

Risque de change : les trésoriers en pleine interrogation

OPTION FINANCE - 11 DÉCEMBRE 2020 - ANAÏS TREBAUL

Risque de change

ENVOYER IMPRIMER

Partager

Tweeter

G+

in PARTAGER

Dans un contexte d'incertitude économique et sanitaire, les entreprises doivent, comme chaque année, préparer leur cours budget pour l'exercice à venir et se couvrir contre les variations de change. Si la faible volatilité du dollar vis-à-vis de l'euro facilite ce travail cette année, les trésoriers pourraient avoir des difficultés à prévoir le flux de devises qui devront être couvertes.

Après deux années d'appréciation quasi continue du dollar vis-à-vis de l'euro, la devise américaine s'est dépréciée cette année. Alors qu'il variait entre 1,11 et 1,12 dollar en début d'année, le taux de change euro-dollar a oscillé entre 1,17 et 1,19 dollar d'août à novembre, pour atteindre 1,21 dollar début décembre. Ce changement de courbe aurait pu déstabiliser les entreprises, qui sont pour la plupart en pleine préparation de leur budget 2021. Celles-ci sont en effet nombreuses à être fortement exposées à un risque de change du billet vert. «75 % de nos flux sont en devises étrangères, dont 60 % en dollars», précise Christophe Clerc, directeur financier de l'équipementier automobile Delfingen. Même constat au sein du groupe Bel. «Nous possédons des marques internationales avec des usines dans plusieurs pays, indique Benoît Rousseau, directeur de la trésorerie et assurances du groupe Bel. Nous avons donc un gros risque de change transactionnel, sur nos flux entre filiales et sur nos contrats avec nos clients et fournisseurs étrangers. Nous l'estimons à 700 millions d'euros.»

De faibles variations de cours

Mais, pour l'instant, ces entreprises ne se montrent pas particulièrement inquiètes. «Le cours euro-dollar est relativement stable cette année, puisqu'il évolue dans une fourchette assez serrée, relativise Florence Saliba, présidente de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE). Par le passé, il a été plus fluctuant. En février 2018, il a atteint un pic à 1,25 dollar, alors qu'il était de 1,07 un an avant.» D'autant que la crise sanitaire n'a jusqu'à présent eu que peu d'impact sur le taux de change euro-dollar. «Alors qu'en 2008 la volatilité avait dépassé les 20 %, les devises n'ont pas connu d'extrême volatilité en mars et avril, remarque Benoît Rousseau. Il y a seulement eu des variations supérieures à 10 % ponctuellement. Aujourd'hui, la volatilité est aux alentours de 7 %, ce qui est historiquement bas, et une vraie opportunité.»

Les entreprises ont donc fait le choix de ne pas changer leur méthode pour définir leur cours budget (le taux de change qu'elles appliquent au sein de leur budget), qui varie de 1,15 à 1,20 dollar selon les groupes interrogés. «Comme les années précédentes, nous avons défini notre cours budget en prenant en compte à la fois le cours spot (cours du jour), les prévisions bancaires, et nos propres anticipations basées sur notre expérience, explique Emmanuel Arabian, directeur financement et trésorerie du groupe Seb. Nous anticipons une légère baisse du dollar en 2021.» D'autres ont, en parallèle, choisi de ne se baser que sur un seul indicateur, comme le cours spot, ou sur le taux de change moyen 2020 constaté jusqu'à la préparation de leur cours budget. Quelle que soit la méthode retenue, beaucoup dédramatisent la portée du niveau arrêté fin décembre. «Certes, le cours budget reste un passage obligé, relève Priscilia Bouton, directrice des marchés financiers chez Sanofi. Chez nous, les taux de change utilisés sont revus deux fois dans l'année. Et si les devises sont très volatiles, nous pouvons les réviser à nouveau.»

Cette année, les préoccupations des entreprises tournent avant tout autour des flux en devises étrangères qu'elles généreront en 2021. «Avant la crise, les entreprises avaient une bonne visibilité sur l'évolution de leur croissance, observe Bruno Laurier, responsable de la vente aux entreprises sur le change et les solutions d'investissement Fixed Income et responsable vente taux aux entreprises pour la région CEEMEA chez Société Générale CIB. La définition du budget 2021 est plus difficile du fait des incertitudes liées à la Covid-19 et des changements de politique douanière qui ont affecté la production dans certains pays.» Certaines entreprises pourraient avoir plus de mal à définir les volumes de devises qu'elles vont devoir couvrir contre une variation des changes. «Ces prévisions vont être d'autant plus difficiles que certains groupes se retrouvent déjà actuellement avec des volumes de couverture plus élevés que prévu du fait de la baisse de leur activité», poursuit Bruno Laurier.

C'est la situation dans laquelle s'est en partie retrouvé Daher, avionneur, équipementier et prestataire de services pour l'aéronautique. «Notre exposition nette annuelle sur le dollar est de 400 millions d'euros environ, indique Jean-Philippe Grégoire, directeur financier du groupe. Notre politique de couverture est de se couvrir sur un horizon de dix-huit mois. Donc, chaque mois, nous ajustons notre couverture en dollars pour avoir en permanence dix-huit mois de flux nets futurs couverts. Avec la crise sanitaire, notre prévision d'activité a brutalement baissé. En conséquence, nous nous sommes subitement retrouvés avec une couverture représentant environ deux années et demie de besoin. De ce fait, nous n'avons pas eu à mettre en place de nouvelles couvertures depuis le mois d'avril 2020. Nous devrions retrouver un montant de couvertures représentant environ dix-huit mois de besoins futurs début 2021 et reprendre de nouvelles couvertures à cette date.»

Une couverture par options à privilégier ?

Pour éviter de se retrouver dans pareille situation l'an prochain, certains recommandent de se couvrir par le biais d'options, au détriment des contrats à terme, traditionnellement plus utilisés. «Avec une option, les entreprises peuvent profiter d'une évolution favorable des devises, car elles ne sont pas obligées de l'exercer, souligne Benoît Rousseau. Mais surtout, les options permettent aux entreprises de se couvrir contre le risque de volume, puisqu'elles ne seront pas obligées de payer une couverture pour un chiffre d'affaires moins élevé que prévu. Ainsi, plus de 40 % de nos flux transactionnels sont chaque année couverts par le biais d'options, étant précisé que le volume des options achetées est toujours supérieur au volume des options vendues, et que notre budget de prime est autour de 0,5 % de notre exposition.»

Toutefois, cet instrument est jugé trop complexe par plusieurs sociétés. «Nous privilégions les couvertures via les contrats à terme, dont les impacts sont plus faciles à anticiper, et limitons donc les options, qui peuvent être vues comme des outils un peu spéculatifs, avec des impacts en résultat plus difficiles à anticiper, explique Jean-Philippe Grégoire. Et nous refusons d'utiliser tous les outils sophistiqués et spéculatifs. La stabilité de la méthode de couverture et la simplicité à en expliquer les résultats et les prévisions de résultat associées me semblent clés.» Un avis partagé par le directeur financier de Delfingen : «Le contrat à terme est plus simple d'utilisation et il permet de stabiliser nos prévisions pour nos actionnaires, ajoute-t-il. Les effets de change sont très difficiles à comprendre, même pour des investisseurs, qui nous interrogent d'ailleurs parfois sur la nécessité de prendre un produit de couverture.» En outre, le coût des contrats à terme est plus intéressant. Pour acquérir une option, il faut payer une prime, à la différence de ces derniers. Or, pour bénéficier d'un cours à terme attractif avec une option, il faut s'acquitter d'une prime généralement élevée.

Dans ce contexte, la plupart des entreprises préfèrent ne pas changer de stratégie de couverture. «Nous conservons notre stratégie de couverture depuis plusieurs années : nous couvrons 100 % de notre BFR en devises étrangères (du moins celles pour lesquelles il existe des couvertures) par le biais de contrats à terme, précise Priscilia Bouton. Nous avons simplement allongé notre couverture sur le dollar, de un à deux mois en 2020, à un à trois mois en 2021, du fait de la relative stabilité de la devise vis-à-vis de l'euro.» Même constat chez Bel, qui se couvre pourtant à beaucoup plus long terme que Sanofi. «Nous n'avons rien changé à notre politique de couverture, qui reste toujours de douze à dix-huit mois, indique Benoît Rousseau. Nous essayons toujours d'avoir 50 % de couverture sur l'année suivante avant la définition du cours budget. Enfin, nous couvrons toujours entre 70 % et 80 % de nos flux transactionnels, et les cours budget sont définis fin août sur la base des conditions de marché en vigueur.»

Les entreprises misent ainsi sur leurs prévisions d'activité et d'évolution du dollar. Espérons donc que la crise sanitaire actuelle n'ait pas de nouveaux effets inattendus sur la sphère économique et que le billet vert ne subisse pas de pression à la hausse ou à la baisse dans les mois à venir.

DES DEVISES ÉMERGENTES PLUS VOLATILES

Si le taux de change euro-dollar est relativement stable, ce n'est pas le cas pour d'autres devises auxquelles sont exposées de nombreuses entreprises françaises. Par exemple, le taux de change du peso argentin vis-à-vis de l'euro est passé de 66 à 99 depuis le début de l'année. De même, celui de l'euro-real est passé d'environ 4,5 reals pour 1 euro en début d'année à 6,2 en décembre.

Face à ces variations, les entreprises pourraient faire le choix de renforcer leur couverture sur ces devises. Mais une telle stratégie est parfois difficile à mettre en œuvre. «Nous avons choisi de nous couvrir contre la volatilité des devises avec lesquelles nous travaillons, note Priscilia Bouton, directrice des marchés financiers chez Sanofi. Cependant, certains pays, comme l'Argentine, exercent un contrôle des changes strict ou imposent des contraintes réglementaires qui rendent la couverture quasi impossible.»

De plus, le coût de couverture peut être jugé élevé. «15 % de nos flux sont libellés dans une devise étrangère différente du dollar (yuan, dirham, leu roumain, roupie...), indique Christophe Clerc, directeur financier de l'équipementier automobile Delfingen. Toutefois, nous avons choisi de ne pas nous couvrir, car les coûts de couverture ne se justifiaient pas par rapport aux montants en jeu.»

DES PRODUITS DE COUVERTURE AUX TARIFS PLUS ATTRACTIFS ?

Les produits de couverture bénéficient actuellement de la faiblesse des taux d'intérêt américains. «La Fed ayant fortement baissé ses taux, l'écart entre les taux de la zone euro et ceux aux États-Unis a lui aussi fortement diminué, souligne Florence Saliba, présidente de l'AFTE. Mécaniquement, le coût de la couverture diminue fortement. Se couvrir devient "presque neutre", quelle que soit la position de l'entreprise exportatrice ou importatrice.»

Mais, pour certains banquiers, des sociétés pourraient au contraire subir des hausses de prix sur leur couverture en dollars. «La crise sanitaire a fragilisé un certain nombre d'entreprises, souligne Bruno Laurier. Pour se prémunir contre le risque financier qu'elle représente, des hausses de prix sur les produits de couverture vont certainement être appliquées.»