

Préparer son budget 2021

Quels taux pour l'exercice 2021 ?

Les marchés semblent être pris en étau entre, d'un côté, les politiques monétaires accommodantes des Banques centrales qui contiennent la baisse des cours, les tensions sur les taux, et, de l'autre, le retour de l'épidémie, qui, notamment en Europe, continue de fragiliser l'économie, malgré les plans de relance entrepris par la plupart des pays développés.

Plusieurs événements majeurs sont à suivre dans les semaines à venir, en particulier, l'épilogue de l'élection présidentielle américaine toujours en suspens malgré des résultats en faveur de Joe Biden, et les négociations qui ont repris entre l'Union européenne et le Royaume-Uni dans le but d'obtenir un accord sur la relation post-Brexit, dont la période de transition prendra fin le 31 décembre 2020.

Ces incertitudes sont constatables sur les marchés, plus volatils que d'ordinaire, et évoluant sans tendance de fond. **Dans ce contexte fragile, il y a fort à parier qu'ils vont connaître un regain de volatilité en cette fin d'année**, entraînant des tensions sur les taux et une aversion au risque. Une partie des bénéfices accumulés par les bourses sur les derniers mois pourrait être perdue, à l'instar du mois de septembre, bien que les espoirs de la mise sur le marché d'un vaccin contre la Covid-19 pourrait apporter de l'optimisme.

Depuis le début de la crise, les mouvements de marché ont été fortement amplifiés, exacerbant des problèmes préexistants (surendettement des entreprises et des Etats, ralentissement structurel de la demande internationale, inflation durablement basse) et accentuant l'ascension des entreprises de demain (technologie, valeurs « *Stay at home* », E-commerce etc.) dont les impacts futurs sur la transformation de l'économie sont encore mal estimés.

Pour endiguer les répercussions économiques de l'épidémie et des mesures de confinement de mars 2020, les Banques centrales, accompagnées bien souvent de politiques budgétaires de soutien à l'économie, ont su très rapidement mettre en place des opérations coordonnées qui seront maintenues voire amplifiées ces prochains mois.

Aux **Etats-Unis**, l'ampleur des actions de la *Federal Reserve* (FED) et de la politique budgétaire fut sans précédent avec, pour la FED, un bilan en hausse de près de 3.000 Mds\$ en trois mois, et 150 points de base de baisse des taux et, pour le Gouvernement, un plan de relance de 1.800 Mds\$. Ces mesures ont permis une détente sur la liquidité et une reprise économique, bien qu'encore particulièrement fragile. Jerome Powell (président de la FED) a fait prendre un tournant historique à la stratégie de la FED, annonçant que l'objectif d'inflation de 2% pourrait être dépassé sans forcément impliquer un durcissement de la politique monétaire, laissant ainsi entrevoir une politique accommodante et des taux bas jusqu'à 2024, soit la durée du prochain mandat présidentiel !

Même son de cloche du côté de la Banque centrale européenne (BCE), qui opérait déjà une politique ultra-accommodante et qui se dit prête à tout pour soutenir la **Zone Euro**. Toutefois, avec un taux de dépôt négatif depuis 2014 et une détention importante de « papier » des Etats européens, ses marges de manœuvre semblent bien plus limitées que celles de la FED. La BCE peut encore étendre la liste des actifs éligibles à ses rachats mensuels, ce qui rapprocherait davantage l'économie de la Zone Euro de celle du Japon, mais remettrait en cause la question de son mandat.

Cependant, au regard de la situation du Japon face à de ses principaux objectifs (inflation et croissance), les imiter ne semble pas être la meilleure solution pour relancer durablement une économie dont les principales filières seront durablement impactées (automobile, aéronautique et tourisme).

La revue stratégique des actions de la BCE, dont les conclusions tomberont mi-2021, peut laisser penser que celle-ci va emboîter le pas de la FED, en laissant filer l'inflation avant d'agir. Les programmes de rachat d'actifs vont continuer au moins jusqu'à septembre 2021, et pourraient être étendus voire flexibilisés.

A priori, **sauf nouvel événement majeur, les taux vont donc rester à des niveaux très bas et donc attractifs en 2021**, avec des Banques centrales en soutien pour amortir les chocs et limiter les hausses. Les tensions sur les taux évoquées pour cette fin d'année devraient être bien moins importantes qu'en avril 2020. Cependant, la Zone Euro n'est pas à l'abri d'un aplatissement voire d'une inversion de sa courbe des taux, tant les *Spreads* sont faibles actuellement.

Les hypothèses budgétaires d'Orféor pour 2021










Orféor vous propose un raisonnement bâti sur cette analyse de la situation économique pour en déduire des fourchettes de taux et de cours de change permettant une prévision qui, par ailleurs, intègre le principe de prudence.

Orféor a, comme d'habitude, volontairement choisi de ne pas faire référence aux taux/cours *Forwards*, qui ne sont que le résultat de calculs mathématiques issus des conditions de marché du jour du calcul et qui ne constituent, de ce fait, pas de « prédiction de taux anticipés ».

PerfOrm et les consultants **Orféor** sont à votre disposition pour vous accompagner dans l'estimation de vos inscriptions budgétaires pour le Budget primitif (BP) 2021.

Les points d'attention

- ✓ **Les produits structurés** : De nombreux emprunts structurés ont été mis à mal par les évolutions des marchés en 2020. Rares furent les fois au cours de la dernière décennie où la plupart des différentes structures étaient en alerte. Et pourtant, on doit s'attendre pour 2021 à une situation fragile, avec des risques forts de Barrières exercées et d'échéances dégradées sur les *Spreads* de Devise EUR/CHF – EUR/USD, les Pentes, les *Channels*, les produits Inflation et *Spread* Inflation Euro-France. Dans ce climat très incertain, seules les Barrières sur Euribor ou Libor USD ne présentent aucun risque.
- ✓ **Livret A, nouvelle formule** : La formule du calcul du taux du Livret A a été modifiée le 1^{er} février 2020. Désormais, le taux est fixé comme la moyenne semestrielle du taux d'inflation et des taux interbancaires à court terme (EONIA), arrondi au dixième de point près, et sans pouvoir être inférieur à 0,5%. Avec un marché très bas, le taux plancher a été appliqué dès le 1^{er} février.
- ✓ **€STR (Euro Short Term Rate)** : L'EONIA sera dorénavant calculé comme €STR +0,085%, et continuera à être publié par l'*European Money Markets Institute* (EMMI). Le calcul des dérivés de l'EONIA reste inchangé.
- ✓ **Contrats de SWAP** : En termes de préparation budgétaire, il est préférable d'anticiper des valeurs positives des index (Eonia, Euribor) afin de disposer d'une enveloppe suffisante sur les charges financières sur les emprunts... mais les index négatifs viennent poser un problème sur la prise en compte budgétaire des Swaps : prévoir des valeurs positives sur la jambe receveuse revient à anticiper des recettes au 768, alors que l'index négatif conduit à une dépense au 668 sur cette même jambe. Il est donc recommandé d'anticiper des valeurs négatives sur les Swaps entre -0,60% et -0,50%, même si cela vient rompre le parallélisme dépenses/recettes entre l'emprunt et le Swap.
- ✓ **Délibération de gestion active de la dette** : La circulaire du 25 juin 2010 recommande de prendre chaque année une délibération pour la gestion active de la dette. 2020 étant une année électorale pour le bloc communal, il paraissait préférable de reporter le vote de cette délibération après le renouvellement des exécutifs. La nouvelle gouvernance étant en place, il sera utile de reprendre cette délibération à l'occasion du ROB ou du vote du BP.

Indexation	Niveaux au 06/11/2020	Min	Max	Appréciation	Commentaires
Index classiques					
€STER/EONIA/TAG/TAM	Eonia : -0,473%	0,00%	0,05%		Les taux court terme européens devraient rester bas sur l'année 2021 du fait de la politique accommodante de la Banque centrale européenne. A nouveau, seule une crise de confiance dans le système interbancaire pourrait conduire à une hausse brutale de ces derniers. Au regard des nouvelles modalités de fixation du Livret A depuis le 1er février 2020, ce dernier pourrait rester stable à 0,50%.
Euribor 3 mois	-0,513%	0,00%	0,10%		
Euribor 6 mois	-0,512%	0,00%	0,15%		
Euribor 12 mois	-0,483%	0,00%	0,25%		
Livret A	0,50%	0,50%	0,80%		
Taux fixe 15 ans	0,42% - 0,70%	0,55%	1,25%		Avec des références long terme qui devraient rester très favorables tout au long de l'année, les taux fixes pourraient demeurer très attractifs. Mais les écarts entre collectivités peuvent demeurer élevés en raison des exigences bancaires sur la situation financière des emprunteurs. Par ailleurs, des mouvements sur le coût de la ressource (<i>funding</i>) sont à prévoir dans un environnement économique instable induisant des écarts importants entre prêteurs
Taux fixe 20 ans	0,45% - 0,85%	0,75%	1,65%		
Taux fixe 25 ans	0,55% - 1,00%	1,05%	2,10%		
Stratégies structurées					
Barrière Euribor	E3M = -0,513% / E12M = -0,483%	Tx Bonifié	Tx Bonifié		La revue stratégique menée par la Banque centrale européenne arrive à son terme mi-2021. L'impact durable de la crise sanitaire sur l'économie de la Zone Euro incitera la BCE à rester prudente dans son appréhension des perspectives économiques, et dans les orientations de la politique monétaire. Si des chocs temporaires ne sont pas exclus sur les taux courts, ces derniers devraient rester très bas, et très éloignés des Barrières.
Barrière Libor USD	LiborUSD3M : 0,206% LiborUSD12M : 0,333%	Tx Bonifié	Tx Bonifié		
Pente 10-2	CMS 10 - CMS 2 = 0,259%	-0,30%	Tx Bonifié		Avec des taux courts si bas, il est difficile d'imaginer une courbe des taux inversée. Mais ces derniers mois nous ont démontré que tout était possible... même des taux très longs négatifs ! Deux risques existent sur ces produits : une tension sur les taux courts liée à un mouvement de défiance comme en 2008 mais aussi un franchissement de Barrière pour les formules de première génération (Barrière supérieure à 0,30%). Ce risque, certes faible doit être anticipé.
Pente 20-2	CMS 20 - CMS 2 = 0,528%	-0,10%			
Pente 30-2	CMS 30 - CMS 2 = 0,500%	-0,10%			
Pente 30-1	CMS 30 - CMS 1 = 0,507%	-0,10%			
Ecart CMS10 GBP/EUR	CMS 10 GBP - CMS 10 EUR = 0,699%	0,25%	Tx Bonifié		En 2021, les négociations liées au Brexit auront normalement abouti. Si aucun accord n'a été trouvé entre l'UE et le Royaume-Uni, tous les scénarios sont permis. Par ailleurs, il ne faut pas négliger l'impact de l'élection américaine puisque Boris Johnson espère nouer des partenariats plus forts avec les USA qu'avec l'UE. La réalisation de ces accords transatlantiques et la résilience de l'économie britannique à son départ de l'UE porteront la tendance. Une forte volatilité est à craindre et la prudence s'impose.
Ecart CMS10 GBP/CHF	CMS 10 GBP - CMS 10 CHF = 0,769%	0,30%	1,05%		
Ecart Inflation EUR/FR	Inf Eur = -0,50% (sept.) Inf Fr = -0,20% (sept.)	-0,50%	0,00%		Les inflations France et Euro hors tabac sont négatives et très proches l'une de l'autre, ce qui fait planer un risque important sur les produits de <i>Spread</i> . Néanmoins, l'année 2021 pourrait bénéficier d'un "effet base" à partir d'avril (<i>fixings</i> de juin). Attention surtout aux stratégies avec <i>floor</i> sur l'inflation France hors tabac : ce dernier semble durablement franchi. Prudence sur ces produits pour l'année à venir !
Barrière EUR/CHF	EUR/CHF = 1,0682	1,00	1,12		Si la situation sanitaire en Zone Euro ne connaît pas d'amélioration, le cours de change pourrait se diriger vers la parité 1/1, avec un CHF opérant en valeur refuge (<i>Flight To Quality</i>). Toutefois, ce n'est pas le scénario principal et nous anticipons plutôt une stabilité, bien loin des niveaux des barrières.
Barrière USD/CHF	USD/CHF = 0,8999	0,85	0,95		La situation économique des USA et les décisions de la Federal Reserve (FED) vont être décisives sur la direction que va prendre l'USD en 2021. Avec le resserrement des taux US en 2020, par rapport aux taux de la BCE qui sont restés inchangés, la pression baissière sur le dollar, qui a perdu de son attrait face à l'euro, est forte. Cependant, la récente remontée des taux US en raison d'une reprise économique américaine plus rapide qu'anticipée et de perspectives d'inflation à la hausse, peuvent laisser imaginer un changement de politique monétaire de la FED avant 2024 (la Fed avait annoncé conserver une politique ultra accommodante jusqu'à 2024). Les produits structurés sont toujours aussi mal orientés, avec un <i>Spread</i> qui devrait rester en territoire négatif et les barrières sur USD/CHF qui devraient pour la plupart être exercées.
Barrière EUR/CHF - EUR/USD	EUR/CHF - EUR/USD = -0,1188	-0,25	-0,05		
Barrière USD/JPY	USD/JPY = 103,3361	Tx Bonifié	Tx Bonifié		Malgré la pression baissière sur l'USD, le sous-jacent reste très bien positionné et la situation ne devrait pas changer en 2021.

Inscriptions budgétaires

- ✓ **Comptes 163, 1641, 1643, 16441 et 168** : inscription de la prévision de la charge en capital ;
- ✓ **Compte 16449** : inscriptions liées aux ouvertures de crédit permettant d'utiliser les emprunts *revolving*. Pour une gestion de trésorerie efficace, il convient d'inscrire en dépense et en recette un montant correspondant aux plafonds de l'année ;
- ✓ **Compte 166** : inscription budgétaire, d'un montant équivalent en dépense et en recette, indispensable pour procéder pendant l'année au refinancement d'un emprunt ;
- ✓ **Compte 66111** : inscription de l'estimation des frais financiers de l'année calculés sur la base des hypothèses de taux d'intérêt proposés dans le tableau ci-dessus ;
- ✓ **Compte 66112** : inscription du solde des ICNE calculé sur le différentiel entre les ICNE N-1 et les ICNE N ;
- ✓ **Compte 6615** : inscription de l'estimation des intérêts à payer sur les lignes de trésorerie, en fonction de l'utilisation probable de ces dernières ;
- ✓ **Comptes 666/766 (pertes/gains de change)** : pour les emprunts en devise (notamment en Franc suisse), inscription de la perte ou du gain de change prévisionnel calculé sur le cours de change anticipé (voir tableau des prévisions budgétaires).
- ✓ **Comptes 668/768** : pour les instruments de couverture, inscription des charges et/ou produits constatés sur les *Swaps, Caps, Floors* ou tunnels. Pour les indemnités de remboursement anticipé ou d'arbitrage, inscription des montants à payer dans le cadre de ces opérations si ces dernières sont envisagées ou si les montants sont déjà connus.

Nouveaux contrats (emprunts, lignes de trésorerie et couvertures)

La préparation budgétaire doit prendre en compte les nouveaux contrats mobilisés ou mis en place :

- Fin 2020 : ils produiront des charges financières et/ou des remboursements de capital en 2021 ;
- En 2021 : ils peuvent produire des charges financières et/ou des remboursements de capital sur 2021 en cas d'échéances infra-annuelles.

Dans les deux cas, des ICNE doivent être budgétés.

Les Zoom Actus sont une publication d'**Orféor** établie à l'attention exclusive de ses destinataires. Toute divulgation, utilisation, diffusion ou reproduction (totale ou partielle) du document ou des informations qu'il contient doit être préalablement autorisée par écrit par **Orféor**. Cette note a été préparée par la cellule veille d'**Orféor**, dans le cadre de son activité indépendante de recherche, et à partir d'informations considérées comme fiables. Toutefois, des erreurs ou omissions dans les sources et processus ne peuvent pas être a priori exclues. **Orféor** ne saurait être tenu pour responsable d'une quelconque décision prise sur le fondement de ces informations figurant dans ce document. **Orféor** se réserve le droit de modifier ou de retirer les informations à tout moment sans préavis. **Orféor** est agréée par l'AMF (Autorité des marchés financiers) pour l'exercice de Conseil en investissements financiers (CIF).