

Accueil > Entreprises & finance > Gestion financière > Une rentrée délicate pour les exportateurs

■ GESTION FINANCIÈRE

RISQUE DE CHANGE

Une rentrée délicate pour les exportateurs

OPTION FINANCE - 10 SEPTEMBRE 2018 - ARNAUD LEFEBVRE

Devises, Dollar, Risque de change

ENVOYER IMPRIMER

Partager

Tweeter

G+

PARTAGER



Tandis que les principales devises émergentes viennent d'enregistrer de violents mouvements de dépréciation, l'euro tend pour sa part à rester stable face au dollar. La tâche des trésoriers n'est pas aisée pour autant. Outre les échéances politiques à venir des deux côtés de l'Atlantique qui rendent l'évolution de cette parité incertaine, le différentiel de taux d'intérêt entre la zone euro et les Etats-Unis est aujourd'hui tellement élevé que les conditions de couverture s'en trouvent dégradées pour les exportateurs. De quoi les inciter à revoir leur stratégie.

Vacances obligent, août est traditionnellement un mois calme sur le marché des changes. Cette année, force est de constater que... cela n'a pas été le cas. Tensions diplomatiques entre les Etats-Unis d'un côté et la Turquie, l'Afrique du Sud ou encore la Chine de l'autre, amplification de la guerre commerciale déclenchée par Donald Trump, effondrement de l'économie de plusieurs pays comme le Venezuela et l'Argentine, regain d'incertitudes politiques en Italie... Il n'en fallait pas plus pour entraîner une accélération du plongeon de la plupart des devises émergentes, dont certaines ont atteint un plancher historique à l'instar du peso argentin (voir encadré). Peu volatile depuis plusieurs trimestres, la parité euro-dollar a elle aussi pâti - momentanément - de ces événements. Le 14 août, la monnaie unique est en effet tombée à 1,13 dollar alors qu'elle en valait plus de 1,16 cinq jours plus tôt. Un recul (- 3 %) que d'aucuns qualifient de «brutal» et «rare» sur une période aussi courte. «Ce mouvement a suscité une vraie poussée de fièvre au sein de mes services, admet le directeur financier d'un groupe de textile. Entre le suivi du taux de change quasiment heure par heure et les quelques échanges téléphoniques avec des spécialistes, la fin de mes congés n'a pas été de tout repos.» Le stress s'est cependant vite dissipé, l'euro revenant tout aussi rapidement à 1,16 dollar, avant de se stabiliser autour de ce niveau.

Une volatilité toujours basse

De bon augure pour les nombreuses entreprises qui commencent à s'atteler à la préparation de leur budget 2019 et pour qui le risque de change euro-dollar fait, comme à l'accoutumée, l'objet d'une attention toute particulière. «Non seulement il s'agit de notre principale exposition, mais en plus nous naviguons un peu à vue en ce qui concerne son évolution future», poursuit ce directeur financier. Certes, la configuration actuelle ne semble, de prime abord, en rien problématique.



«A 1,16 dollar, l'euro est proche de sa moyenne annuelle (1,19 dollar) et s'établit à un niveau satisfaisant tant pour les acheteurs de dollars (importateurs) que pour les vendeurs (exportateurs)», observe Serge Assouline, président de Forex Finance. Cet avis est d'ailleurs partagé par les corporates eux-mêmes. «Le cours de marché s'inscrit dans la médiane des deux à trois dernières années et, en ce sens, convient à la plupart des sociétés», souligne-t-on à la commission risques de l'Association française des trésoriers d'entreprise (AFTE). En outre, les voyants sont au vert s'agissant de la volatilité implicite.

«Généralement, lorsque l'euro s'affaiblit face au dollar (- 3,2 % depuis le début de l'année), cette dernière tend à augmenter, rappelle Eric Popelin, responsable d'un portefeuille de change chez HSBC France. Or dans le cas présent, elle reste basse, à 7,8 %, sous son niveau de l'an dernier (8 %) et de sa moyenne historique (10 %).»

Toutefois, l'actualité des prochaines semaines est tellement dense qu'aucun consensus ne se dégage sur la trajectoire future du cours euro-dollar. «Chez HSBC, nous anticipons une appréciation du dollar, avec 1 euro à 1,13 dollar en fin d'année, en raison notamment de la poursuite des hausses de taux directeurs aux Etats-Unis et des inquiétudes que fait peser l'Italie sur l'avenir de la zone euro», explique Eric Popelin. Mais dans le même temps, certains économistes tablent, à l'inverse, sur un renforcement de la monnaie unique, à l'instar de ceux de Crédit Agricole CIB (1,21 dollar en décembre). Parmi les facteurs confortant ce scénario figure notamment la tenue début novembre des élections de mi-mandat aux Etats-Unis, à l'issue desquelles Donald Trump pourrait voir ses marges de manœuvre réduites pour mener à bien sa politique économique. Dans ce contexte, la prudence domine au sein des directions financières.



«Alors que l'euro est susceptible d'être volatile face au dollar comme face aux monnaies émergentes, nos clients préfèrent dans l'ensemble jouer la carte de la sécurité en mettant en place des couvertures», informe Pascale Moreau, responsable mondiale de la vente crédit, taux et change pour les entreprises chez Société Générale Corporate & Investment Banking. D'après plusieurs spécialistes, les volumes d'instruments de couverture mis en place s'inscriraient en augmentation par rapport à l'été dernier.

Une envolée des points de terme

Mais pour les entreprises qui ne seraient pas encore passées à l'action, les conditions ne sont, aujourd'hui, pas forcément optimales. Ce constat vaut pour les groupes exportateurs – c'est le cas de la majorité des ETI et des grands groupes français –, qui doivent en effet composer avec un phénomène inhabituel. «Depuis plusieurs mois, nous assistons à une désynchronisation des politiques américaine et européenne, avec la Fed qui ne cesse de remonter ses taux directeurs et la BCE qui entretient le statu quo sur les siens, pointe Serge Assouline. A mesure que ce différentiel de taux s'accroît, les points de terme, c'est-à-dire l'écart entre le cours actuel (spot) et le cours à terme qu'il est possible de figer, augmentent mécaniquement. Cela pénalise directement les vendeurs de dollars. En se couvrant sur un an via un contrat à terme, ils obtenaient la semaine dernière un cours proche de 1,20 dollar, soit un écart de près de 400 points par rapport au cours de marché (1,16 dollar), ce qui est tout simplement colossal ! De quoi rendre les niveaux de protection à terme peu attractifs.»

Sur les protections de plus longue échéance, l'effet est encore plus marqué. «Le cours à terme à trois ans via un contrat classique (forward) du dollar se situe autour des niveaux de 1,27, ajoute Pascale Moreau. Signe de la nette détérioration des conditions de couverture : il y a un an, pour un même contrat, un corporate vendeur de dollar pouvait fixer un cours à terme légèrement meilleur (1,267 à 1,265), alors même que le cours spot lui était moins favorable (dans notre exemple à 1,19 contre 1,16 aujourd'hui).» Or cette situation pourrait ne pas s'arranger de sitôt, la banque centrale américaine allant probablement opérer un nouveau relèvement de ses taux fin septembre (réunion les 25 et 26), tandis que la BCE a prévenu qu'elle ne procéderait à aucune action de ce type avant mi-2019.

Un recours plus marqué aux produits structurés

Le malheur des uns faisant le bonheur des autres, de nombreux importateurs – acheteurs de dollars, ils profitent donc d'un euro fort – ont cherché à bénéficier de l'importance de ces points de terme en déployant assez massivement des contrats à terme. De leur côté, les sociétés exportatrices semblent adopter des approches différentes. Espérant un affaiblissement de l'euro face au dollar dans le courant du quatrième trimestre, certains font preuve d'attentisme. Les autres, en revanche, préfèrent s'octroyer un filet de sécurité en cas de hausse de l'euro. Pour limiter l'impact des points de terme, elles tendent néanmoins à aménager leur stratégie de couverture. «Une des solutions pour ce faire consiste à se couvrir à plus court terme et/ou à couvrir une proportion des flux futurs moins importante qu'habituellement», signale l'AFTE. Surtout, les spécialistes observent un recours plus important aux outils optionnels. Ces derniers bénéficient, il faut dire, de paramètres favorables. «Entrée en vigueur en début d'année, la norme IFRS 9 rend les options de change beaucoup plus attractives sur le plan comptable, souligne Pascale Moreau. Auparavant, la valeur temps de ces instruments, calculée en mark-to-market, devait être comptabilisée dans le compte de résultat, introduisant de fait de la volatilité dans ce dernier. Or ce n'est désormais plus le cas, ce qui renforce l'intérêt de nos clients pour les stratégies optionnelles qui de ce fait apportent plus de flexibilité face à un contexte de marché incertain.» A cela s'ajoute un autre facteur. «Le fait que la volatilité implicite de la parité euro-dollar soit faible rend les options peu coûteuses, et donc plus attractives», note Eric Popelin.

Quelques groupes n'hésitent également pas à se tourner vers des outils plus structurés, comme les «accumulateurs». «Plusieurs de nos clients exportateurs ont en effet souscrit ces produits à effet de levier, qui peuvent potentiellement leur offrir des cours à terme plus favorables que le cours spot, informe Julien Sanchez. Par exemple, une entreprise vendeuse de dollars pouvait, la semaine dernière, se protéger sur un horizon d'un an en mettant en place des stratégies lui permettant d'obtenir des cours de vente autour de 1,145 moyennant un ratio sur le montant vendu et un risque de désactivation si l'euro passe au-dessus de 1,19 dollar. Ces stratégies restent néanmoins des outils de diversification qui doivent être mixés avec des contrats plus classiques et moins risqués.»

Faut-il temporiser ? Jouer la carte de la simplicité et de la sécurité même si elle a un prix ? Se laisser séduire par des stratégies offensives mais potentiellement risquées ? En cette rentrée, le casse-tête ne fait que commencer pour les trésoriers.

