



Par Hugues de Noray,
associé, Advolis

Calcul de la «juste valeur» et taux d'intérêt négatifs

Depuis plus d'un an, les taux d'intérêts à court et moyen termes sont devenus négatifs. Seul le taux de l'OAT 10 ans est encore légèrement positif. Cette situation est inédite par sa durée. Quels sont les impacts sur la juste valeur du patrimoine des entreprises industrielles et commerciales ?

1. En quoi les taux d'intérêt négatifs sont-ils une «anomalie» ?

Parce que la monnaie est considérée comme un actif, c'est-à-dire un élément du patrimoine susceptible de générer des «avantages économiques futurs». Avec des taux d'intérêt négatifs, les placements coûtent de l'argent et les dettes rapportent des intérêts. Cette situation doit être nuancée par l'analyse des taux d'intérêt réels. Ainsi, pour l'OAT 10 ans, la prise en compte de l'inflation, qui est passée de 0,9% en 2013 à un niveau quasi nul en 2015, limite la baisse autour de 45 pb.

De nombreuses analyses ont expliqué l'origine et la durée de la situation actuelle. S'il ne fallait retenir que trois paramètres : le contexte proche de la déflation, le niveau quasi historique des excédents de liquidité de l'Eurosystème et les choix de politique monétaire de la BCE.

2. Comment la norme IFRS 13 prévoit-elle d'utiliser les taux d'intérêt et les courbes de taux ?

Selon IFRS 13 § 82, les taux d'intérêt et les courbes de taux correspondent à des données de «niveau 2» qui sont observables «aux intervalles usuels» sur le marché.

Certaines circonstances de marché peuvent conduire à ajuster les données observables : lorsque l'application de la donnée de marché n'est pas directement transposable à la situation de l'actif ou du passif évalué (IFRS 13 § 39), ou lorsqu'une perturbation de marché se manifeste par une baisse sensible du volume ou du niveau d'activité pour un actif ou un passif (IFRS 13 § B37 à B47). Mais il ne nous semble pas possible d'extrapoler l'application de ces paragraphes à l'échelle du marché des taux d'intérêt, et d'autant moins que les courbes de taux s'inscrivent désormais dans des tendances claires.

IFRS 13 ne fournit donc pas d'indication sur la conduite à retenir, en dehors d'une stricte application de la permanence des méthodes.

3. Les modèles de calcul des taux d'actualisation sont-ils adaptés ?

Les modèles académiques de calcul du taux d'actualisation comme le coût du capital (modèle MEDAF) et comme le coût

moyen pondéré du capital (CMPC) intègrent une composante de «taux sans risque».

Pour IFRS 13 § B13, le taux sans risque correspond à «la valeur temps de l'argent, représentée par le taux sur des actifs monétaires sans risque dont les dates d'échéance ou les durées coïncident avec la période pour les flux de trésorerie et qui ne présentent aucune incertitude quant au calendrier ni ne posent de risque de défaillance pour le porteur».

On peut s'interroger sur la meilleure indication de marché à retenir. Est-il possible de retenir un taux négatif ? Nul doute que cette situation ne correspond pas aux conditions d'utilisation classiques des modèles. Certes la référence de l'OAT 10 ans est encore positive (0,4% en mai 2016).

Mais il convient d'être prudent car la tentation pourrait être forte, dans le contexte actuel, de procéder à des ajustements non justifiés :

- extension de la durée de référence pour le calcul de la moyenne du taux d'intérêt (par exemple un an au lieu de trois mois, etc.) sans cohérence avec la durée de projection des flux de trésorerie ou la durée de référence de détermination de la prime de risque de marché ;
- abandon d'une référence à l'OAT 10 ans pour retenir par exemple celle de l'OAT 15 ans, etc. ;
- compensation de la baisse du taux sans risque par l'augmentation d'une autre composante du taux d'actualisation comme la prime de risque spécifique ;
- rupture de la cohérence dans le calcul des taux d'actualisation appliqués aux actifs et aux passifs (par exemple pour des tests de dépréciation et pour des indemnités de départ à la retraite).

4. Attendre que cela passe ?

Si les économistes s'accordent pour considérer que cette situation n'est pas tenable à moyen terme, il n'existe pas de consensus sur les évolutions à terme des taux d'intérêt : maintien de taux bas ou retour à des niveaux observés au cours des 10 dernières années ? L'incertitude créée par le Brexit milite encore pour la prudence.

Selon nous, la baisse des taux d'intérêts entraîne une baisse des taux d'actualisation qu'il n'est pas raisonnable de différer. ■