

Gestion du risque de taux par *cap* ou *collar*

Aujourd'hui, une dette à moyen ou long terme peut être conclue (ou transformée) en taux fixe ou en taux variable, mais aussi en taux partiellement variable. L'intérêt de cette troisième voie est de tirer parti des taux monétaires, chroniquement inférieurs aux taux «longs», sans risque de remontée excessive de ces taux lors de leur révision. Quelques précisions.

Pour construire une telle dette, il convient de conclure, sur base d'un crédit à taux variable (le plus souvent Euribor 3 mois ou Euribor 6 mois), un contrat de *cap*. Le *cap* représente le taux maximum que le taux -ibor ne pourra dépasser.

Exemple : le cas d'un crédit à 5 ans, en base Euribor 3 mois, «cappé» à 5 %. Lors de chaque échéance trimestrielle de l'Euribor, de deux choses l'une :

- soit le nouvel Euribor est inférieur au niveau du *cap* : c'est le taux Euribor qui sera au trimestre suivant;
- soit le nouvel Euribor dépasse le niveau du *cap*, ici de 5 % : l'emprunteur paiera du 5 % au trimestre suivant.

Comme on le voit, il s'agit d'un produit *optionnel*. En effet, à chaque échéance de renouvellement du taux -ibor, l'emprunteur a la faculté d'exercer ou non son droit de ne pas payer plus que le taux du *cap*. En fait, il ne s'agit pas d'une option, mais bien d'une série d'options successives, susceptibles d'être exercées à chaque échéance de renouvellement de l'emprunt.

Attention au coût de la couverture !

Bien entendu, comme toujours avec les options, le produit a un prix ! L'acheteur du *cap* doit en effet payer une *prime* d'option, le plus souvent payable globalement au départ pour toute la durée de l'opération.

Si le *cap* porte sur une longue période (10 ans et plus, pour les crédits d'investissement), cette prime peut s'avérer fort coûteuse, mais heureusement ce genre de prime reste très inférieur aux primes d'options sur autres instruments (devises ou actions, par exemple), du fait de la volatilité plus faible des taux d'intérêt.

Comment réduire ce coût ?

Il n'empêche, si l'emprunteur estime que le coût de cette couverture reste prohibitif, il peut compléter sa structure par un contrat de *floor*, qui fonctionne de manière analogue, sauf qu'ici, le niveau de *floor* détermine un plancher de taux sous lequel l'emprunteur ne pourra descendre si et quand les taux Euribor sont inférieurs.

Dans un tel contexte, l'emprunteur est en fait «vendeur» du *floor* - c'est lui qui est pénalisé en cas d'exercice - et pour assumer ce risque de payer un taux de *floor* supérieur au taux Euribor, il va toucher une prime qui peut s'avérer bienvenue pour réduire le coût du *cap* !

Avec cette combinaison de *cap* et de *floor*, qu'on appelle *collar*, l'emprunteur se retrouve donc avec un taux d'emprunt Euribor limité tant à la hausse - par le *cap* - qu'à la baisse - par le *floor*. Et ce, pour une prime nette à payer correspondant à la différence :

prime du *cap* à payer - prime du *floor* à toucher

Pour un emprunteur, s'endetter à taux variable + *collar* revient à limiter le risque d'une hausse excessive du taux variable, mais, en contrepartie, à ne pas pouvoir tirer parti d'une baisse sous le niveau contractuellement convenu.

Alain RUTTIENS - Spécialiste du change et des produits dérivés