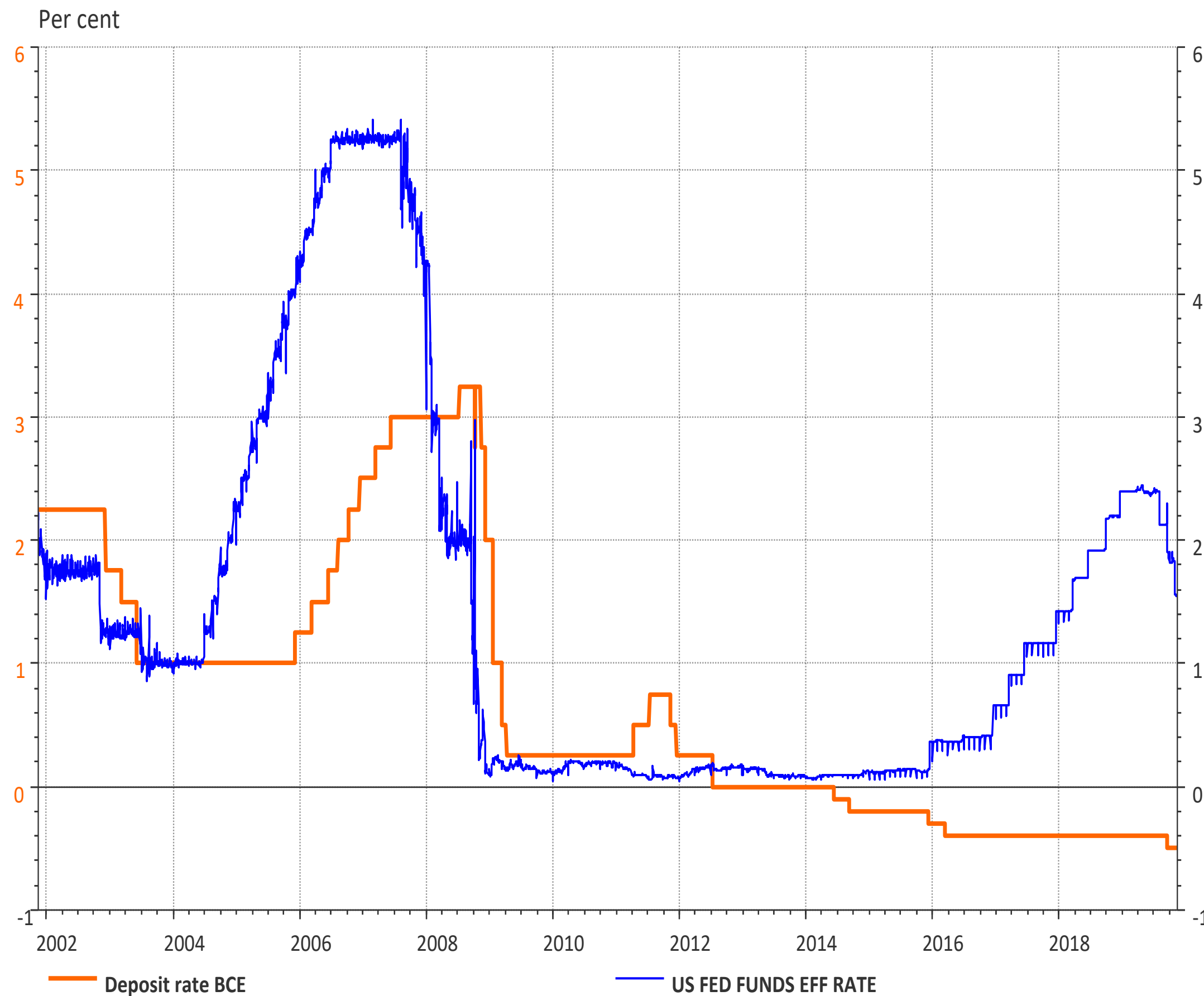


- La situation chronique d'endettement mondial rend toute hausse de taux impossible à gérer.
- Au-delà d'une légère repentification des courbes, le sens est à la stabilisation durable des taux au niveau actuel.



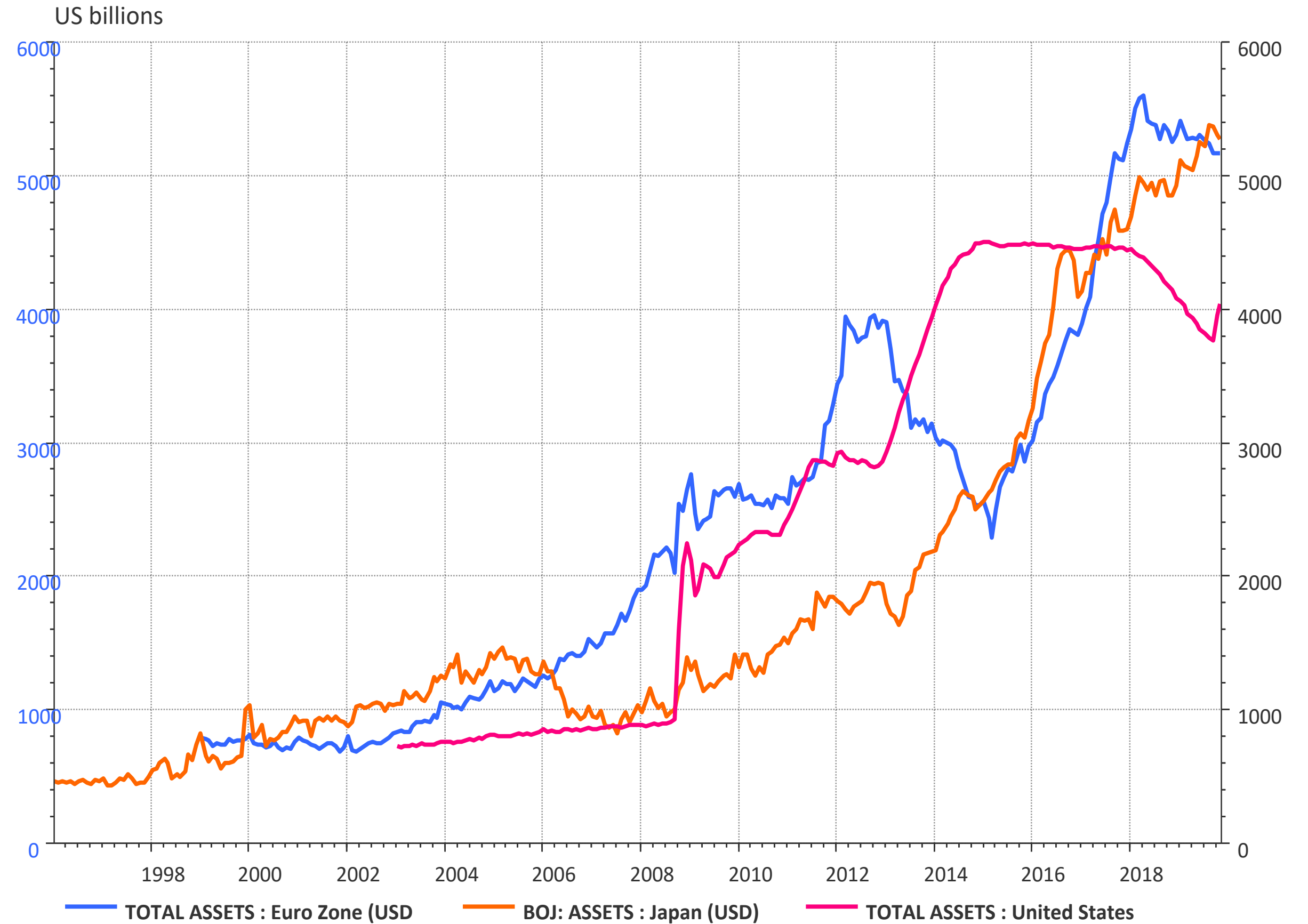
» Une politique monétaire au secours des politiques budgétaires

CB policy rates



Source: Refinitiv Datastream - Interselection AA

CB balance sheet - total assets

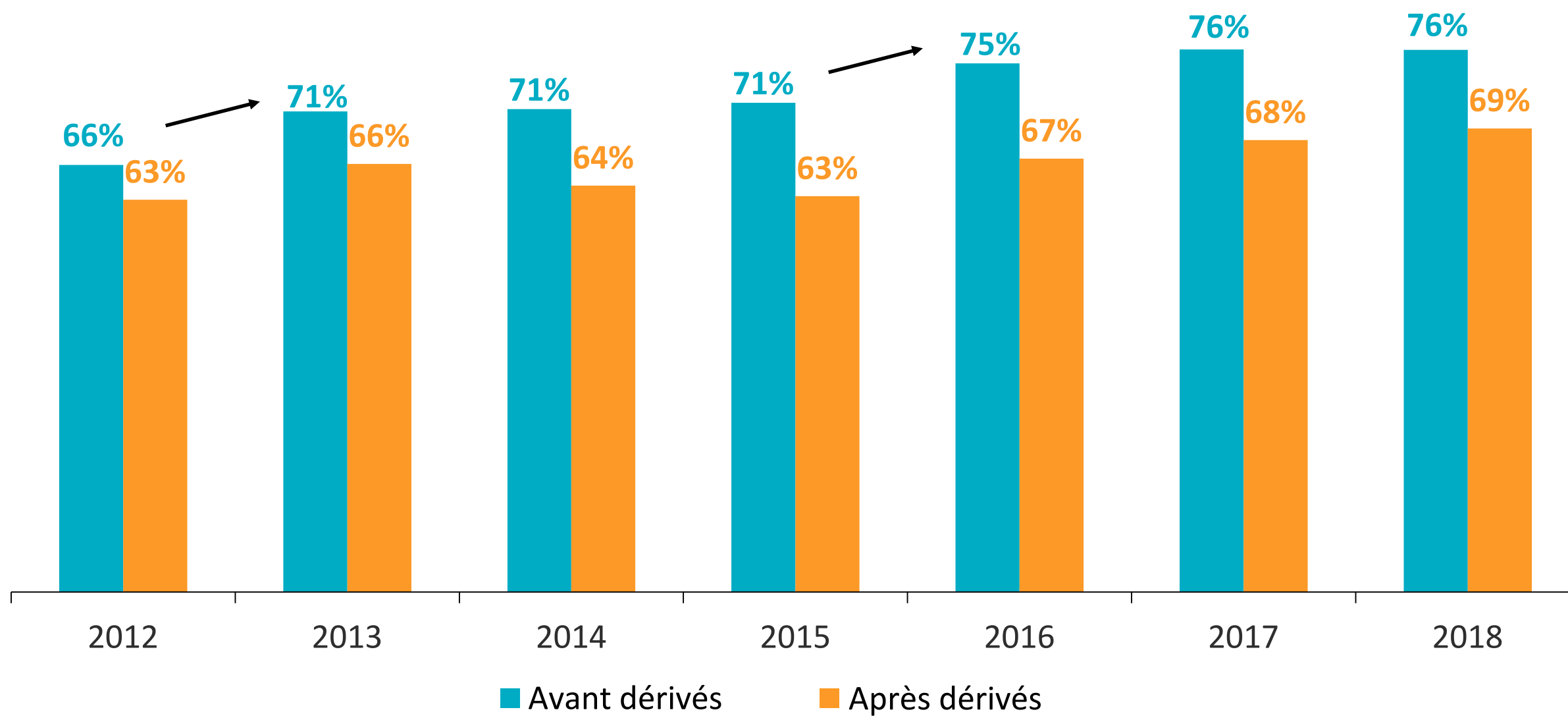


Source: Refinitiv Datastream - Interselection AA



» ANALYSE DE LA GESTION DU RISQUE DE TAUX PAR LES GRANDES ENTREPRISES FRANÇAISES

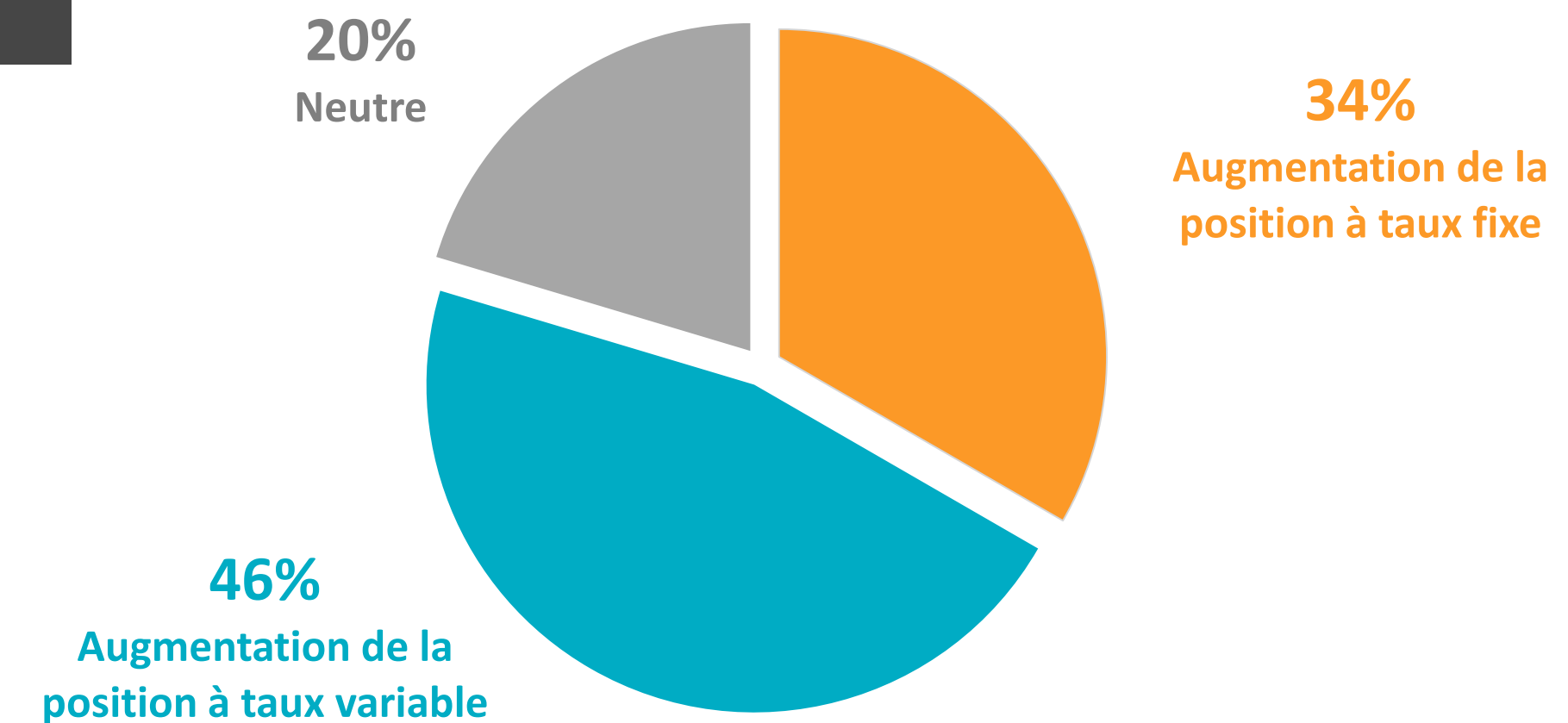
PART DE LA DETTE BRUTE À TAUX FIXE



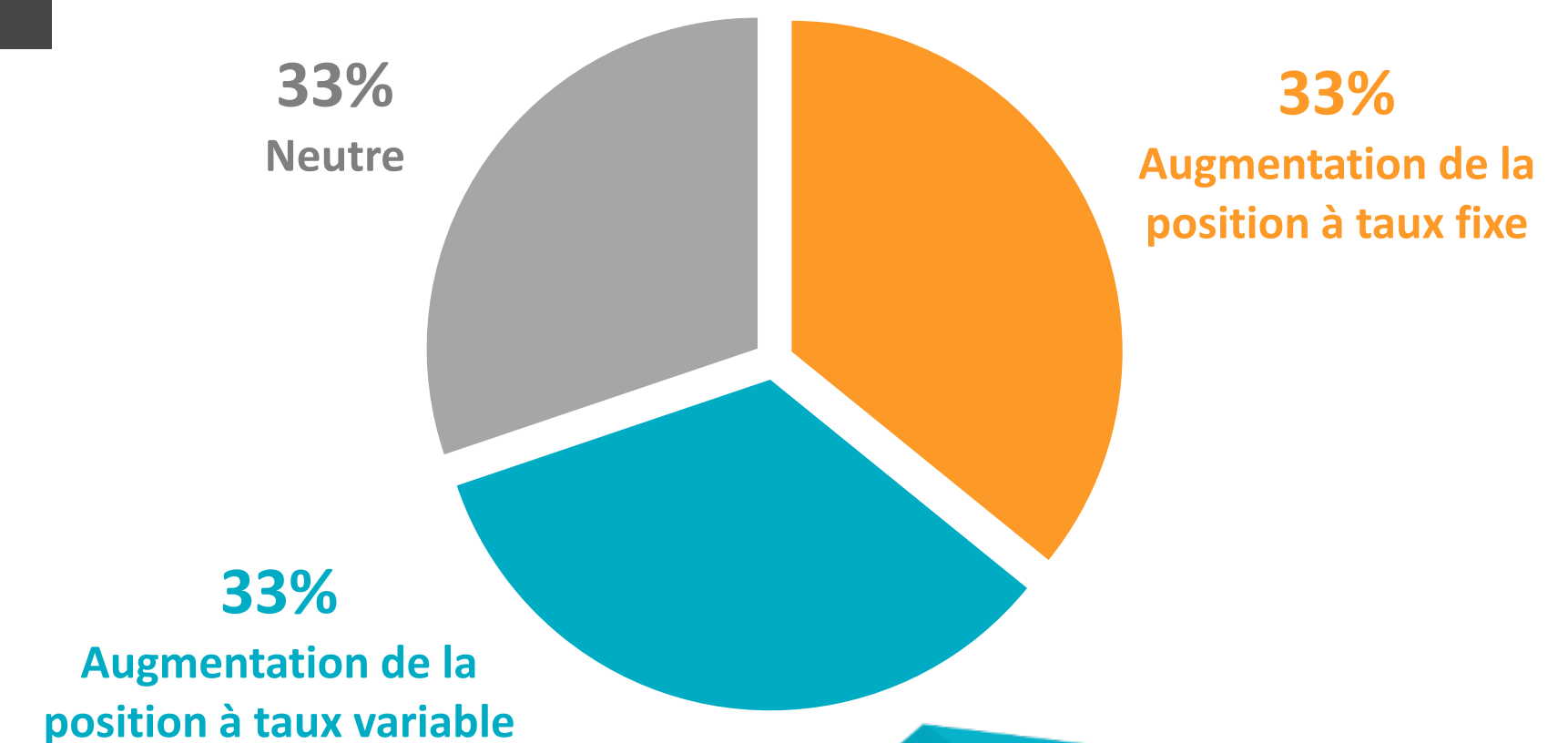
- **Scope** : 54 grandes entreprises françaises (hors financières)
- En moyenne, **73% des entreprises ont utilisé des dérivés** pour ajuster leurs profils de risque de taux
- Outre l'environnement de taux, l'analyse montre que la **tendance à moyen terme a pu être influencée par le changement de nature du marché du financement en Europe** (passage d'un monde dominé par l'emprunt bancaire à un marché très désintermédié, changement de nature notamment aidé par certaines politiques monétaires)

COMPOTEMENTS DE COUVERTURE

2012



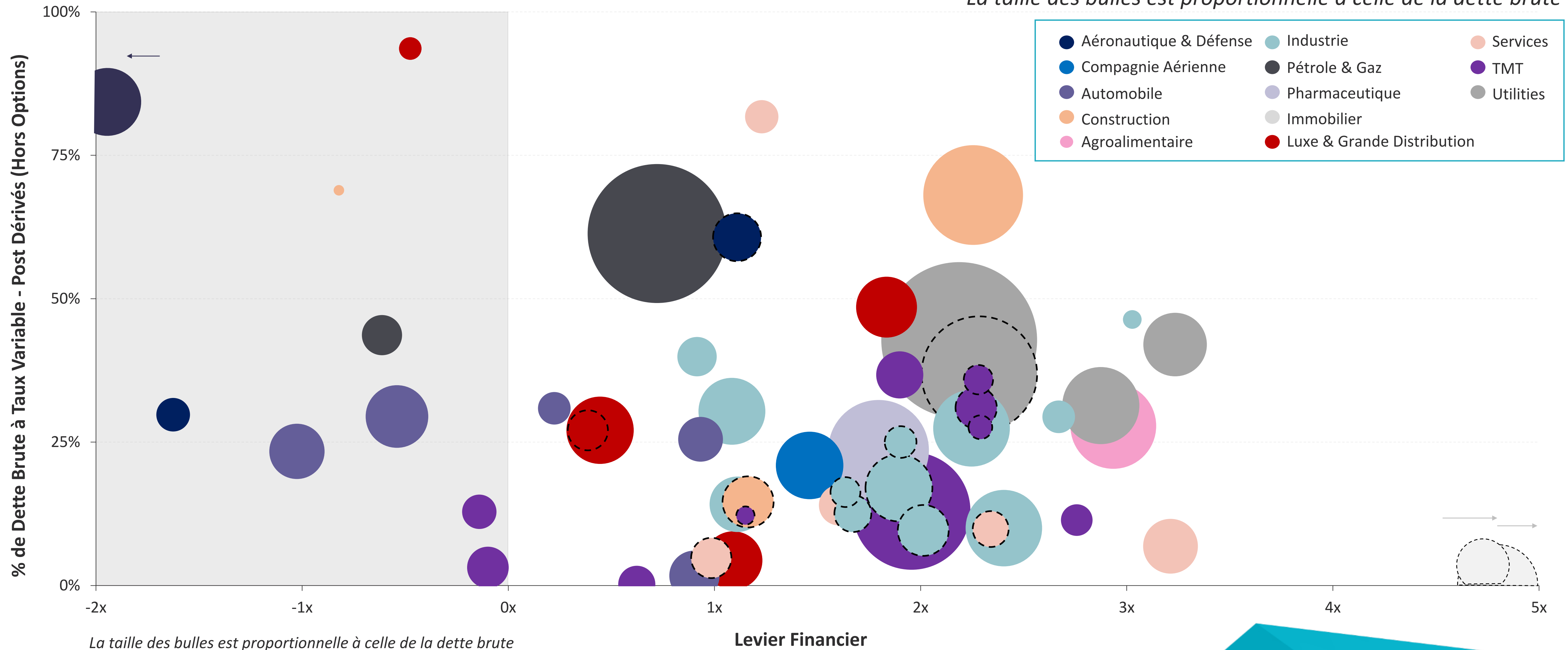
2018





» LE COMPORTEMENT DE COUVERTURE PEUT AUSSI ÊTRE INFLUENCÉ PAR DES LOGIQUES SECTORIELLES

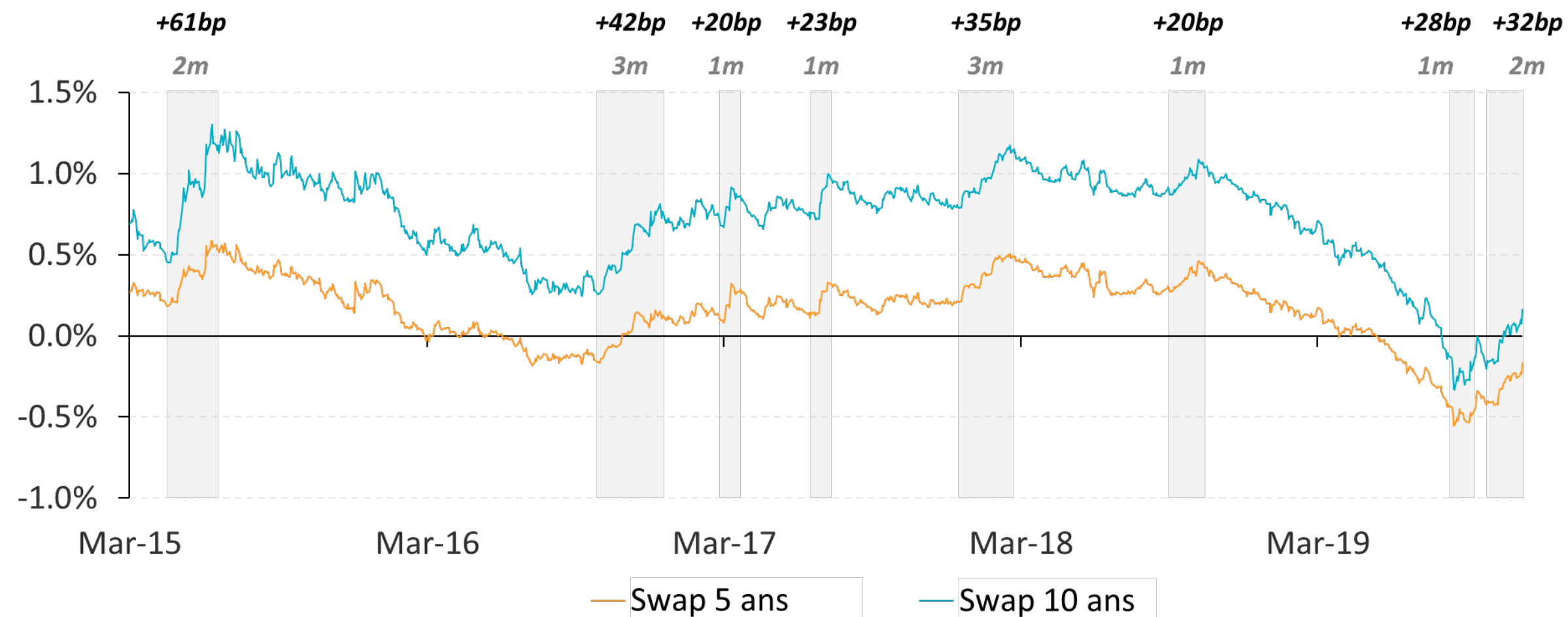
La taille des bulles est proportionnelle à celle de la dette brute





» L'ENVIRONNEMENT DE TAUX EUR RESTE VOLATILE ; UNE APPROCHE DYNAMIQUE PEUT ÊTRE À FAVORISER

LES TAUX DE SWAP EUR DEPUIS L'ASSOUPPLISSEMENT QUANTITATIF

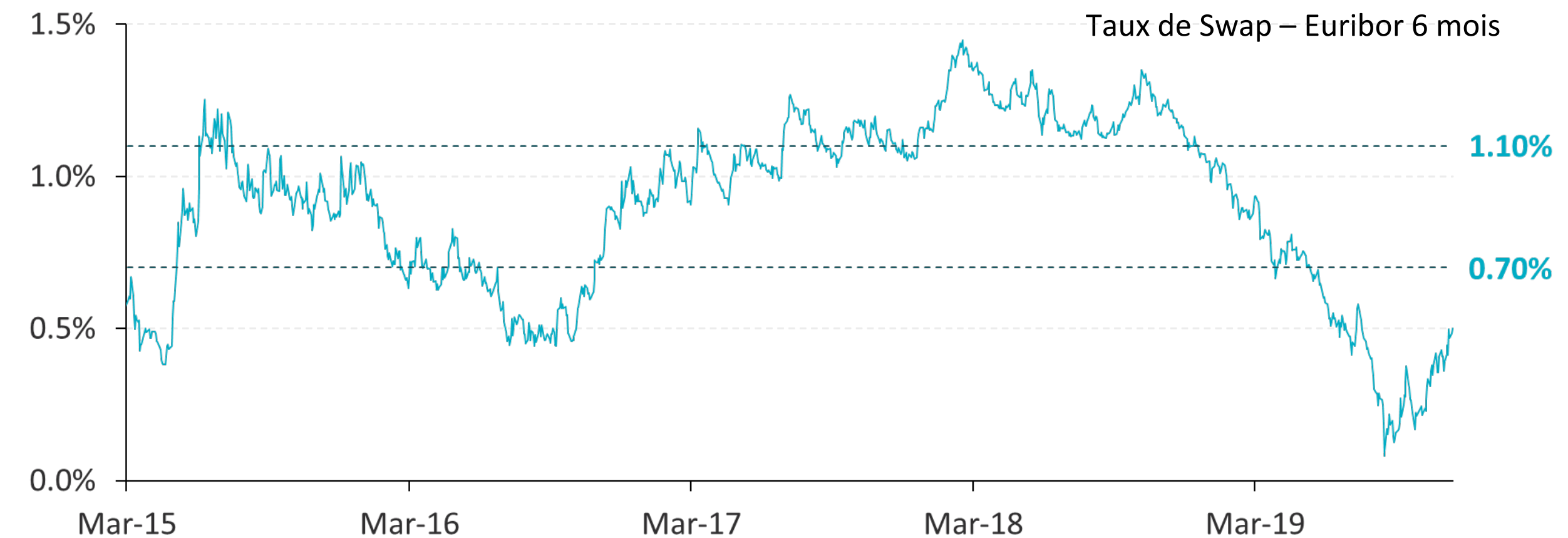


- Malgré la tendance baissière soufflée par la politique monétaire, l'environnement de taux reste volatile
- Un **suivi actif du marché** (notamment des changements de perception de la politique monétaire) **permet d'optimiser le profil de risque de l'entreprise**
- Outre la gestion active du risque de taux au passif, l'attention se tourne dorénavant vers:
 - ▶ La couverture anticipée des prochains financements
 - ▶ La gestion dynamique des portefeuilles d'options de taux (en particulier face aux financements bancaires floorés)
 - ▶ La **gestion du risque de taux à l'actif (trésorerie)** dans un environnement de taux EUR qui stagne en territoire négatif

COÛT DE PORTAGE 5 ANS EUR



COÛT DE PORTAGE 10 ANS EUR

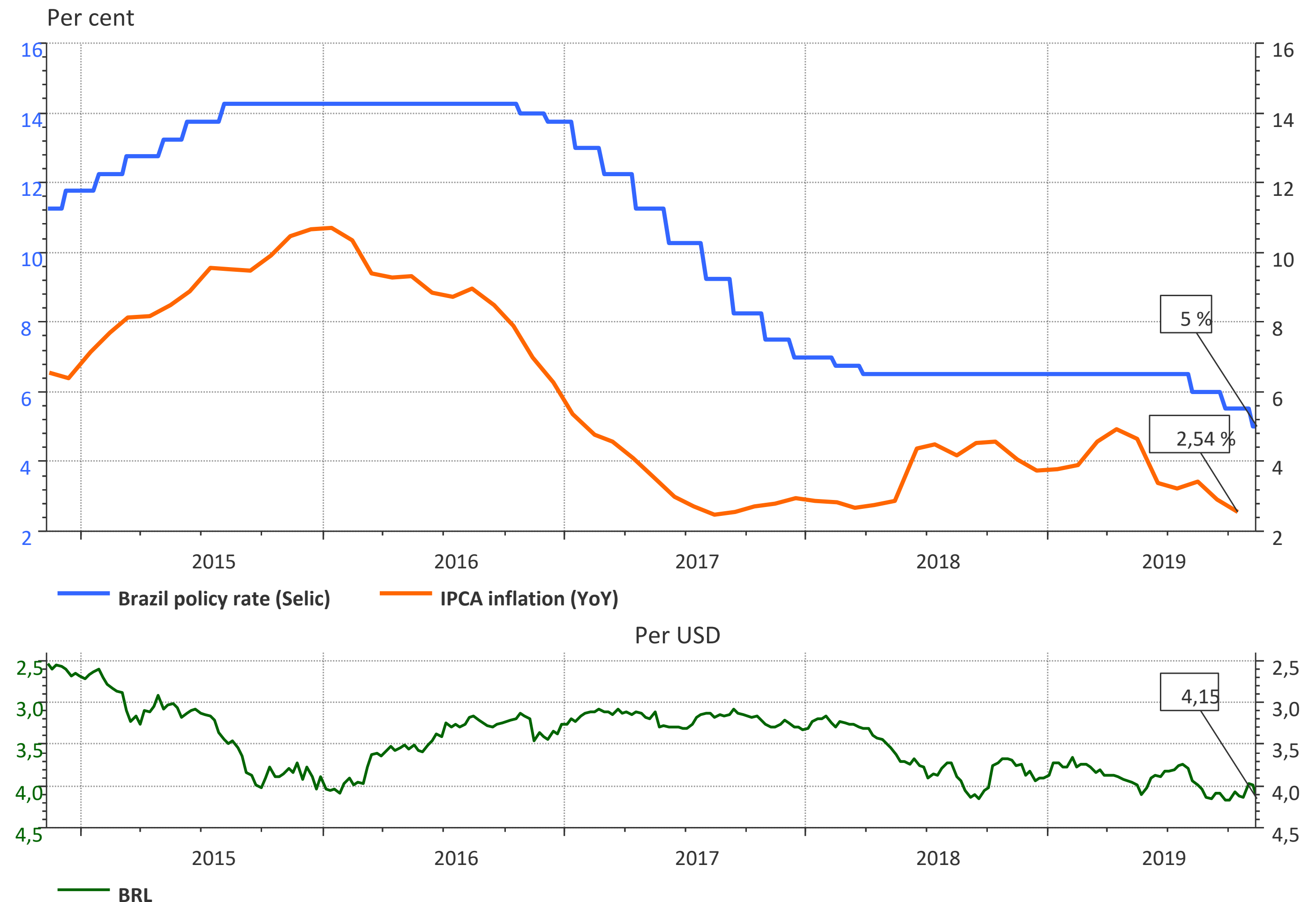




» Emergents : quelle politique de taux ?

- Faible taux d'épargne → taux d'intérêt élevés → taux de change déprécié (déficit extérieur avec insuffisance d'épargne)
- Le Brésil est dans cette situation avec un des plus faibles taux d'épargne

Brazil policy rate vs inflation

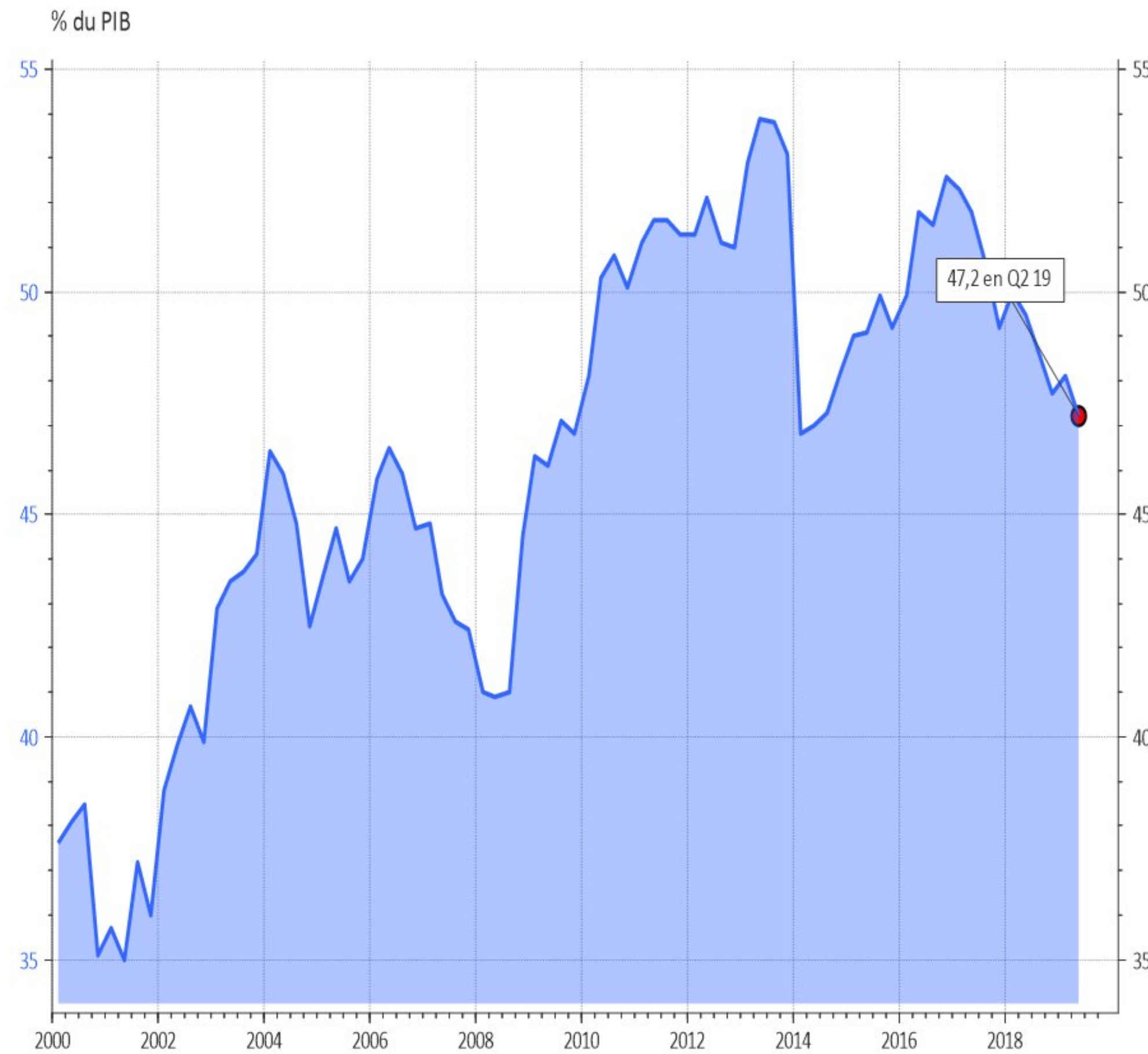


Source: Refinitiv Datastream - Interselection AA



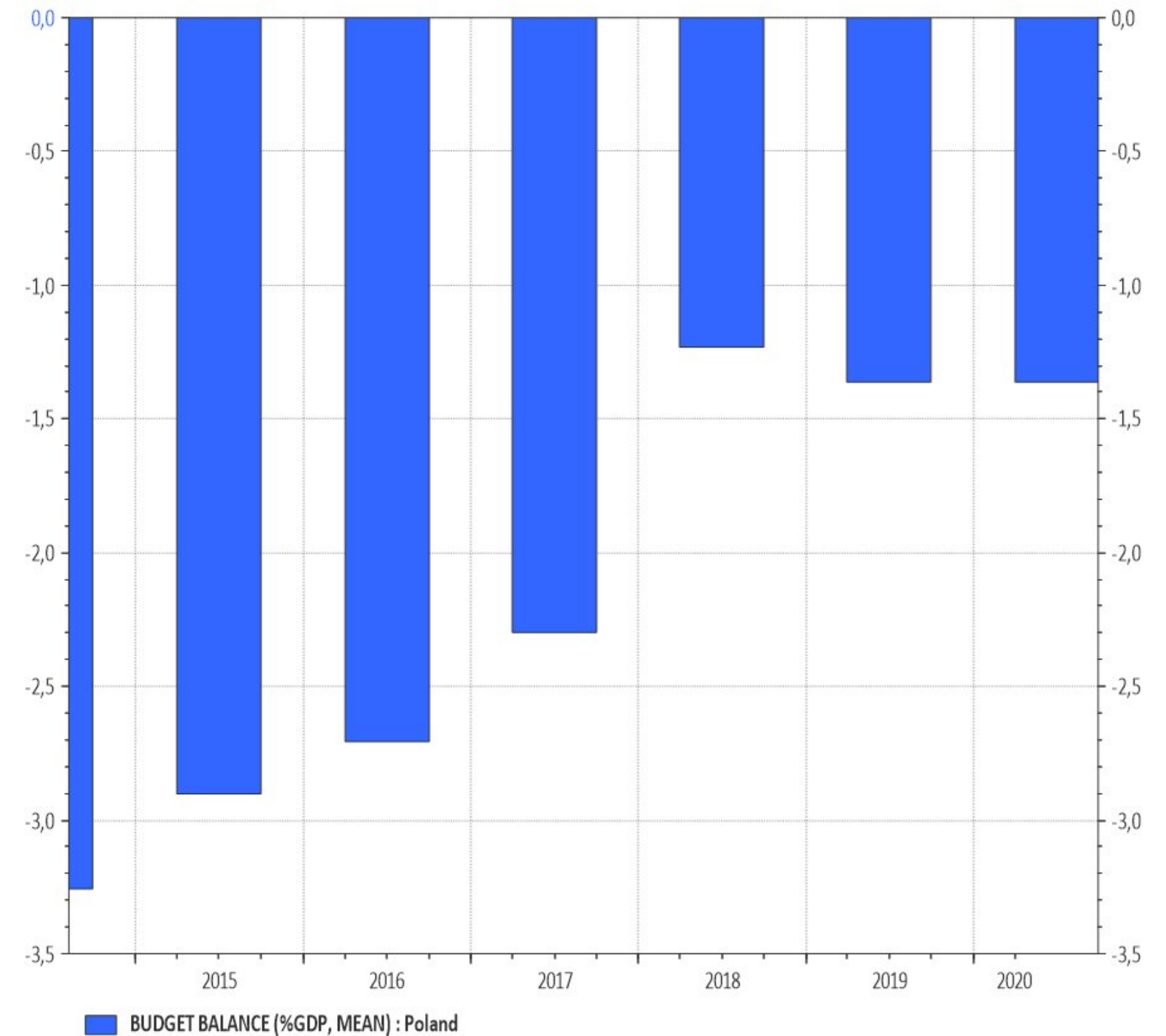
» Pologne

DETTES D'ETAT



Source: Refinitiv Datastream - Intersélection AA

Déficit budgétaire



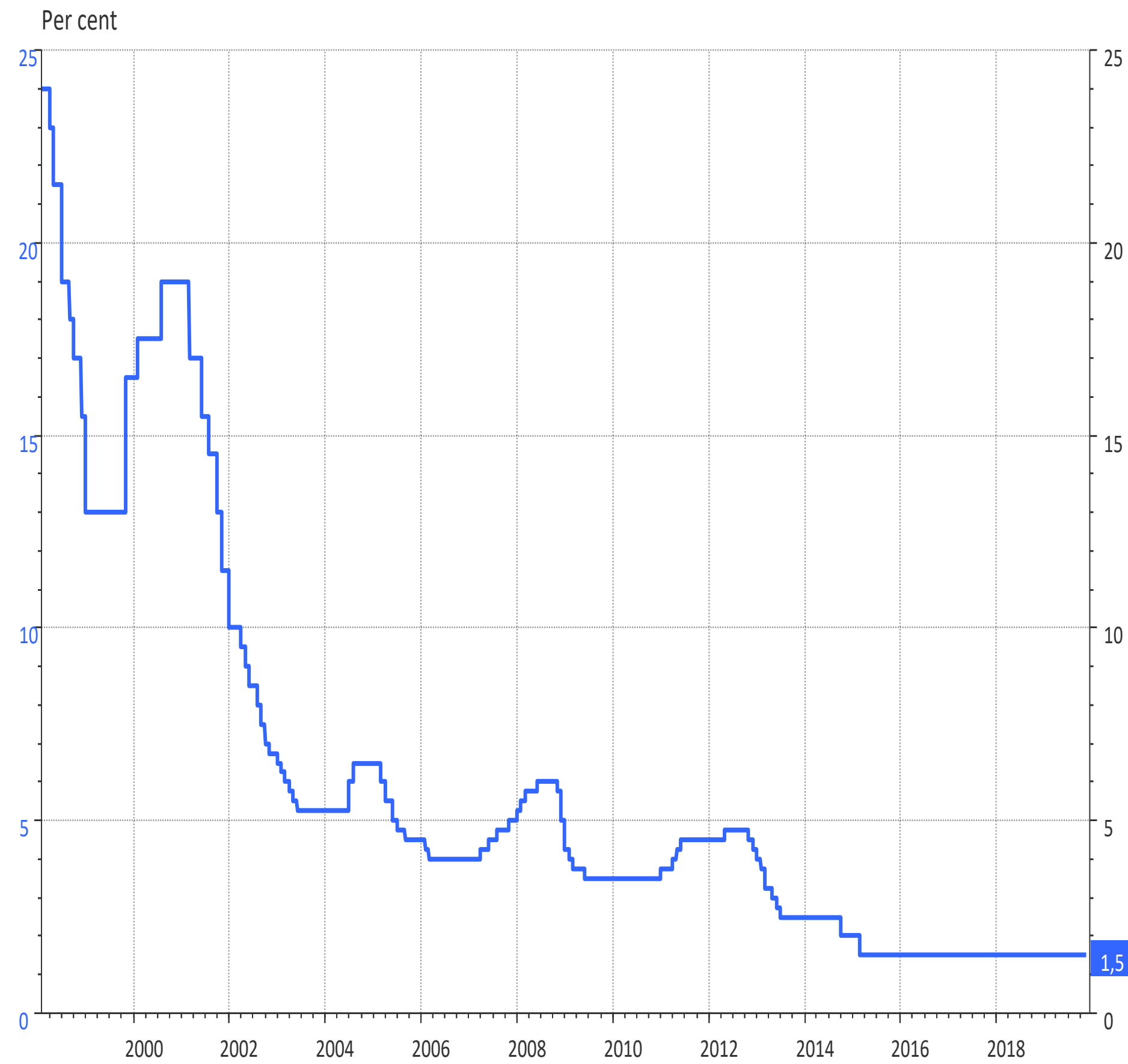
BUDGET BALANCE (%GDP, MEAN) : Poland

Source: Refinitiv Datastream - Intersélection AA

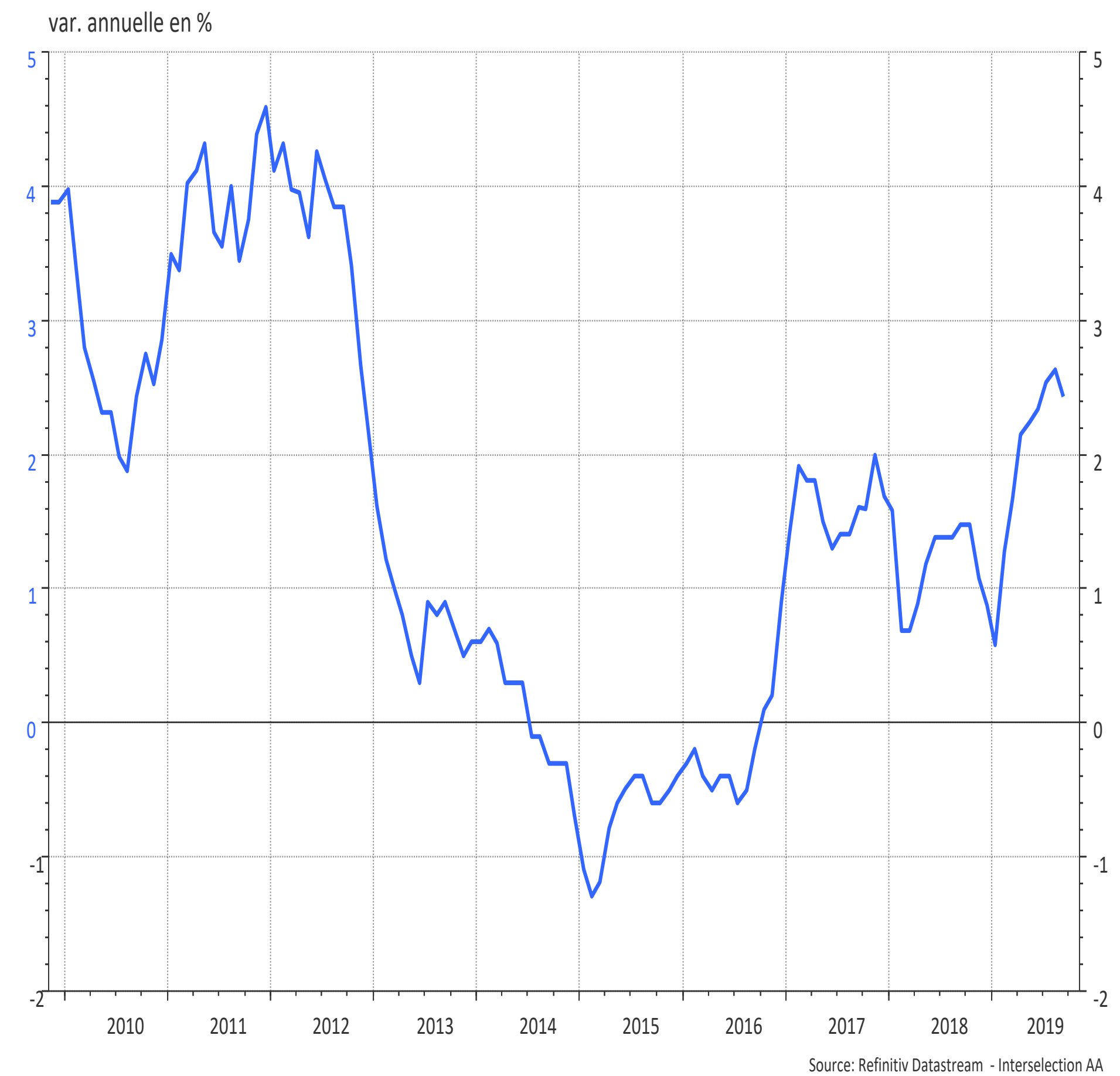


» Pologne

Poland policy rate



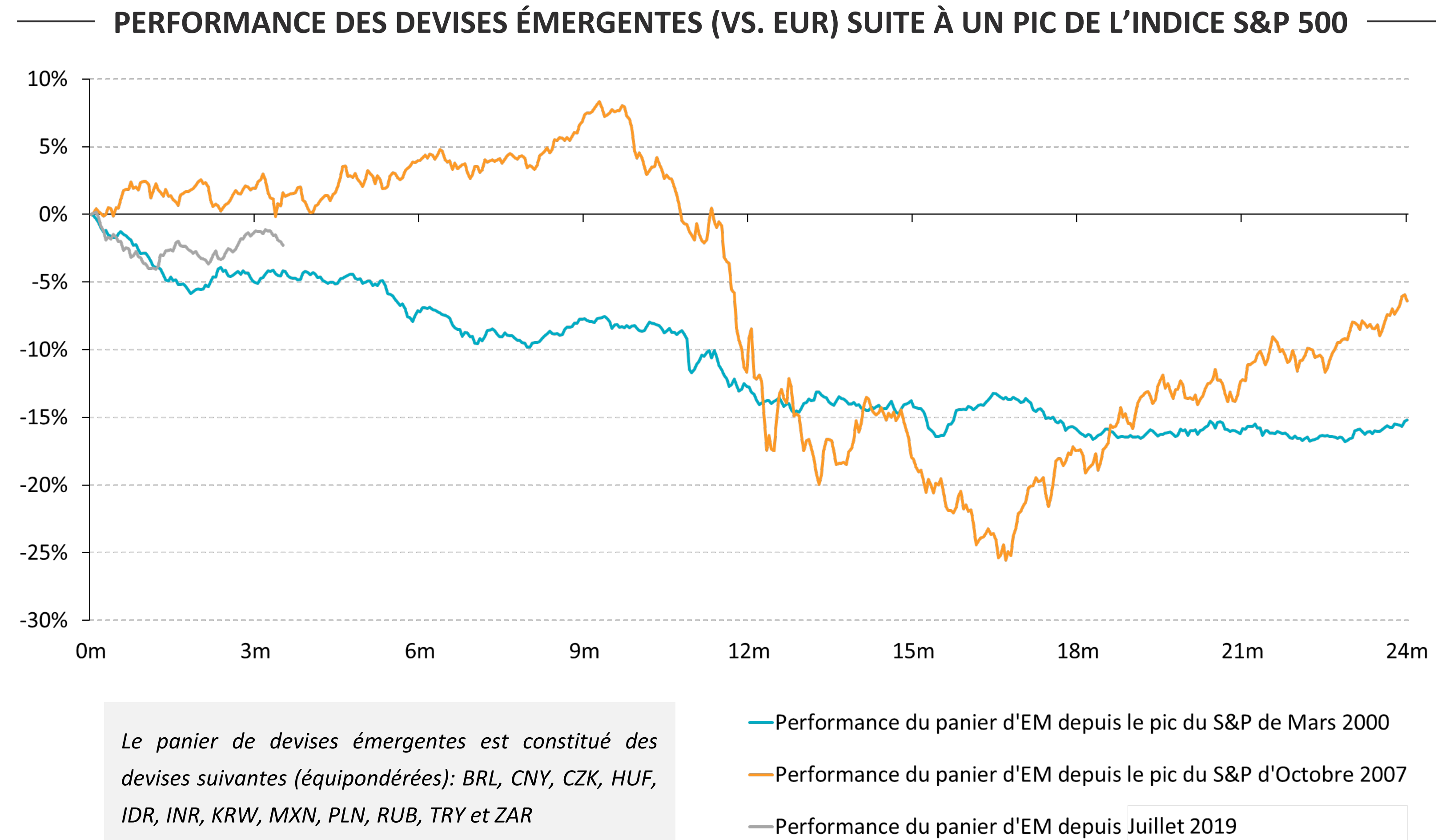
INFLATION





» L'EXPOSITION AUX DEVISES ÉMERGENTES: L'AUTRE RISQUE DE CETTE FIN DE CYCLE ?

- Les dynamiques de fin de cycle économique mettent en risque les devises émergentes (« EM »):
 - ▶ Turbulences importantes à prévoir en cas de décrochage aux US
 - ▶ Attention aux devises très sensibles aux changements de perception du risque (« high beta »)
 - ▶ Beaucoup de pays émergents ont profité de la liquidité USD abondante pour lever de la dette USD (les rendant d'autant plus vulnérables)

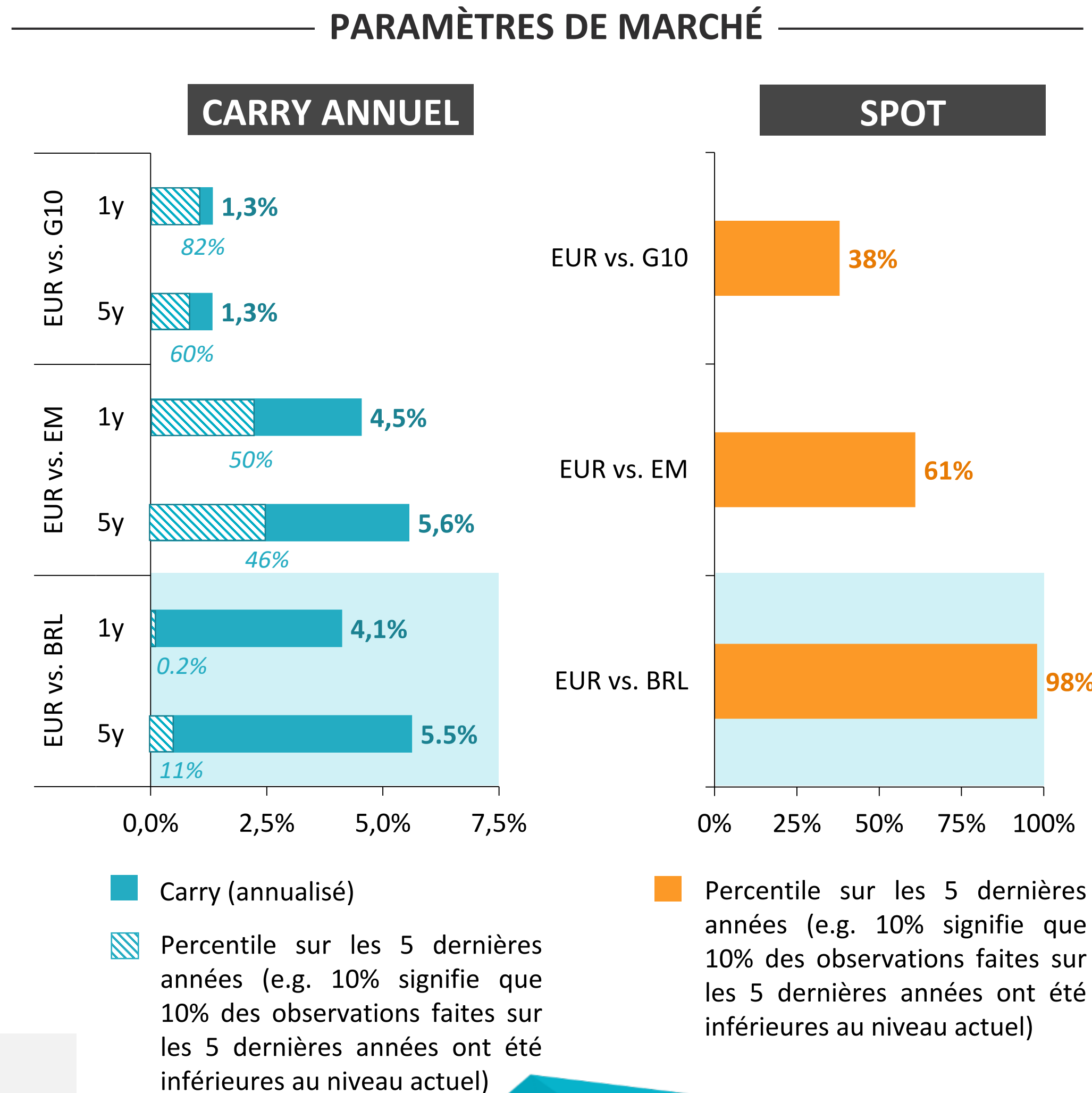
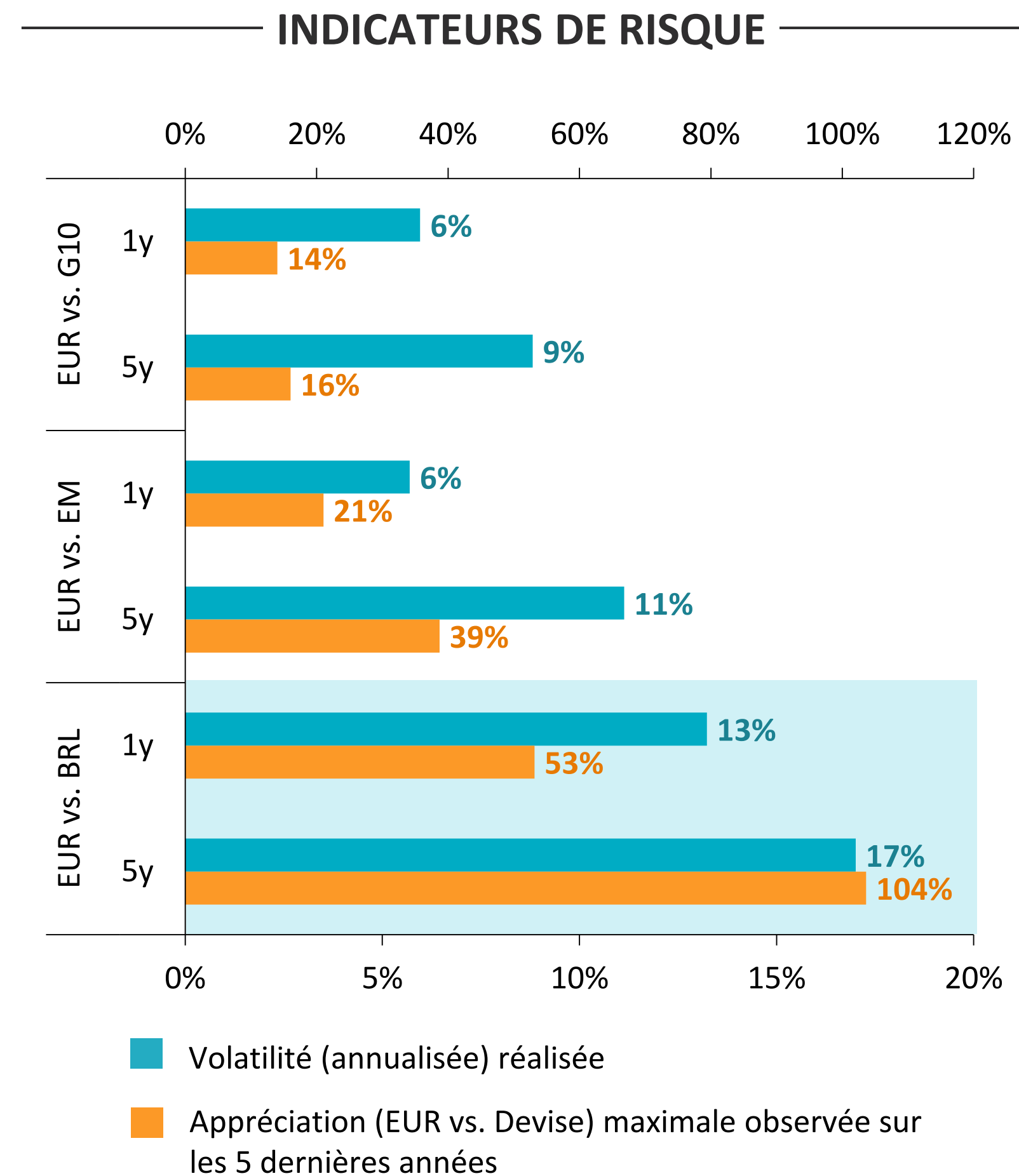




» UNE SITUATION À ANALYSER PAR MARCHÉ: EXEMPLE DU BRL

■ Décision de couverture doit notamment s'appuyer sur:

- ▶ Le point d'entrée sur le cours de change Spot
- ▶ Le « carry » souvent décomposé entre différentiel de taux (généralement défavorable étant donné le niveau très bas des taux EUR) et la base (représentant un différentiel de liquidité relative)
- ▶ La perception du risque (historique vs. « forward-looking »)



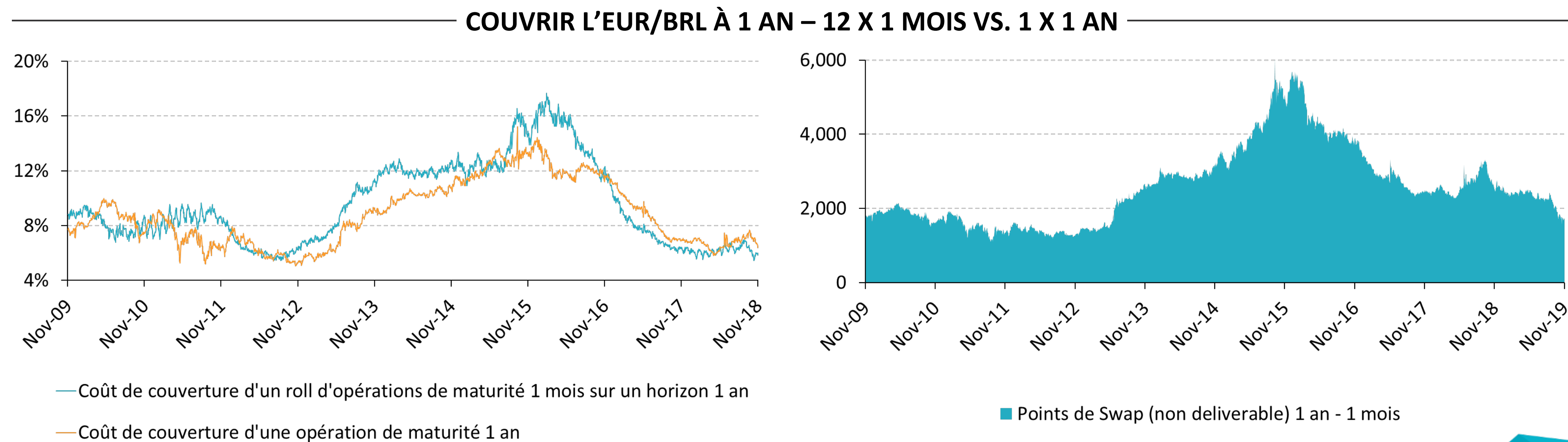
Le panier de devises G10 est constitué des devises suivantes (équipondérées): AUD, CAD, CHF, GBP, JPY, NOK, NZD, SEK et USD

Le panier de devises EM est constitué des devises suivantes (équipondérées): BRL, CNY, CZK, HUF, IDR, INR, KRW, MXN, PLN, RUB, TRY et ZAR



» STRATÉGIE DE COUVERTURE ALTERNATIVE: ROLL AUTOMATIQUE DE COUVERTURES À COURT TERME

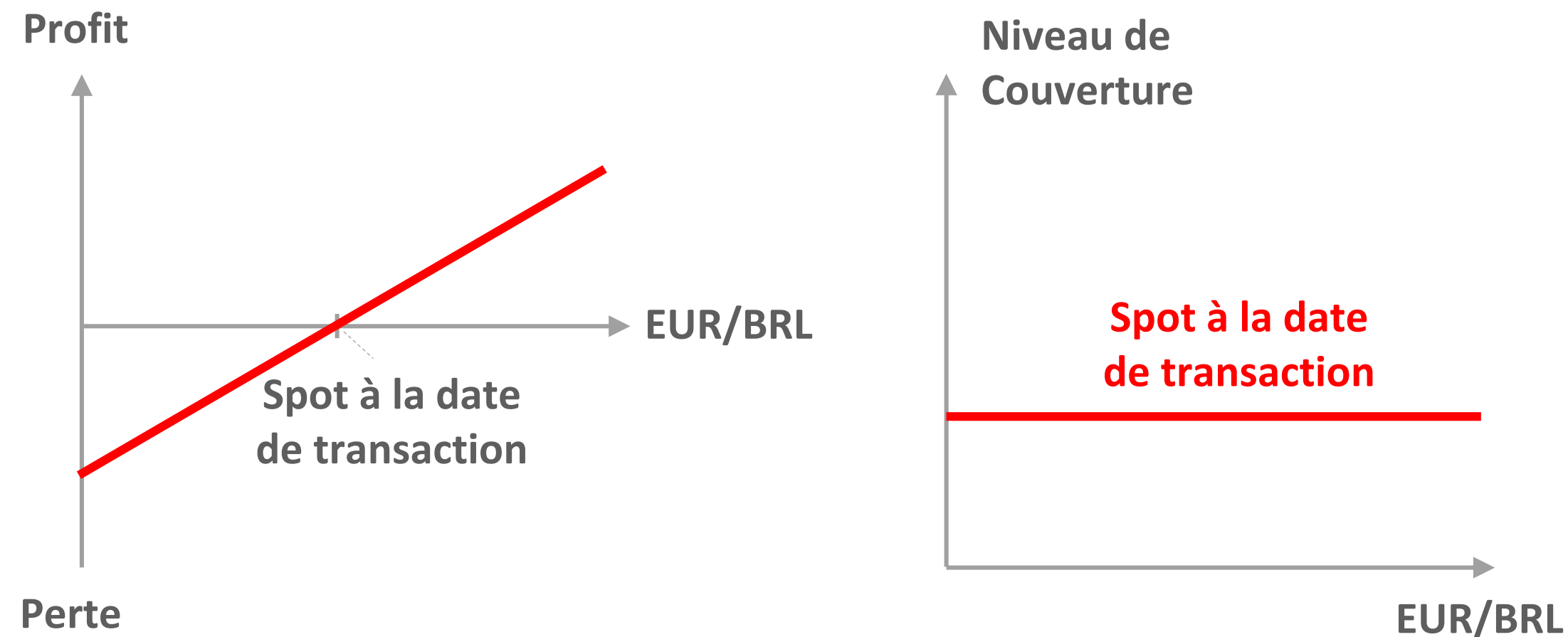
- Lorsque la pente est significative entre le coût d'une couverture moyen-terme vs. court-terme ou lorsque les perspectives indiquent un important potentiel de baisse du coût de couverture (notamment du différentiel de taux), il peut être intéressant de **favoriser le roll de couvertures à court terme (e.g. 12 rolls de stratégies à 1 mois vs. 1 stratégie à 1 an)**
- ▶ **Problèmes:** lourdeur opérationnelle, impacts réguliers dans la position de cash, potentiels impacts comptables
- ▶ **Solution:** Stratégie d'« autoroll » envisageable sur l'ensemble des produits de couverture habituels et sous différents formats (OTC ou Indice)



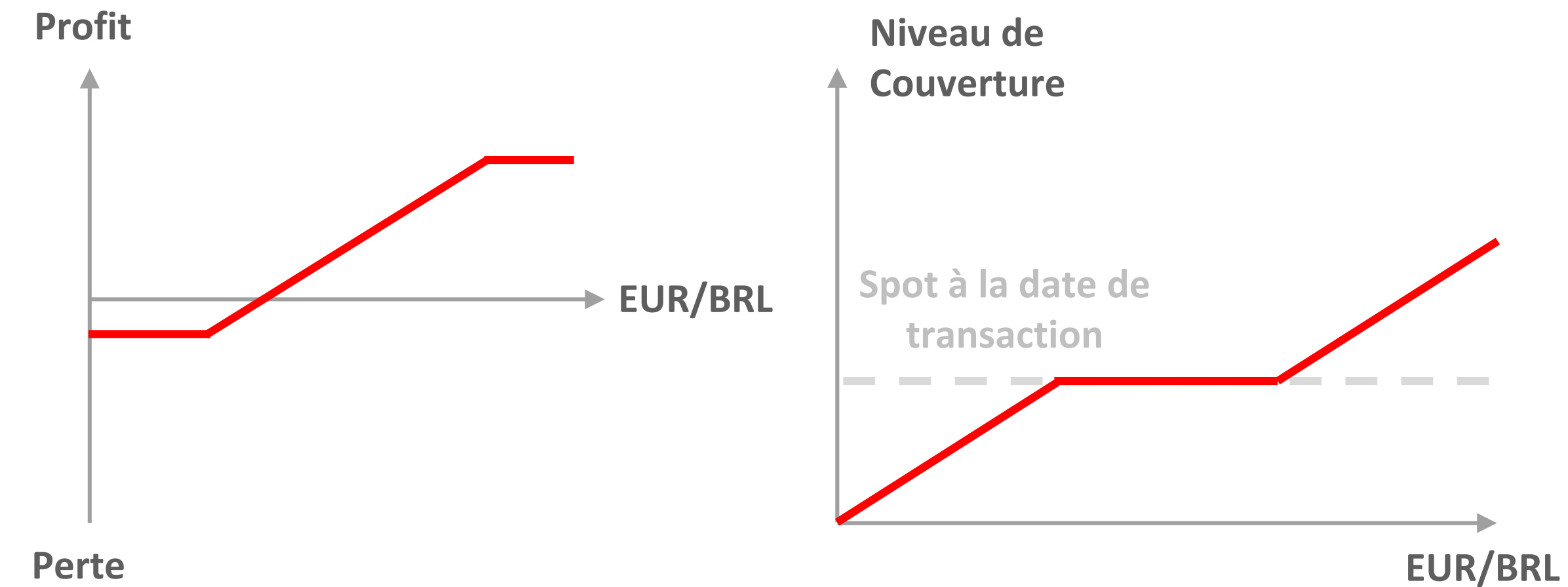


» STRATÉGIE DE COUVERTURE ALTERNATIVE: AJOUTER DE L'OPTIONNALITÉ AFIN DE RÉDUIRE LE CARRY

PROFIL DE COUVERTURE À MATURITÉ D'UN CROSS-CURRENCY SWAP EUR/BRL SERVANT À COUVRIR UN ACTIF BRL



PROFIL DE COUVERTURE À MATURITÉ D'UN CROSS-CURRENCY SWAP EUR/BRL SERVANT À COUVRIR UN ACTIF BRL DANS LEQUEL L'ÉCHANGE FINAL INCLUT UN TUNNEL D'OPTIONS



■ En incluant un tunnel d'options dans l'échange final (i.e. accepter de limiter son niveau de couverture), une entreprise peut :

- ▶ **Réduire le carry** à payer sur des devises émergentes
- ▶ **S'offrir de la flexibilité sur le FX** en bénéficiant d'au moins une partie de l'appréciation de la devise vs. EUR
- ▶ **Réduire les charges de crédit**

Exemple illustratif – Couverture actif BRL (vs. EUR) à 5 ans

Cross-Currency Swap Vanille

A maturité, achat d'EUR / vente de BRL à 4.5990

Carry Annuel = 5.5%

Version Alternative

A maturité, achat d'EUR / Vente de BRL à:

- 4.5990 si EUR/BRL à maturité entre 4.1500 et 6.2500
- Spot à maturité + 4.5990 – 4.1500 si EUR/BRL à maturité < 4.1500
- Spot à maturité + 4.5990 – 6.2500 si EUR/BRL à maturité ≥ 6.2500

Carry Annuel = 5%

