



IDIÉES REÇUES

sur

LES EFFETS DES TAUX BAS

Pour le meilleur
ou
pour le pire ?

SOMMAIRE

Introduction	3
LE B.A.-BA DES TAUX BAS	4
IDÉE REÇUE N°1 : <i>"Ce n'est pas cher"</i>	8
IDÉE REÇUE N°2 : <i>"Les placements ne rapportent plus rien"</i>	9
IDÉE REÇUE N°3 : <i>"C'est le moment d'investir"</i>	10
IDÉE REÇUE N°4 : <i>"Ça perturbe les méthodes de valorisation"</i>	11
IDÉE REÇUE N°5 : <i>"C'est le moment de renégocier sa dette"</i>	12
IDÉE REÇUE N°6 : <i>"Il est préférable d'emprunter à taux fixe"</i>	13
IDÉE REÇUE N°7 : <i>"Les banques y trouvent leur intérêt"</i>	14
IDÉE REÇUE N°8 : <i>"C'est bon pour l'économie"</i>	15
IDÉE REÇUE N°9 : <i>"Cette situation ne sera pas éternelle"</i>	16
CONCLUSION	17
GLOSSAIRE	18
LPFT	19

LES TAUX BAS, POURQUOI ON DOIT ENCORE EN PARLER...

Après la période très anxiogène où l'on a découvert que l'idée même des taux négatifs pouvait exister, le stress est descendu d'un cran. Pour autant, la situation reste inédite : les taux sont encore très bas dans une économie quasiment sans inflation.

Cet épisode appelle une clarification de ces mécanismes entre régulateur, banques et plus généralement notre (vieille ?) économie. C'est ce que nous avons nommé le B.A.-BA des taux bas, à découvrir en introduction.

Nous avons rédigé cet opuscule avec l'objectif de vous aider dans vos décisions de dirigeant ou de responsable financier, de vous permettre également de comprendre comment vos partenaires bancaires, conseils, assureurs vivent cette « drôle de période ».

Ce « 9 idées reçues sur » balaie des questions nouvelles qui se posent en entreprise : investir ou pas, taux fixe ou taux variable, repenser les méthodes d'évaluation etc., et apporte des réponses avant tout pragmatiques.

Ce « 9 idées reçues sur... », 3^e du genre après l'ouverture de capital et les EuroPP, est le fruit d'une réflexion collective entre professionnels de la Place financière, avec des angles de vue complémentaires, comme nous y conduit l'ADN de Lyon Place Financière et Tertiaire.

Lisez-le vite, même si les taux bas sont encore avec nous pour un certain temps !

Guirec PENHOAT,
Président du cycle Outils de financement, Lyon Place Financière et Tertiaire

On n'a jamais vu ça !

UNE SITUATION INÉDITE : LES TAUX SONT PROCHES DE ZÉRO « POUR DE VRAI », SANS INFLATION

Jamais dans l'histoire économique récente, les taux d'intérêt n'ont été aussi bas pendant si longtemps dans la majorité des économies avancées ! C'est une première ; les investisseurs paient en quelque sorte le privilège de prêter aux états les moins risqués.

Ce qui est nouveau, ce n'est pas l'existence de taux d'intérêt réels négatifs, mais c'est l'existence de taux d'intérêt réels et nominaux égaux ou légèrement en-dessous de zéro. Et cela, sans inflation ou presque.

COMPRENDRE

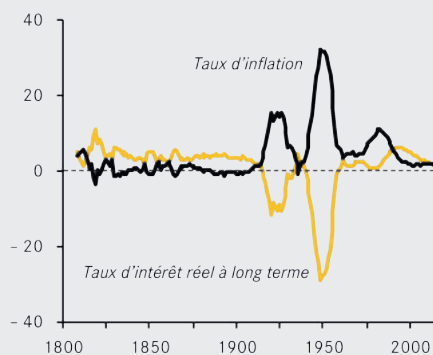
Le taux d'intérêt nominal est le taux tel qu'il est affiché.

Le **Taux d'intérêt réel** est le taux d'intérêt nominal moins l'inflation (indice des prix à la consommation).

Exemple	1972	2016
Taux nominal	4,3 %	0,75 %
Taux d'inflation	6,5 %	0,2 %
Taux réel	-1,9 %	0,55 %

ZOOM SUR LES TAUX RÉELS ET LES TAUX D'INTÉRÊT RÉELS NOMINAUX

Figure 1 : Taux d'intérêt réel et taux d'inflation de 1800 à 2000¹



Lecture : Le taux d'intérêt réel est le taux d'intérêt nominal sur les emprunts publics à 10 ans déflaté par l'inflation annuelle des prix à la consommation.

Ainsi, au cours des 2 derniers siècles, on a déjà vu des taux réels négatifs, parfois sur une période assez longue. Mais, à la différence d'aujourd'hui, l'inflation était extrêmement forte, les taux nominaux fortement positifs, mais les taux réels négatifs.

¹ Source : Levy-Carboua V. et É. Monnet (2016) : « Les défis d'une économie à taux zéro », Revue Trimestrielle de l'Association d'Économie Financière, n°121, mars - Conseil d'analyse économique note n° 36, décembre 2016 « taux d'intérêt très bas, symptômes et opportunité »

Les banques
centrales au...
centre !

CETTE SITUATION INÉDITE S'EST CONSTRUITE AU COURS DES 40 DERNIÈRES ANNÉES ET NON AVEC LA CRISE DE 2008

Il serait faux de croire que l'arrivée des taux négatifs trouve sa source avec la crise de 2008... Ce phénomène remonte beaucoup plus loin, aux années 1970. C'est en effet à ce moment-là que le taux d'intérêt dit "naturel" a commencé une baisse continue. Et ce taux "naturel" (cf. paragraphe "comprendre" ci-dessous), dicte en quelque sorte les politiques des banques centrales, dans un souci de maintien d'une cohérence avec l'économie "réelle". On reviendra plus loin sur les raisons de cette tendance de long terme, liées à des évolutions mondiales aux plans démographique, technologique et social.

COMPRENDRE

Le **taux d'intérêt naturel** est un taux théorique, estimé par les économistes comme étant celui supposé assurer l'équilibre entre épargne et investissement au plein emploi des ressources.

LES BANQUES CENTRALES INTERVIENNENT POUR RAPPROCHER LES TAUX RÉELS DES TAUX NATURELS...

Si la Banque Centrale recherche la stabilité des prix, elle fixe son taux d'intérêt directeur (taux directeur - nominal) au niveau du taux naturel. Or, une étude d'Aglietta et Valla montre que le taux d'intérêt naturel a diminué régulièrement pour des raisons d'ordres, réel entre 1970 et 2008 (évolutions démographique, technologique, sociale), puis financier, à partir de 2008 jusqu'à passer en-dessous de zéro, en-dessous aussi du taux directeur².

MAIS IL SUBSISTE UN PLANCHER LIÉ AU MINIMUM DE RÉMUNÉRATION ACCEPTABLE POUR LES ÉPARGNANTS

La baisse du taux réel est limitée par les services de liquidité des comptes à vue.

L'existence de comptes non rémunérés mais parfaitement liquides³ limite la baisse du taux réel. La différence positive entre le taux naturel et le taux réel exerce un effet déflationniste.

Les banques centrales doivent alors compléter la politique de taux bas par tout un arsenal de mesures non conventionnelles, destinées à peser sur la structure des taux et la forme de la courbe des taux (aplatissement de la courbe).

L'une des plus connues est le Quantitative Easing (QE) qui consiste à injecter des liquidités dans l'économie en achetant de la dette publique primaire ou secondaire⁴. Cette mesure a comme conséquence de faire baisser les taux à long terme.

² Levy-Garboua souligne que la baisse de l'inflation ne s'est pas accompagnée d'une hausse des rendements, au contraire, ils ont baissé

³ A fortiori de comptes réglementés rémunérés positivement

⁴ La BCE a également ouvert la possibilité pour les opérations de refinancement ciblées (TLTRO pour Targeted long term refinancing operations) que le taux assorti soit fixé au niveau du taux des facilités de dépôt, c'est-à-dire négatif

Comment expliquer qu'une forte liquidité ne sache pas nourrir la croissance ?
2 hypothèses

1^{ÈRE} HYPOTHÈSE - UNE EXPLICATION PLUTÔT LIÉE À LA BAISSÉ DE PRODUCTIVITÉ : LA STAGNATION SÉCULAIRE

Pour certains, il faut rechercher la cause des taux bas dans la productivité mondiale qui diminue, la population qui vieillit, d'où une moindre progression de l'offre de main-d'œuvre et une moindre croissance sur le long terme.

C'est ce qu'on appelle la stagnation séculaire. Elle lie les taux bas et :

- la forte hausse du prix des obligations consécutive à la baisse des taux,
- l'inflation à un faible niveau,
- la dégradation des perspectives de croissance sur le long terme et l'absence de nouveaux moteurs pour réaliser des gains de productivité.

Si l'on retient cette hypothèse, c'est la dégradation des perspectives de croissance sur le long terme qui justifie que les taux d'intérêt réels soient aussi bas.

Dans ce cas de figure, les taux resteront longtemps à des niveaux très bas, même s'ils peuvent remonter temporairement. La politique menée se justifie pleinement et limite les effets de la stagnation séculaire.

Dans ce cadre, les leviers sont en dehors des banques centrales, dans les mains des gouvernements qui doivent lever les freins à la productivité et la croissance par des réformes de fond.

2^{ÈME} HYPOTHÈSE - UNE EXPLICATION PLUTÔT LIÉE À L'EXCÉDENT DE LIQUIDITÉ ET À SON ORIENTATION

Le problème d'excès d'épargne mondiale par rapport à l'investissement aurait été, de la fin des années 1990 à la fin des années 2000, principalement attribuable aux pays émergents du Pacifique (Chine en tête) et aux pays producteurs de pétrole du Moyen-Orient. Ces pays ont accumulé des excédents d'épargne qui ont essentiellement été orientés vers les dettes publiques des pays développés.

Si cette hypothèse est retenue, la baisse des taux et leur passage en territoire négatif témoignent d'une forte préférence pour la liquidité et la sécurité et donc d'un excès d'épargne.

Dans cette hypothèse, les mesures actuelles prises par les banques centrales semblent moins légitimes puisqu'elles accentuent plutôt l'excédent d'épargne, en créant des masses importantes de liquidités qui ne s'investissent pas dans l'appareil productif.

Certains sont gagnants...
Mais pas tous !

ENTREPRISES ET ADMINISTRATIONS PUBLIQUES : LES GRANDES GAGNANTES

Les administrations publiques sont les grandes gagnantes à ce jeu. Le taux apparent de la dette publique a été divisé par deux entre 2007 et 2014. Dans le même temps, l'encours de la dette a augmenté de plus 60 % pour atteindre 2000 milliards d'euros en 2014. Au total, le "gain" pour les administrations publiques françaises est d'environ 7 points de PIB en cumulé sur sept ans.

Malheureusement, ces gains ont essentiellement servi à financer des dépenses courantes (plus 4 points de PIB dans la zone euro) alors même que la dette a continué à augmenter et que les investissements publics sont plutôt en baisse (moins 2 points de PIB).

En ce qui concerne les entreprises, dans toute la zone euro, les prêts aux entreprises sont effectivement devenus moins coûteux.

BANQUIERS ET ASSUREURS À LA PEINE ?

La baisse des taux d'intérêt et l'aplatissement de la courbe des taux entraînent, conjointement avec le relèvement des exigences prudentielles, un resserrement des marges d'intermédiation des banques. Ce phénomène, peu sensible en début de processus, s'accroît au fur et à mesure que de nouveaux contrats se substituent aux anciens. Il est en partie compensé par la baisse du risque de "sélection adverse" dans la mesure où la baisse des taux solvabilise les emprunteurs.

Il touche aussi le secteur de l'assurance vie dont les contrats "en euros" ne peuvent, compte-tenu des garanties offertes, être investis dans des actifs plus risqués ou moins liquides et donc mieux rémunérés.

À terme, le risque pourrait venir soit d'une difficulté à faire face aux engagements soit d'une remontée des taux susceptible de s'accompagner de retraits massifs. La loi Sapin 2, en France, tente de limiter ce risque dans le temps.

TÉMOIGNAGE

"A partir de quel moment la politique monétaire accommodante peut-elle être contre-productive ? Autrement dit, à partir de quand la modification structurelle des modèles de revenus du secteur financier (banques, compagnies d'assurance, caisses de retraite, fonds de pension) va-t-elle interagir sur, d'une part la consommation (effet richesse sur les épargnants, les retraités, les consommateurs) et d'autre part sur l'octroi de crédits en volume et en risque ?"

Patrick PERRET, Caisse d'Épargne Rhône Alpes

"Ce n'est pas cher"

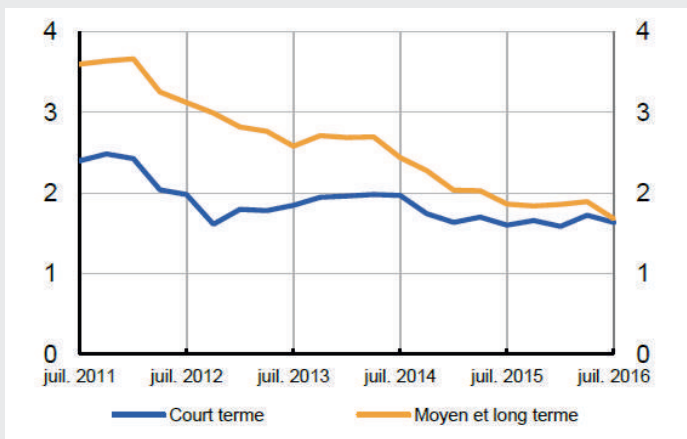
Un argent, fût-il bon marché, ne doit pas conduire à des investissements mal ciblés.

VRAI

En nominal, tous les indices sont à un point bas historique. Ce constat est à pondérer du taux d'intérêt réel, qui prend en compte le taux d'inflation lui aussi historiquement très bas. (cf. introduction).

TAUX MOYENS DES CRÉDITS ÉCHÉANCÉS⁵

(taux moyens pondérés par les montants des tranches, en pourcentage)



Lecture : Entre avril et juillet 2016, le taux d'intérêt moyen des crédits à court terme – y compris l'escompte et les découverts – diminue, de même que celui des crédits à moyen et long terme.

MAIS la question du rendement de l'investissement se pose toujours :

- Le prix des actifs monte, en lien avec l'afflux de liquidité
- La faible croissance économique contribue aussi à la baisse des TRI
- Au final, la décision d'investissement reste motivée par un choix économique

ET le coût du crédit doit aussi prendre en compte :

- La marge bancaire (qui répercute la prise de risque de la banque)
- Les frais de dossier
- Le coût des garanties éventuelles
- L'impact de la courbe des taux, notamment sur les emprunts longs
- Le coût de la couverture de taux éventuelle

NOTRE CONSEIL

Les taux bas sont des facteurs de facilitation du crédit (sous toutes ses formes, maturités et objets du financement), mais ne remplaceront jamais l'analyse de l'économie du projet lui-même, d'autant plus dans un environnement de faible croissance économique. D'ailleurs la corrélation entre taux bas et croissance de l'investissement n'est pas toujours évidente.

⁵ Source : Banque de France

"Les placements ne rapportent plus rien"

Dans un contexte dégradé, les rendements de l'épargne passent par l'innovation de la gestion.

VRAI

- Les taux courts nominaux sont très faibles.
- Les produits sans risque ne rapportent plus rien.
- Pour les assureurs, il est coûteux d'assurer les engagements pris en stock, dans un contexte où le niveau de prise de risque est fortement encadré par la réglementation Solvency2.

FAUX

L'assurance vie reste une solution d'Épargne à long terme et de transmission de patrimoine particulièrement favorable, d'abord en terme de fiscalité, mais aussi dans la variété disponible des solutions d'investissement, permettant de choisir du plus prudent au plus dynamique. Ceci, dans un cadre permettant le choix de l'assistance via des conseils individualisés ou modélisés.

Certes, l'environnement financier de « taux bas » implique que le plus garanti offre une moindre performance (les fonds euro ont eu une performance en moyenne de 1,80 % en 2016 et se rapprocheront tendanciellement des performance de l'OAT 10 ans). Toutefois, les solutions innovantes proposées par les assureurs permettent aujourd'hui d'accompagner les épargnants dans une meilleure compréhension et maîtrise de la prise de risque : fonds euro à garantie nette partielle pour un risque maîtrisé et une espérance de rendement meilleure, des allocations modèles (avec cibles de performance et budget de risque) proposées par des professionnels, des RoboAdvisors pour une gestion dynamique sous contrôle permanent et automatisé, ou toujours le suivi et les conseils par les indépendants du Patrimoine.

LE CAS DES ASSUREURS

- le paradigme du « tout fonds euro » est désormais obsolète. Il faut répartir son épargne en fonction des projets ou objectifs, appétence au risque et horizon de placement. Les fonds euros sont aujourd'hui moins performants, mais restent « à capital garanti » donc peuvent accueillir une épargne court terme et sécurisée ; a contrario, un projet long terme, la transmission ou la retraite par exemple, bénéficiera d'une allocation maîtrisée en budget de risque pour chercher une performance sur le long terme.
- Faut-il espérer une hausse des taux ? Il faut avoir à l'esprit qu'elle s'accompagnerait probablement d'une reprise de l'inflation. Ceci aurait un impact mécanique sur l'effacement des plus-values obligataires, ce qui dynamiserait la gestion d'actifs. Une hausse des taux, oui, mais qui doit être très progressive.

" C'est le moment d'investir "

Les conditions d'accès au financement sont ordonnées à la stratégie de l'entreprise.

3

VRAI

Les PME restent très dépendantes des instruments classiques de la dette pour financer leurs investissements.

Ce large recours à l'emprunt comme source de financement laisse à penser qu'il y a une forte élasticité entre la décision d'investir, le coût et l'accessibilité au crédit.

Aussi un desserrement des contraintes financières est-il favorable à l'investissement.

Dans la mesure où actuellement nous constatons :

- des taux d'intérêts historiquement faibles quelle que soit la durée de financement,
- un assouplissement des banques dans les conditions d'octroi des crédits, comme tend à le prouver le taux de satisfaction des demandes de crédits des entreprises (fin 2016, 85 % des TPE ; 95 % des PME et 99 % des ETI obtenaient des crédits d'investissement souhaités),
- une amélioration générale des situations financières des entreprises et notamment une nette hausse de leur capacité d'autofinancement,

tout laisse à croire que c'est effectivement « **le moment d'investir** ».

FAUX

Mais la décision d'investir est par nature un pari sur l'avenir.

Elle comporte un engagement durable et exerce une contrainte plus ou moins rigide sur l'ensemble des possibles futurs. Leur réalisation sera ainsi d'autant plus audacieuse que l'incertitude est grande.

Aujourd'hui les déterminants premiers de l'investissement ne sont pas financiers, ils sont économiques. Il faut accepter l'idée qu'une politique monétaire accommodante joue moins directement par le prix bas des financements qu'indirectement en soutenant la demande.

C'est la confiance que l'on a dans l'avenir qui déterminera à chacun son moment d'investir. 3 facteurs jouent un rôle important :

- la demande ou le carnet de commandes de l'entreprise : c'est le premier critère que citent les chefs d'entreprise,
- la simplification de vie des entrepreneurs car la complexité est un frein à l'initiative,
- la stabilité notamment des règles fiscales et des normes dont les modifications incessantes rajoutent une incertitude réglementaire aux aléas des prévisions économiques.

NOTRE CONSEIL

Attention, attendre toujours le bon moment peut conduire à l'immobilisme. Aussi vaut-il mieux investir en permanence en adaptant l'intensité au moment.

TÉMOIGNAGE

"Pour nous les entreprises, l'urgence c'est le long terme. Donc aujourd'hui, on a un environnement qui nous est plutôt favorable en terme de crédit, de liquidité et de taux. Ceci pénalise peut-être les banques, mais nous nous inscrivons dans la durée et donc nous devons gagner ensemble, construire ensemble avec nos partenaires bancaires ou institutions financières. C'est la poursuite commune de cet objectif qui permettra le développement de notre entreprise et notre région."

Henri BISCARRAT, ORAPI

"Ça perturbe les méthodes de valorisation"

L'actualisation doit être conduite avec doigté et recul, particulièrement en période de taux bas.

La valorisation des actifs, des passifs et d'une manière générale des entreprises est largement impactée par les taux d'actualisation, que ce soit dans les opérations de cessions ou lors d'évaluations pour les besoins de la communication financière.

VRAI

Il faut rappeler la forte sensibilité de l'actualisation dans le bilan des entreprises, avec des règles de calcul des taux différentes selon les cas : tests de dépréciation, engagements de fin de carrière et autres engagements long terme, provisions risques et charges, subventions ...

- **Les tests de dépréciation** : une mauvaise lecture de la norme sur la détermination peut conduire à des variations erronées en utilisant des WACC de marché, d'où un risque d'incohérence forte, en cas d'utilisation de taux bas, entre le taux d'actualisation, le taux de croissance à l'infini et les hypothèses sous-jacentes du Business Plan.

- **Les engagements de fin de carrière** : une définition du taux d'actualisation dans la détermination des engagements sociaux (IAS 19) peut être incohérente sur le plan économique (référence à des données spots), lorsqu'il s'agit d'engagements généralement compris entre 15 et 20 ans, du fait d'une déconnexion avec les autres paramètres (évolution de salaire anticipée, rendement des fonds placés...).

Qu'en est-il de la pertinence de la méthode par actualisation des cash-flows futurs ?

Un investisseur qui actualiserait les flux futurs avec un taux de 1 % aurait une vision erronée du coût de son investissement au regard du rendement attendu. De la même manière, une « application non réfléchie » des formules conduirait à des résultats contre-intuitifs et non fondés par rapport à nos réflexes économiques connus : par exemple, le taux de rentabilité attendu d'une entreprise endettée est plus faible que le taux attendu pour une entreprise non endettée.

NOTRE CONSEIL

Attention à la « financiarisation » des tests de dépréciation et ses conséquences : absence de recul par rapport à la cohérence entre l'évolution des paramètres actuariels et l'évolution des fondamentaux, absence de cohérence d'ensemble entre le taux d'actualisation, le taux de croissance à l'infini, et les hypothèses sous-jacentes du Business Plan.

FAUX

En revanche, l'impact des taux bas sur la valorisation sera très limité, dans le cas où l'on privilégie une approche long terme avec une même méthode. Malgré la baisse des taux, l'A3E a pris des positions depuis 2013 sur le sujet, qui ne devrait pas conduire à des diminutions importantes des taux utilisés dans les évaluations. Ces recommandations visent à lisser les perturbations de marché et garder une cohérence dans l'analyse des fondamentaux de la société... Pour ce faire, il est possible de recourir à certaines méthodes pour les actifs et passifs hors engagements sociaux telles que :

- le calcul de moyennes à long terme des taux sans risques et primes de risques,
- le calcul d'un bêta global et non d'un bêta de marché (écart généralement compris entre 50 % et 100 %)

NOTRE CONSEIL

L'intérêt d'une valorisation réside plus dans le potentiel d'appréciation relatif de tel investissement par rapport à tel autre que dans la valeur « réelle » de la société. D'autres indicateurs tels que l'évolution de la croissance possible du chiffre d'affaires, des marges et ou des bénéfices sur une période peuvent être des critères moins sensibles à ces variations de taux au fil du temps. Ainsi les multiples sectoriels peuvent être plus « stables » et plus « objectifs ».

"C'est le moment de renégocier sa dette"

Renégocier, allonger, rembourser ? Des opportunités à analyser de près car le taux ne fait pas tout.

VRAI

Ça permet de réduire le coût du financement puisque la ressource est très abondante et très bon marché à court terme.

Ça donne des marges de manœuvre pour des investissements complémentaires ou nouveaux. La baisse significative du coût du financement des actifs corporels, bâtiment, machines, etc. offre de vraies opportunités pour financer plutôt que louer.

C'est un moyen de structurer sa dette et de lisser le mur de dette, la liquidité étant abondante avec des effets de leviers intéressants. Cela permet aussi de s'orienter vers des financements in fine à des coûts raisonnables là où il y a 5 ans, cela n'était pas envisageable.

FAUX

Compte tenu des coûts de remboursements anticipés, il faut analyser l'intérêt réel d'une renégociation des termes du contrat.

Je suis lié par contrat qui est le reflet de la juste rémunération du service d'intermédiation que les institutions financières procurent. La renégociation est assimilable à la remise en cause de la rémunération du service, d'où la sensation non fondée que les taux baissent mais que les marges des banques augmentent.

Cela suppose que ma santé financière le permette et que mon projet financé initialement soit conforme aux attentes déterminées à la mise en place du financement.

NOTRE CONSEIL

Avant toute chose, s'assurer que les contrats ouvrent cette possibilité de renégociation et en analyser les conditions. Compte tenu du contexte, pourquoi ne pas envisager le remboursement et privilégier d'autres sources de financement ?

TÉMOIGNAGE

"En période de taux négatifs, il faut faire attention à ne pas perdre de vue (i.e. à sécuriser) la structure de financement à long terme, en prenant bien garde à corréler maturité des financements et maturité des projets. Il est également opportun de sécuriser du financement attractif sur une longue période. C'est donc un équilibre à trouver face à la « tentation » du court terme."

Vincent LEONARD, Groupe SEB

"Il est préférable d'emprunter à taux fixe"

Ce n'est pas seulement le niveau des taux qui oriente le choix d'un taux fixe ou variable, mais aussi le type d'investissement considéré et la taille de l'entreprise.

VRAI

- Avec un crédit à taux variable, une hausse des taux impacte négativement le compte d'exploitation
- Sur un prêt moyen long terme et avec des taux bas, un taux fixe, c'est un choix à privilégier
- C'est a priori le meilleur choix pour le financement des investissements courants

MAIS

- Dans un scénario de taux haussier, le choix d'un taux variable avec une couverture de taux donne plus de souplesse et peut s'accompagner d'un gain potentiel, notamment en cas de remboursement anticipé.
- Dans ce même scénario, la courbe des taux et sa déformation peuvent influencer la décision (en cas d'écart significatif entre taux courts et taux longs).

ET

- Sur un projet spécifique d'une certaine taille, la couverture de taux est à privilégier, la dette allant rarement à son terme, et faisant fréquemment l'objet de refinancements (dans le cas d'un financement de croissance externe par exemple).

COMPRENDRE

- Se couvrir ou emprunter directement à taux fixe semble une bonne opportunité actuellement, même si la courbe des taux est plus marquée aujourd'hui, et sans doute demain davantage encore.
- Quelle couverture de taux choisir : ferme ou optionnelle ? Ferme engage sur la durée quelle que soit l'évolution du sous-jacent. Optionnelle est plus onéreuse et demande des compétences pour être gérées.
- Enfin, bien sûr, pas de taux variable sans couverture de taux !

NOTRE CONSEIL

Taux variable, couverture, taux fixe ? Une réflexion donc doit être menée en fonction :

- de l'objet du crédit et la souplesse souhaitée sur la gestion de la dette,
- de l'écart entre les taux courts et les taux longs lors de la mise en place du crédit,
- et de l'anticipation de l'évolution de cet écart.

"Les banques y trouvent leur intérêt"

La marge d'intérêt des banques est comprimée par les taux bas.

Avec un environnement rendu difficile du fait des taux bas, les banques ont maintenu et même accru leur production de crédit, qui atteint un niveau inégalé jusqu'à présent.

FAUX

Agent de transformation avant tout, la banque reçoit des liquidités en dépôts (sur le long terme, déposées auprès de la Banque Centrale pour une partie réglementée par Bâle 3), en contrepartie desquelles elle accorde des crédits auprès de clients entreprises ou particuliers. Sa marge provient en grande partie du différentiel de taux entre les placements et les crédits. Dans le contexte de taux bas que nous connaissons, la marge se réduit fortement, de façon mathématique.

La diminution de la marge d'intermédiation et son impact sur les marges nettes oblige les banques à revisiter leur offre de service et leur modèle économique.

On assiste à une montée en puissance des demandes de renégociations des emprunts immobiliers des particuliers, dont les effets sur le bilan des banques peuvent être lourds en cas de remontée des taux. La possibilité de renégocier les taux d'emprunts immobiliers est une caractéristique française qui concerne les particuliers et les TPE. Ainsi, plus de la moitié des crédits ont fait l'objet de renégociations, avec des baisses de PNB sur la durée.

VRAI

On constate une baisse des défaillances d'entreprises, donc le risque pris par les banques diminue et leurs clients sont plus solvables.

Le taux de refinancement est bas.

COMPRENDRE

Dans ce contexte, se transformer est devenu vital pour les banques.

➔ Une adaptation tactique

- rééquilibrer le modèle de revenus,
- adapter le modèle de charges dans un contexte de taux d'intérêt défavorable.

➔ Une adaptation stratégique

- accélérer la transformation digitale,
- adapter rapidement le modèle de distribution en fonction du souhait de nos clients de consommer la banque autrement, poussés en cela par de nouveaux acteurs.

"C'est bon pour l'économie"

Les taux bas, boosters de transformation de nos économies. Ne l'oublions pas !

VRAI / FAUX

L'apparition en zone euro de taux d'intérêt bas voire négatifs permet sous l'impulsion notamment de la Banque Centrale Européenne d'essayer de retrouver un équilibre épargne-investissement plus favorable à la croissance. On éviterait ainsi la menace d'une période de déflation et/ou de stagnation séculaire dans un contexte général d'excès de l'endettement des acteurs publics et privés et de vieillissement de la population.

A la question "C'est bon pour l'économie", il est donc tentant au regard de ce contexte de répondre non, car force est de constater que les taux bas sont la conséquence d'une situation économique et financière dégradée, et ce, au risque de se complaire dans un défaitisme à terme suicidaire.

En revanche, ces taux bas peuvent être perçus positivement et bon pour l'économie car ils peuvent permettre aux agents publics et privés de refinancer à bon prix leur passifs, de retrouver des marges de manœuvre pour investir et retrouver la confiance nécessaire à la croissance.

C'est donc comme souvent Vrai et Faux.

Les pessimistes verront le **Faux** et se complairont dans une situation dégradée sans espoir de sortie !

Les optimistes verront le **Vrai** et la possibilité de se restructurer, de se réformer et de repartir de l'avant !

Il est certain que nos vieilles économies ont plus de difficultés à voir le Vrai compte tenu du prisme de lecture défavorable qu'elles offrent chaque jour, du confort auquel elles s'étaient habituées, du niveau d'endettement des agents économiques et du manque de dynamisme et de confiance global des acteurs.

Ceci étant dit, les taux bas et l'excès actuel de liquidité présentent de véritables opportunités pour investir, malgré la hausse corrélative du prix des actifs. En effet, les banques doivent utiliser leur liquidité dans des projets à valeur ajoutée pour préserver leurs marges d'intermédiation et accompagner le financement de l'économie. Par ailleurs, de nouveaux acteurs fonds de dettes, plateforme de crowdfunding, assureurs et autres institutionnels arrivent également sur le marché pour faciliter l'accès à la liquidité et ce, malgré l'alourdissement des contraintes réglementaires.

Les taux bas sont donc bons pour l'économie si les acteurs acceptent de se réformer, de reprendre confiance, et s'ils décident d'investir, et de se transformer pour s'adapter au monde plus digital et plus collaboratif qui s'ouvre.

En un mot, les taux bas sont bons pour l'économie si les optimistes, ceux qui ont confiance dans le futur, deviennent majoritaires et décident de prendre des risques, d'investir et aussi de consommer !

"Cette situation ne sera pas éternelle"

Une remontée très progressive semble être le souhait de la BCE.

VRAI

Les taux d'intérêt de la BCE remonteront un jour.

Les taux d'intérêt extrêmement bas dans la zone euro depuis plus de 2 ans sont le fruit, en partie seulement, de la politique monétaire « exceptionnelle » (ou « non conventionnelle ») pratiquée par la BCE pour combattre le risque de déflation (baisse généralisée des prix et de l'activité). Cette politique a nécessairement une fin, dès lors que la stabilité des prix ($\pm 2\%$ d'inflation) sera retrouvée. Les taux d'intérêt bas ne sont ni une fin en soi et encore moins une fatalité.

FAUX

Les taux d'intérêt de la BCE ne remonteront pas soudainement et brusquement.

S'agissant de la BCE, la hausse de ses taux directeurs ne se fera que progressivement du fait même qu'elle pratique, comme toutes les banques centrales, une politique de « forward guidance » (annonce à l'avance ce qu'elle va faire pour réduire l'incertitude). C'est ce qui a été fait par la FED aux Etats-Unis en annonçant fin 2015 qu'elle sortirait de sa politique exceptionnelle ; la 1ère hausse (+0,25) de ses taux n'a eu lieu qu'un an plus tard en 12/2016.

Les emprunts à taux négatifs pour les entreprises et encore moins pour les ménages ne peuvent se généraliser.

Le taux d'intérêt négatif de la BCE sur les dépôts des banques dans ses comptes s'est répercuté sur certains taux de marché à court terme qui servent parfois d'indexation à des emprunts à taux variables pour les entreprises comme pour les particuliers. Les quelques taux de marché négatifs (Eonia, Euribor 3mois...) ne se traduisent que très exceptionnellement par des taux négatifs sur les emprunts des entreprises et encore plus rarement pour des emprunts des particuliers.

Les taux d'intérêt négatifs ne peuvent pas s'appliquer à l'épargne des particuliers, plus particulièrement les comptes sur livrets.

Les taux d'intérêt négatifs – comme par exemple ceux qui se pratiquent sur le marché des emprunts d'Etat à court terme (bons du Trésor) – reflètent le « prix de la sécurité » que les banques et investisseurs sont prêts à payer pour « préserver » leur placement. Il ne peut en être de même pour les placements des particuliers sur livrets (Livret A, CEL, LEL, LEP.), « encadrés » d'une part par la réglementation et soumis d'autre part à une forte concurrence bancaire.

Au moment où nous publions ce "9 idées reçues sur...", nous nous sommes habitués à vivre avec des taux bas et ce, peut-être durablement, sans que nous sachions vraiment combien de temps cette période durera et quelles en seront les conséquences sur notre vie privée et professionnelle à moyen terme.

Nous avons, avec toute l'équipe du groupe de travail de Lyon Place Financière et Tertiaire, organisé avec succès une conférence en présence du gouverneur de la Banque de France et eu de nombreuses et intenses discussions sur le sujet. Ce recueil en est la synthèse et nous espérons qu'il vous aidera en vous apportant différents regards, différentes hypothèses, et quelques conseils.

En résumé, on peut retenir les points suivants :

- la période que nous connaissons est exceptionnelle,
- nous bénéficions de taux réellement bas voire parfois négatifs,
- les états en profitent pleinement pour limiter le coût de la dette publique sans toutefois en profiter pour la réduire,
- les banques souffrent de l'aplatissement de la courbe des taux mais continuent de prêter en essayant de revisiter leur business model,
- les assureurs se sont adaptés progressivement à cette nouvelle donne malgré les contraintes réglementaires auxquelles ils sont soumis,
- les investisseurs ont une appétence au risque plus forte pour aller chercher un peu de rentabilité.

Pour les entreprises qui ont confiance dans l'avenir cette période reste une opportunité :

- pour consolider et renforcer leur structure financière,
- pour renégocier et allonger la maturité de leurs dettes,
- pour adapter leurs méthodes d'évaluation et revoir leur business plan,
- pour revisiter leur vision financière en optant pour des solutions mieux adaptées,
- pour revoir leur politique de couverture de taux au regard des nouvelles perspectives.

Pour conclure, les taux bas sont globalement bons pour l'économie si les acteurs acceptent de se réformer, de reprendre confiance, et s'ils décident d'investir, de prendre des risques et de se transformer pour s'adapter au monde plus collaboratif et plus digital qui s'ouvre... en restant toutefois très vigilants sur la valorisation des actifs.

Courbe des taux La courbe des taux correspond à une représentation graphique des rendements offerts par les titres obligataires d'un même émetteur selon leur échéance, de la plus courte à la plus longue. La courbe des taux la plus commune, et qui sert de référence à l'ensemble du marché obligataire d'un pays donné, est celle des emprunts d'État. Elle est en général convexe. Elle peut être très pentue (voire devenir une droite) s'il y a de fortes anticipations de hausse de l'inflation et de dégradation budgétaire, ou au contraire plate si les anticipations d'inflation sont très faibles. Elle peut s'inverser en cas d'anticipations de baisse de l'inflation.

IFRS (normes) (ou International Financial Reporting Standards) ont remplacé les normes IAS (International Accounting Standards), existant entre 1973 et 2005. Elles ont pour objectif d'instaurer un modèle comptable harmonisé, afin de favoriser les échanges internationaux. Aujourd'hui, 143 pays utilisent le référentiel IFRS (98 % des pays européens et 92 % des pays du Moyen Orient).

Mur de Dette On parle de mur de dette quand une entreprise (à la suite d'un LBO ou d'émission d'EuroPP par exemple) ou un État, doit rembourser des sommes considérables à une échéance donnée, avec une forte probabilité de ne pas y arriver.

Produits de Couverture ferme/optionnelle

Il existe de nombreux produits dérivés qui permettent de couvrir les risques de taux, de change, de prix, les risques climatiques. Certains de ces produits sont « fermes » comme les forward (garantie de taux ou de change ou de prix à terme), ou les achats/ventes de contrats futures, les divers swaps. Le contrat va jusqu'à son terme et pour en sortir, on doit contracter un contrat de sens inverse. D'autres, qui nécessitent le paiement d'une prime peuvent être abandonnés en cas d'évolution défavorable de la couverture (produits optionnels).

Prime de risque couvre les incertitudes liées aux anticipations de revenus futurs sur un investissement ou un prêt. C'est le prix de l'aversion au risque. Elle s'ajoute au taux sans risque.

Taux d'actualisation Le coefficient d'actualisation permet de transformer la valeur d'un flux futur en sa valeur d'aujourd'hui. Soit t le taux d'actualisation et n le nombre de périodes, le coefficient d'actualisation vaut $1/(1 + t)^n$. Il est habituellement inférieur à 1 car les taux d'actualisation sont a priori positifs. L'actualisation est utilisée pour mesurer la pertinence du choix d'un investissement en mesurant la valeur d'un actif et en permettant comparer plusieurs possibilités d'affectation d'un actif. En période de taux négatifs, le calcul devient impossible.

Taux des facilités permanentes de dépôt Des facilités de dépôt que les établissements de crédit peuvent utiliser pour effectuer des dépôts à 24 heures auprès des BCN de l'Eurosystème. Ce taux est actuellement négatif à -0,4 %.

Taux des facilités permanentes de prêt marginal

Les Banques Centrales Nationales (BCN) accordent aux banques qui en ont besoin, un prêt rémunéré à la journée, toujours contre collatéral, les prêts en blanc étant interdits. Le taux est actuellement à 0,25 %.

Taux d'inflation Est représenté par l'indice des prix. Essentiellement centré sur la consommation, il ne tient peu compte de l'inflation par les actifs.

Taux d'intérêt naturel/taux d'intérêt nominal

Wicksell fait la distinction entre le taux d'intérêt observé sur le marché (le taux d'intérêt des obligations) et le taux d'intérêt d'équilibre (ou taux « naturel »), non observable, supposé assurer l'équilibre entre épargne et investissement au plein emploi des ressources. Le taux d'intérêt naturel wicksellien correspond au taux qui entraîne une stabilité des prix. Lorsque le taux naturel est supérieur au taux du marché, il y a accumulation du capital, et l'inflation augmente. Inversement, lorsque le taux naturel est inférieur au taux du marché, le taux d'accumulation du capital ralentit et les pressions déflationnistes se renforcent.

Taux d'intérêt nominal

= taux d'intérêt réel + taux d'inflation

Le taux de refinancement de la Banque centrale et l'EONIA (taux interbancaire de marché)

évoluent entre les deux taux des facilités permanentes.

Taux sans risque Est un des éléments pris en compte pour évaluer l'évolution de la valeur de l'argent. Il couvre le coût du temps. En général on prend comme référence les taux de marché des emprunts d'un État solvable : l'actif sans risque

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

ou coût moyen pondéré du capital (CMPC) est le taux de rentabilité annuel moyen attendu par les actionnaires et les créanciers, en retour de leur investissement. Il mesure ce que l'entreprise doit à tous ceux qui ont apporté des capitaux.

Catalyseur du dynamisme d'Auvergne-Rhône-Alpes autour du financement

Qui compose l'association ? Tous les professionnels qui accompagnent l'entreprise dans son développement : banquiers, investisseurs, métiers du droit et du chiffre, conseils, immobilier, assurance... Sont aussi représentés les entreprises, les collectivités, le monde universitaire et institutionnel...

Quelles missions ? Forte de toutes les compétences de ses membres, Lyon Place Financière et Tertiaire organise la réflexion entre entreprises et acteurs de leur accompagnement. Elle propose ainsi de nombreuses tables rondes sur l'environnement économique et financier, elle invite ses membres à partager leurs expertises et produit très régulièrement des analyses et des bonnes pratiques destinées à un public de professionnels et d'entreprises.

Nos dernières publications :

- Les chiffres clés de la région Auvergne-Rhône-Alpes
- L'Euro PP, une réponse aux recherches de financements alternatifs
- L'annuaire 2017 de la communauté financière et tertiaire Auvergne-Rhône-Alpes
- "Chiche, j'ouvre mon capital !"
- Les chiffres clés de la région Auvergne-Rhône-Alpes, version anglaise (fin 2017)

Les taux bas : pour le meilleur ou pour le pire ?

Le 8 novembre 2016 dernier, Lyon Place Financière ouvrait le débat sur les taux bas, en présence du gouverneur de la Banque de France, François Villeroy de Galhau.

Une table ronde a suivi cet exposé, avec des acteurs représentatifs des différents métiers de la Place :

- **Henri BISCARRAT**, DG délégué, ORAPI
- **Renaud CELIE**, DGA Finances et Performance, APICIL
- **Vincent LEONARD**, DGA Finances, Groupe SEB
- **Thiébaut JULIN**, Directeur financier - Membre du Directoire, Agence France Locale
- **Patrick PERRET**, Directeur Financier, Caisse d'Épargne Rhône Alpes
- **Christophe VELUT**, Associé Orfis Baker Tilly - Président A3E - Membre de la commission évaluation CNCC

Une table ronde animée par **Guirec PENHOAT**, DGA Finances, Fiducial.

L'idée de donner une suite à cette conférence est à l'origine de cette publication.

Anniversaire LPFT

À noter, 4 grands rendez-vous pour jalonner notre 30^e année :

8/11/2016 - **Taux bas, pour le meilleur ou pour le pire ?**

Conférence d'ouverture de nos 30 ans

Avec la participation exceptionnelle de M. Villeroy de Galhau, Gouverneur de la Banque de France

14/06/2016 - **(r)Evolution Digitale**

Quels enjeux pour le secteur bancaire de la finance ?

Avec la participation exceptionnelle de Mme Ohannessian,
DGA de la Fédération Bancaire Française

24/10/2017 - **4^e Biennale Business & Droit**

Le droit à l'épreuve de la transformation digitale

11/2017 - **L'économie circulaire des cerveaux**

De nouvelles façons de pratiquer des fonctions financières

Et rendez-vous le 23 octobre 2017 pour la cérémonie des 30 ans de LPFT !

Un document à l'initiative de LYON PLACE FINANCIÈRE ET TERTIAIRE
Dans le cadre du cycle "Outils de financement". Avec la contribution de :



Didier AMAND
Directeur Régional adjoint
BNP PARIBAS



Guirec PENHOAT
Directeur Général Finances
FIDUCIAL



Renaud CELIE
DGA Finances et Performance
APICIL



Patrick PERRET
Directeur Financier
CAISSE D'ÉPARGNE
RHÔNE ALPES



Frédéric DAMAISIN
Associé
KPMG



Gisèle REYNAUD
Maître de conférences
UNIVERSITE LYON 2



Pierre du PELOUX
Directeur Régional
BANQUE DE FRANCE



Bertrand SIMON
Directeur Général
ORIAL



Frédéric HUGUENIN
Avocat associé
CARLARA



Pierre VALADJI
Directeur administratif
et financier
ALDES



Arnaud PEYRELONGUE
Directeur Régional
BPI FRANCE



Marc WIDENLOCHER
Directeur Régional
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE



9 idées reçues sur les taux bas

Lyon Place Financière et Tertiaire

Palais du Commerce – Place de la Bourse – 69002 Lyon

Tél. : 04 78 37 62 30 – Fax : 04 72 41 74 64

lpft@lyon-finance.org – www.lyon-finance.org



@lpft_officiel



lyon-place-financiere-et-tertiaire

Scannez le
QR Code et
retrouvez notre
actualité, l'agenda
et d'autres
publications !

