

THEME 5 : GESTION DE LA TRESORERIE ET RISQUES DE TAUX DE CHANGE

Les entreprises internationalisées comme les multinationales industrielles et commerciales se trouvent exposées au risque de fluctuations des taux de change ou risque de change.

En effet, les modifications du cours des devises contre monnaie nationale peuvent changer considérablement le résultat d'une opération internationale commerciale ou non.

I - : Exemples de situations d'exposition au risque de change :

Nous présenterons successivement un exemple d'exposition au risque de change sur :

- Un contrat d'exportation
- Un contrat d'importation
- Un contrat conditionnel, en l'occurrence, un appel d'offres

1- Risque de change sur un contrat d'exportation :

L'exportateur libellant ses créances en devises est exposé au risque de change. En effet, en cas de dépréciation de la devise face à la monnaie locale, la contre valeur de sa créance en FCFA diminuera.

A l'échéance de celle-ci, l'exportateur recevra moins de francs lors de la conversion des devises reçues sur le marché des changes au comptant.

Exemple :

Une entreprise multinationale industrielle et commerciale sénégalaise obtient un contrat d'exportation provenant d'un client américain.

Le montant du contrat est d'un million USD. L'échéance et le paiement sont fixés 6 mois plus tard. Au moment de la conclusion du contrat, le dollar américain (USD) cote contre F CFA 450. La contre valeur au francs CFA de ce contrat étranger est donc de 450 000 000 FCFA. Nous supposons que le trésorier ne prend aucune décision de couverture et que, six mois plus tard que le paiement est reçu, le dollar ne cote plus que 430 FCFA.

Cela signifie que le trésorier et donc l'entreprise vendront le million de dollar sur le marché comptant soit au cours de 430 contre 450 lors de la conclusion du contrat.

Le chiffrage de la perte est : $(450-430) \times 1\,000\,000 = 200\,000\,000$ une telle perte (tout à fait possible dans le cas du dollar) peut fortement grever la rentabilité commerciale de l'opération.

2- Risque de change sur un contrat d'importation :

L'importateur ayant ses dettes libellées en devises est exposé au risque de change.

En effet, en d'appréciation de la devise face à la monnaie locale, la contre valeur de sa dette en francs CFA augmentera.

A l'échéance de celle-ci, l'importateur devra déboursier plus de francs CFA pour se procurer les devises nécessaires à l'extinction de sa dette.

Exemple :

Une entreprise sénégalaise multinationale industrielle et commerciale passe un contrat d'importation à un fournisseur de Hong-Kong. Le montant du contrat est d'un million de USD.

L'échéance et le paiement sont fixés 6 mois plus tard.

Au moment de la conclusion du contrat, le dollar américain cote contre F CFA 410. La contre-valeur en F CFA de ce contrat étranger est donc de 410 000 000.

Nous supposons aussi, que le trésorier ne prend aucune décision de couverture et que, 6 mois plus tard, quand le paiement doit être effectué, le dollar cote 430 F CFA

Cela signifie que le trésorier et donc l'entreprise achèteront le million de dollars sur le marché comptant soit un cours de 430 contre 410 lors de la conclusion du contrat.

Le chiffrage de la perte est ainsi légal à : $(430-410) 1.000.000 = 20.000.000$ FCFA.

Une telle perte vient renchérir le coût d'acquisition des matériels achetés. Dans les deux exemples précédents, nous avons travaillé sur des opérations déjà conclues. Le dernier exemple vise à montrer une autre situation d'exposition au risque de change, très fréquente et qui pose des problèmes à tous les trésoriers internationaux.

3- Risque de Change sur Appel d'offres :

Nous avons vu les deux exemples précédents que l'entreprise était exposée au risque de change dès que sa créance et /ou sa dette étaient libellées en devise étrangère. Il est d'un autre cas dans lequel les entreprises sont exposées, souvent de manière très importante que celui des appels d'offres et plus largement des opérations conditionnelles.

Une opération conditionnelle (non certaine) est une opération qui risque de ne pas se réaliser. Nous verrons plus loin que les instruments les plus appropriés pour gérer le risque de change lié à de tels opérateurs sont les options de change.

Exemple :

Une entreprise multinationale industrielle sénégalaise répond à un appel d'offres lancé par un client américain début Juin de l'année N. L'entreprise s'est engagée sur une offre (cas également d'un devis, ou d'une vente sur catalogue) de 1 000 000 de dollar et a calculé ses coûts en conséquence.

Sur le marché comptant (marché spot), la cotation est de 1usd = 460 F CFA. La contre-valeur en franc CFA du contrat de 1 000 000 USA = 460 000 000.

Ne sachant pas si elle va ou non remporter l'appel d'offres, l'entreprise ne prend aucune décision de couverture du risque de change.

La réponse à l'appel d'offre, l'entreprise ne prend aucune décision de couverture du risque de change.

La réponse à l'appel d'offres parvient 3 mois plus tard c'est-à-dire début septembre. L'entreprise est retenue comme adjudicataire du contrat. Elle devient maintenant exportatrice. Le montant du contrat est toujours de 2 000 000 USD sur le marché comptant. Le dollar a chuté contre le F CFA pour s'établir à 440.

Si l'entreprise décide alors de se couvrir contre le risque de change lié aux fluctuations erratiques du dollar américain.

Les conditions de couverture seront certainement moins bonnes qu'à la date de naissance réelle du risque, c'est-à-dire lorsque l'entreprise s'engage sur un prix ferme et définitif.

Cet exemple montre bien que la multinationale industrielle et commerciale court un risque non négligeable et que dans cette situation, une décision de couverture aurait dû être prise ; Le produit le plus adapté à la couverture sera l'option de change que nous étudierons plus loin.

Etre conscient de l'existence du risque de change ne suffit pourtant pas : encore faut-il être capable de construire quelques anticipations sur les cours futurs des devises dans lesquelles on travaille. C'est l'objectif des techniques de prévisions de taux de change que nous allons étudié ci-après.

II-Les techniques internes de gestion du risque de change :

Les techniques internes sont celles que le trésorier d'entreprise peut lui-même mettre en œuvre pour déterminer son exposition au risque de change. On peut en identifier principalement trois :

- Le choix de la devise de facturation et ou de paiement.
- Le termaillage.
- La compensation multilatérale des paiements internationaux qui peut se traduire par la mise en place d'un système de netting.

1- Choix de la devise de facturation :

Le choix de la devise de facturation se pose dès le moment de l'offre faite au client par l'exportateur. Si la monnaie de facturation adoptée est la monnaie locale ou nationale, l'exportateur ou l'importateur connaît exactement le montant à recevoir ou à payer. Il n'en court pas de risque de change réel même s'il reste exposé à des pertes d'opportunités liées à une éventuelle évolution favorable des taux de change futurs.

Cependant pour des raisons commerciales, le choix de la monnaie locale peut s'avérer impossible et l'entreprise est alors obligée d'accepter la devise du client ou du fournisseur étranger. C'est alors à son tour de devoir éventuellement se couvrir contre le risque de change. De plus, dans la cas de certains biens ou produits, la facturation se fait généralement en dollar américain : pétrole, matières premières, etc....

Si cette devise n'est ni celle de l'exportateur ni celle l'importateur, les deux parties sont exposées au risque de change.

La monnaie de facturation a également une incidence fiscale quand elle concerne les sociétés d'un même groupe.

2-Termaillage :

Cette technique, très spéculative, consiste à faire varier les termes des paiements de manière à bénéficier des mouvements favorables de taux de change.

Lorsqu'une entreprise libelle ses ventes à l'étranger dans une devise susceptible de s'apprécier par rapport à la monnaie de son bilan, il est de son intérêt de consentir à ses clients des délais de paiement plus lointains pour retarder ses encaissements. Au contraire, l'intérêt est de s'acquitter très vite de ses dettes dans une telle devise.

3 Compensation multilatérale des paiements internationaux :

La compensation multilatérale des paiements internationaux que les groupes de sociétés mettent de plus en plus systématiquement en pratique n'est rien d'autre qu'une extension de la compensation bilatérale des paiements.

La compensation bilatérale des paiements internationaux consiste à compenser sans réserve de la réglementation des changes, des créances (avoirs) de même échéance et dans la même devise.

La compensation multilatérale ou netting repose fondamentalement sur le même principe auquel on ajoute le principe de transitivité.

Exemple : Si A doit à B, et si B doit à C alors A doit C

III-Techniques externes de gestion du risque de change :

Nous parlerons des trois techniques par les plus utilisées par les entreprises grandes ou petites, à savoir : le garantie COFACE, le marché à terme des devises, le marché des options de change.

1-Garanties COFACE :

La COFACE, (compagnie française d'assurance pour le commerce extérieur) reste un partenaire privilégié de l'assurance des risques internationaux en général et de change en particulier.

Partant dans le monde, il existe un grand nombre d'organismes gouvernementaux d'assurance contre les risques liés à l'environnement international :

- La société HERMES en Allemagne
- ECGD (Export crédit Guarantee Department) en Grand Bretagne
- FXIMBANK (Export (Import Bank)) aux USA

La COFACE propose aux entreprises exportatrices diverses politiques d'assurance qui couvrent le rapatriement de devises ainsi que la confirmation du cours de change à terme.

.2 Couverture du risque de change par les options :

Comme dans le cadre du marché à terme, nous ne présenterons ici les options de change négociées sur le marché de gré à gré au sens ou nous avons défini les marchés dans le chapitre De même, nous nous cantonnerons à l'étude des options de change les plus utilisés par les trésoriers d'entreprises à l'exception des produits exotiques que les banques peuvent proposer. Par définition, une option de change ou de devise est un contrat qui confère à son détenteur le droit (mais non l'obligation) d'acheter ou de vendre un montant déterminé de devises contre une autre devise, à un cours fixé le prix d'exercice à une certaine date ou pendant une période donnée, moyennant le paiement d'une prime qui constitue le prix d'achat de l'option.

Un marché d'option est donc en quelque sorte un marché à terme conditionnel dans la mesure ou le détenteur a le choix entre :

- L'exercice de l'option
- La revente
- Ou son abandon

Les options de change confèrent donc à leurs détenteurs les mêmes avantages que le marché à terme c'est-à-dire la couverture contre les évolutions défavorables de taux de change mais leur procurent également la faculté de profiter d'une évolution favorable des taux de change.

Elles sont les produits les mieux adaptés à la gestion des opérations conditionnelles et des devises volatiles. Leur seul inconvénient réside dans leur coût qui est la prime à acquitter et qui est immédiatement perdue.

Les quatre stratégies simples sont les suivantes :

- Achat d'une option d'achat (Call) ou achat conditionnel de devises.
- Achat d'une option de vente (Put) ou vente conditionnelle de devises.

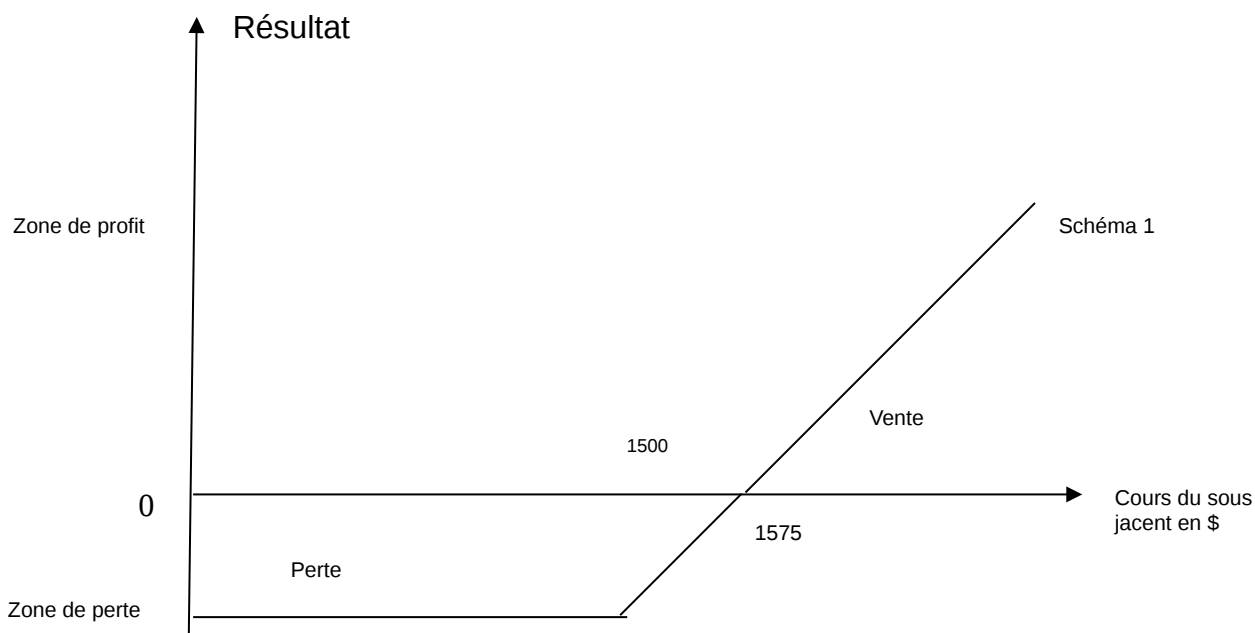
- Vente d'une option d'achat ou obligation de vendre la devise en cas d'exercice
- Vente d'une option de vente ou obligation d'achat de la devise en cas d'exercice.

Nous présenterons dans les développements suivants des exemples concrets d'utilisation des options de change par un trésorier d'entreprise. Dans la plupart des cas, celui-ci portera acheteur d'options. Il trouvera dans cette stratégie simple à la fois un produit de couverture contre le risque et un moyen de profiter des évolutions favorables des taux de change.

2-2-1- Exemples logique de contrats d'option :

a- Achat d'un call et liquidation :

Considérons le graphique suivant :



Dans ce premier le point mort est atteint lorsque les 10 actions valant le prix de vente majoré de la prime soit : $1\ 500 + 75 = 1575$ \$

Supposons que le cours s'établisse à 1670 \$

Le profit alors $1670 - 1575 = 95$ \$

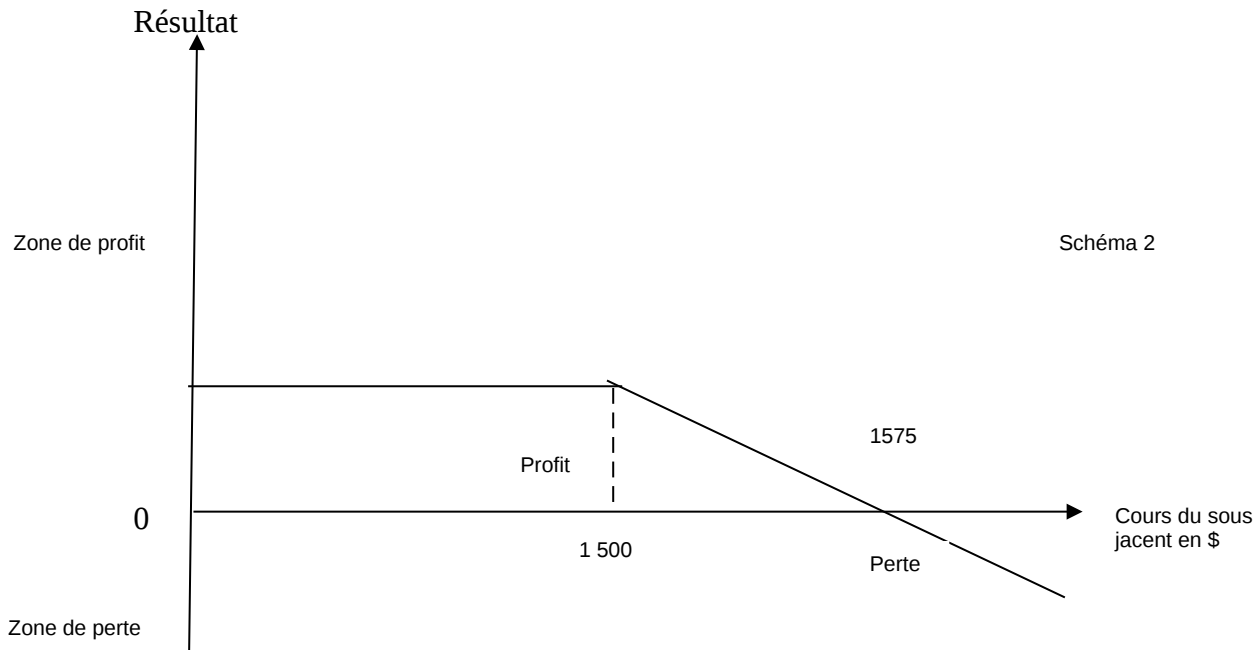
Ceci permet de ressortir deux remarques importantes

- La perte est limitée au coût du support
- Le profit est théoriquement illimité

b- Vente de l'option d'achat (vente du call) et la liquidation :

La vente du call est inverse, le vendeur de call encaisse le premier. Dans notre exemple, le vendeur de call a vendu pour 75 \$ la possibilité d'acheter à terme pour 1 500 \$ d'actions ALPHA (10 actions à 150 \$ dans les 3 mois).

Le graphique se présente désormais comme suit :



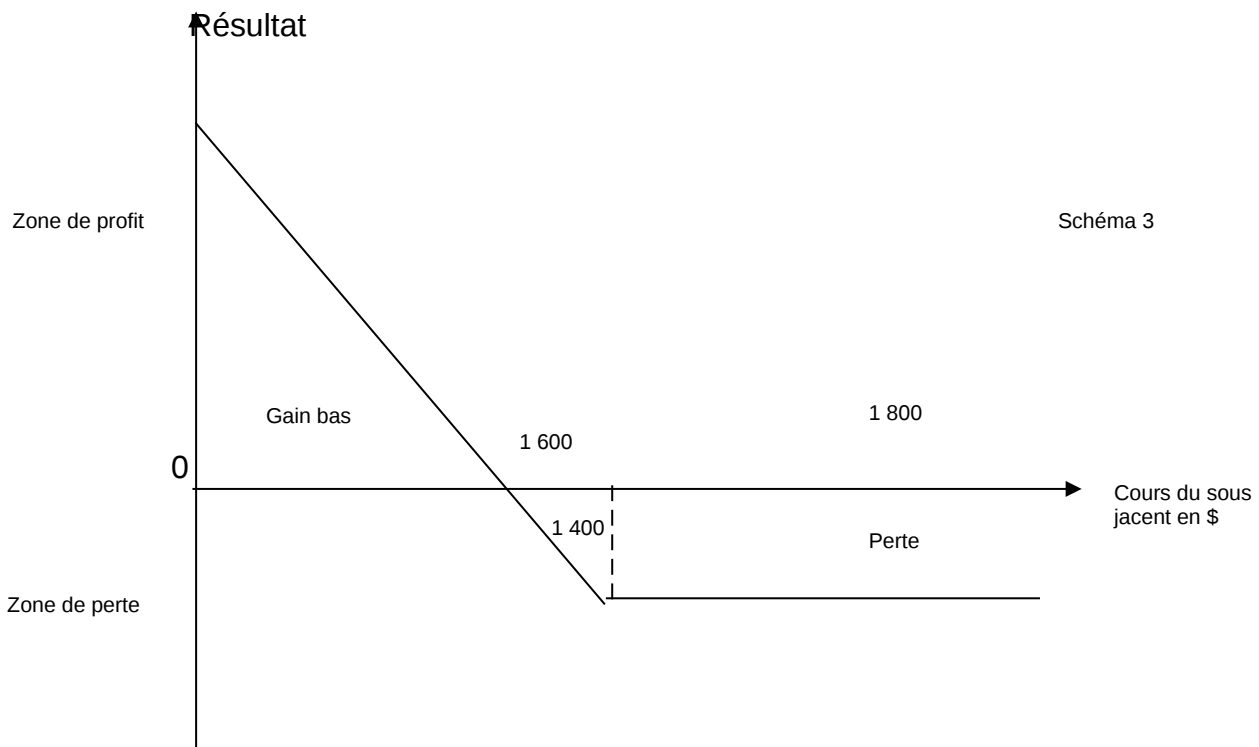
- Le gain est limité à la valeur de l'option, soit 75 \$
- La perte est proportionnelle à la montée de l'action
- Une importante difficulté apparaît car l'acheteur fixe la date de la vente de telle sorte que si le cours de l'action monte au-delà de 1575 \$, l'acheteur va limiter sa montée dans le temps par crainte d'un retournement de la situation et le vendeur va subir l'action de l'acheteur.

C'est l'acheteur qui décide quand le jeu va s'arrêter le vendeur subit,

c- Achat d'une option de vente (achat d'un put) :

Considérons les titres OMEGA qui cotent 1 800\$ au 1-1-n valeur sur laquelle j'anticipe une baisse vers 1 400\$.

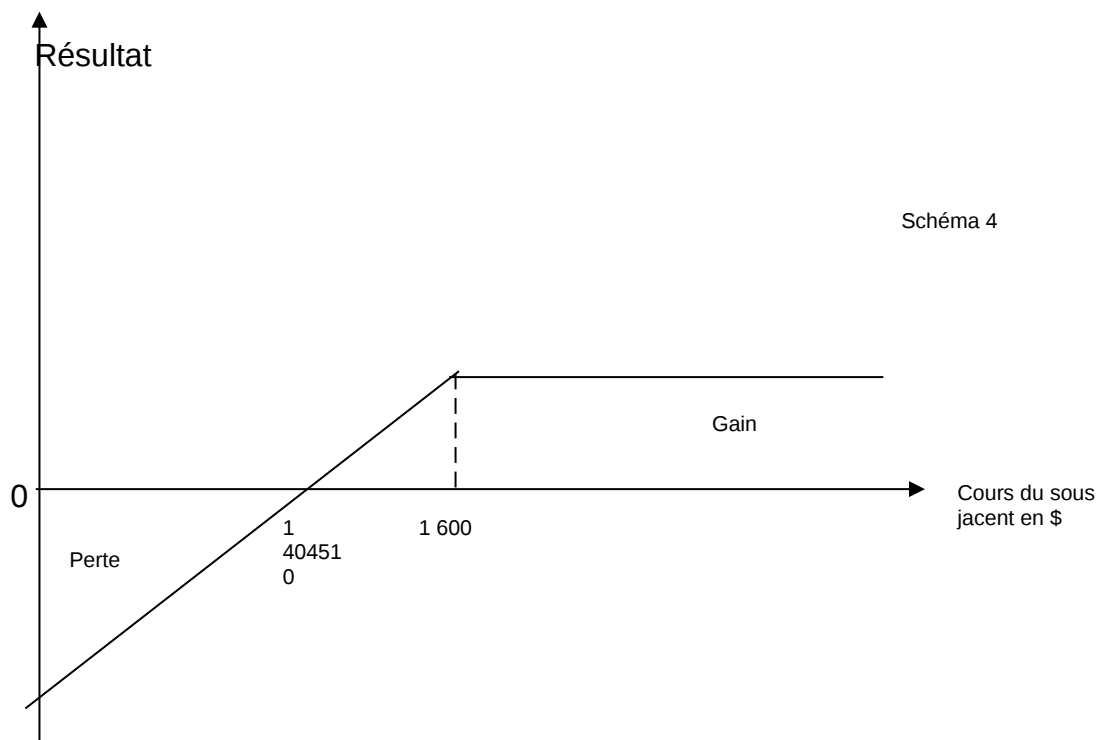
Je m'engage donc à acheter le put fondé sur une vente à 1 600\$, la prime est de 90\$. Cette opération est à priori satisfaisante au niveau de la contrepartie car l'acheteur de ce put va moyennant 90\$, vendre une action à 1 600\$. Si l'action chute à 1 400\$, le gain sera de $1600 - 90 - 1400 = 110\$$



On achète des put lorsque la bourse est moyenne et que l'on pense qu'elle va s'effondrer, ou bien lorsque la bourse est euphorique et que les cours risquent de se retourner brutalement.

d- Vente d'une option de vente (vente d'un put) :

Je vends la possibilité de vendre à 1 600 \$ un titre sur lequel on peut anticiper une baisse vers les 1 400\$. La contrepartie est un achat de put Le graphique de gain doit donc s'inverser par rapport au précédant.



L'action reste haute, le vendeur de put a encaissé la prime de 90 \$. Si le cours est supérieur est à 1600 \$, il gagne la prime ; en dessous il perd.

Etude de cas sur les options de change :

La société BRA réalise des opérations sur le MONEP. Elle achète 10 options d'achat sur la société CLA au mois n+1 au condition ci après :

- prix d'exercice 400 \$
- prime..... 50 \$

L'option porte sur 100 titres

Question 1 : quel est le montant de la prime totale à payer

Question 2 : au mois n+2, le cours est à 470 \$. Quel est le gain de la société si elle exerce son option

Question 3 : **Que** se passe t-il si le cours baisse à 380 \$?

