

ASSET MANAGEMENT

Les marchés de taux et de change - Le niveau absolu des taux offre des opportunités de couverture

Compte tenu de la faiblesse des taux, les entreprises continuent à mettre en place des couvertures à taux fixe, au travers de produits simples. Côté change, la baisse de l'activité les conduit à plus de vigilance sur les volumes couverts.

Taux : les couvertures à taux fixe ont la cote

Le niveau très bas des taux d'intérêt incite déjà depuis plusieurs mois les entreprises à mener des réflexions en matière de couverture de taux. «Nous constatons que beaucoup d'entreprises ont swappé leur endettement à taux variable pour du taux fixe», explique Pascal Thirion, associé chez Trésofi, pôle conseil en gestion de trésorerie du groupe Sidetrade. Même tendance observée chez Crédit du Nord. «Les taux très bas poussent nos clients qui ont des emprunts indexés sur l'Euribor à mettre en place des couvertures à taux fixe», souligne Vincent Dewilde, directeur Trésorerie et Change au sein de la banque. Aujourd'hui, le taux de swap à cinq ans s'élève environ à 2,83 %, tandis que l'Euribor trois mois atteint 0,72 %. Pour une dette à cinq ans, le coût de portage, c'est-à-dire l'écart entre le taux de swap et le taux variable – ce qui correspond concrètement au manque à gagner pour l'entreprise –, est donc actuellement élevé. «Le coût de portage est pénalisant pour les entreprises qui souhaitent mettre en place des swaps courts, avec des maturités inférieures à deux ou trois ans, explique Pascal Thirion. C'est surtout la première année que ce coût est élevé. Beaucoup d'entreprises mettent donc en place des couvertures avec des départs décalés à un an.» Cela représente bien sûr un

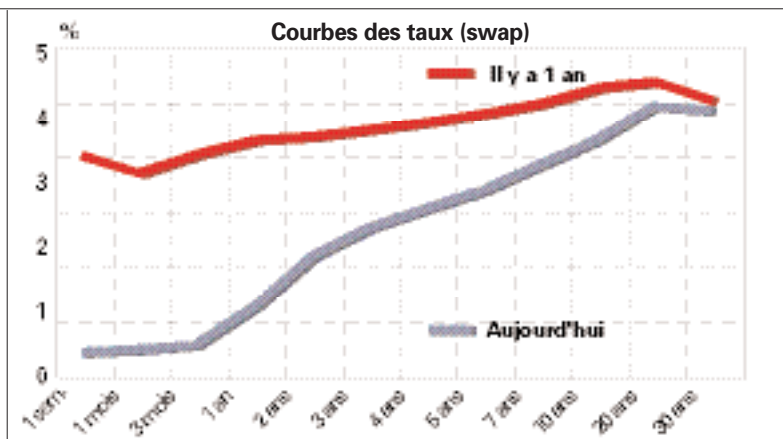
coût, qui reste néanmoins modeste : l'écart de prix entre un swap de taux avec départ immédiat et un swap avec départ différé à un an est estimé entre 10 et 15 centimes environ.

Au-delà des problématiques liées au coût de portage ou aux anticipations de taux, c'est bien le niveau absolu des taux qui reste le principal déterminant dans les décisions prises par les trésoriers. Les outils de simulation permettant de calculer leur charge financière pour l'année suivante, en fonction de différentes hypothèses de hausse de taux, suffisent bien souvent à convaincre les PME. «Le niveau des charges financières est le premier critère de décision en matière de couverture de taux pour nos clients, principalement des PME, explique Vincent Dewilde. Aujourd'hui, le débat sur la question est d'ailleurs limité, dans la mesure où les taux ont peu de risque de continuer à baisser. Les entreprises se demandent en revanche quelle part de dette conserver à taux fixe et à taux variable.» De plus en plus de PME choisissent de couvrir entre 70 et 80 % de leur dette à taux fixe.

Enfin, tendance lourde depuis le début de la crise : les entreprises délaissent les produits sophistiqués au profit des produits simples, comme des swaps de taux ou des caps (couvertures à la hausse) et des floors (cou-

Beaucoup d'entreprises mettent en place des couvertures avec des départs décalés à un an.

Maturité	Taux au 4/11/09	Taux à un an
1 semaine	0,383	3,39
1 mois	0,42	3,13
3 mois	0,45	3,39
1 an	1,07	3,62
2 ans	1,83	3,66
3 ans	2,26	3,77
4 ans	2,58	3,88
5 ans	2,83	3,98
7 ans	3,22	4,16
10 ans	3,59	4,41
20 ans	4,11	4,47
30 ans	4,03	4,21



Source : Crédit du Nord

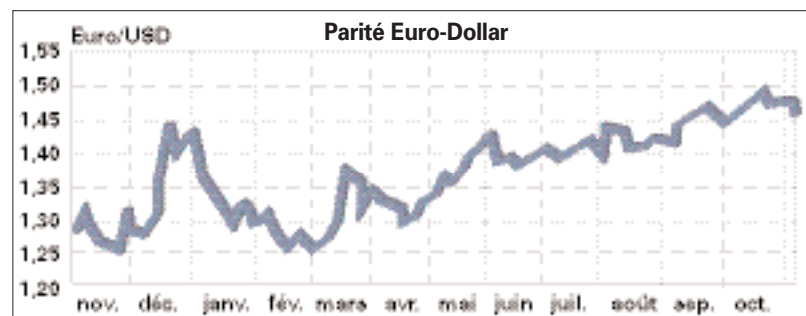
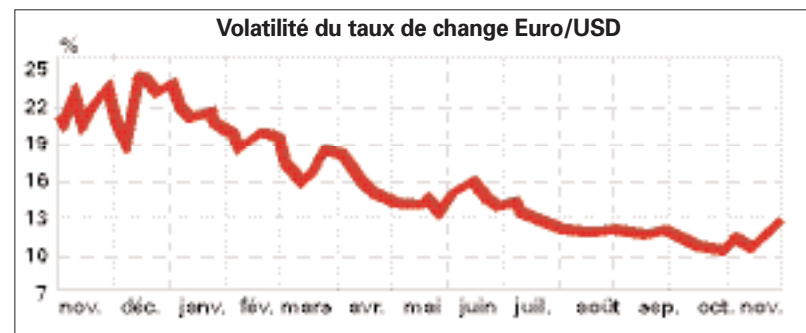
vertures à la baisse). Dans tous les cas, la justification des choix en matière de couverture devient primordiale au sein des entreprises. «Nous leur conseillons de documenter et de faire acter leurs décisions auprès de leur direction financière ou générale, prévient Pascal Thirion. Il est en effet parfois nécessaire de pouvoir remettre en perspective les choix opérés et les critères sélectionnés au moment de la décision (taux

de rentabilité de l'investissement, taux de swap, anticipation des taux...) avec des conditions de marché en vigueur plusieurs années auparavant.» Car lorsque les entreprises se sont couvertes à des taux relativement élevés, il leur reste une seule alternative, peu utilisée au demeurant : repasser à taux variable, ce qui reste assez cher et spéculatif, ou renégocier le taux avec la banque lorsque la taille de la dette est significative.

Change : une prudence accrue concernant les montants couverts

La volatilité est globalement remontée sur le marché des changes depuis que l'eurodollar a atteint les paliers des 1,44 et 1,48. A 13 % environ, le niveau de la volatilité du taux de change eurodollar a progressé d'environ 2 % en un mois. Le marché des changes joue de nouveau un rôle dans les anticipations de reprise économique, car la hausse de l'eurodollar pourrait en limiter les perspectives dans la zone euro. «Ce seront moins les exportations vers les Etats-Unis qui seront pénalisées que celles vers les pays exportateurs de pétrole ou les pays émergents, car l'euro monte également face aux devises de ces pays-là, très dynamiques, souligne un économiste. L'appréciation de l'euro contribue à un manque à gagner significatif en termes de chiffre d'affaires.» Si les entreprises exportatrices souffrent de la tendance haussière de l'euro, les importateurs tirent quant à eux leur épingle du jeu. «Une part importante de notre clientèle est composée d'entreprises importatrices, pour lesquelles l'affaiblissement du dollar est favorable, explique Vincent Dewilde. Au fur et à mesure de l'année, l'activité en matière de couverture de change a progressé, en particulier lorsque l'eurodollar a atteint 1,50 au mois dernier. De nombreuses entreprises ont alors mis en place des couvertures pour les six mois à venir.»

Néanmoins, l'une des grandes difficultés rencontrées à l'heure actuelle pour les entreprises consiste à déterminer le montant à couvrir. «Les couvertures sont généralement budgétées sur un cycle d'exploitation d'une année et quelques entreprises dont le chiffre d'affaires n'est pas au rendez-vous préfèrent revendre, même à perte, les couvertures précédemment achetées», explique Vincent Dewilde. C'est effectivement l'option que privilégient les entreprises en surcouverture, dont le chiffre d'affaires n'est pas récurrent ou qui ont subi un effondrement de leur activité dans certains pays, par exemple. Celles dont le chiffre d'affaires se maintient choisissent le plus souvent de proroger leurs couvertures. «Nous intervenons auprès des entreprises pour les aider à établir leurs prévisions de trésorerie en devises et à déterminer leur taux d'exposition, explique Pascal Thirion. Car avant de fixer la proportion du prévisionnel à couvrir, il s'agit de s'assurer de la fiabilité de ce chiffre.» De manière générale, les sociétés



sont plus prudentes en ce qui concerne le montant qu'elles choisissent de couvrir, pour précisément ne pas se retrouver en situation de surcouverture. Elles ont tendance à se fixer des marges de sécurité plus grandes, à l'achat comme à la vente. Celles qui couvraient par exemple 80 à 90 % de leur chiffre d'affaires prévisionnel ont aujourd'hui réduit cette proportion à hauteur de 60 à 70 %. Une fois leurs besoins estimés, les entreprises continuent à privilégier des produits simples : achats et ventes à terme, options simples et tunnels. «Les entreprises sont actuellement plus friandes d'options, qui ont progressé de 30 % depuis le début de l'année, souligne Vincent Dewilde. Mais la grande majorité de celles qui se tournent vers des stratégies optionnelles privilégie les tunnels à prime zéro ou réduite». La combinaison de deux options, «put» et «call», permet en effet d'annuler – ou du moins de compenser en partie – la prime payée lors de l'achat par exemple d'un put (garantissant un cours plancher à la vente) grâce à la prime encaissée lors de la vente d'un call (limitant les gains de l'entreprise à la hausse). Un produit avantageux pour les entreprises actuellement peu enclines à payer des primes. ■

Angèle Pellicier

L'activité en matière de couverture de change a progressé, en particulier lorsque l'eurodollar a atteint 1,50 au mois dernier.