HAL
open science

# L'entreprise face aux vestiaires des taux de change

Didier Holleaux, Bruno Rostain

## To cite this version:

Didier Holleaux, Bruno Rostain. L'entreprise face aux vestiaires des taux de change. Sciences de l'ingénieur [physics]. 1985. hal-01909869

**HAL Id: hal-01909869**

**https://minesparis-psl.hal.science/hal-01909869**

Submitted on 31 Oct 2018

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Ecole Nationale Supérieure
des Mines de Paris

ECOLE NATIONALE SUPÉRIEURE DES MINES
Bibliothèque
N°
I.E.1
[187]

# l'entreprise face aux variations des taux de change

Mémoire de 3e année de formation
des ingénieurs du corps des mines

**Consultation sur place**

JUIN 1985
D. HOLLEAUX
B. ROSTAIN
Ingénieurs des Mines

# SOMMAIRE


Sommaire 0-1

Résumé 0-2

RAPPORT

Introduction I-1

I - UN EXEMPLE I-2

I - 1/ L'entreprise A I-2

I - 2/ Gestion du risque à court terme I-3

I - 3/ Le dollar et la compétitivité de A I-4

I - 4/ Le financement à long terme en devises I-5

II - LE RISQUE DE CHANGE II-1

II - 1/ Le risque de change tel qu'on le connaît dans l'entreprise II-1

II - 2/ Comment gère-t-on le risque de change ? II-1

II - 3/ Pour une définition rigoureuse du risque de change II-3

II - 4/ Une autre approche de la gestion du risque de change II-4

III - LE RISQUE DE COMPETITIVITE III-1

III - 1/ Caractéristiques du risque de compétitivité III-1

III - 2/ Eléments d'une analyse du risque de compétitivité III-2

III - 3/ Peut-on se prémunir du risque de compétitivité ? III-3

IV - S'ORGANISER FACE AUX VARIATIONS DES TAUX DE CHANGE IV-1

IV - 1/ S'organiser face au risque de change IV-1

IV - 2/ Si on a la possibilité de se couvrir, doit-on le faire ? IV-2

IV - 3/ Donner dans l'entreprise un statut au risque de compétitivité IV-4

IV - 4/ Gérer le risque de compétitivité IV-6

CONCLUSION



ECOLE NATIONALE SUPÉRIEURE DES MINES
Bibliothèque
N° I.E.1
[187]

Consultation sur place


.../...

ANNEXES


| | | | |
|---|---|---|---|
| Annexe 1 | - | Les problèmes de couverture | A1-1 |
| 1-1 | - | La couverture - Mécanisme | A1-1 |
| 1-2 | - | Le financement par Avance en Devises Export | A1-7 |
| 1-3 | - | La couverture - Le problème de la couverture des offres | A1-8 |
| Annexe 2 | - | Change et comptabilisation | A2-1 |
| Annexe 3 | - | Mathématisation du risque de change | A3-1 |
| Annexe 4 | - | Décision d'investissement et stratégie en devise | A4-1 |
| Annexe 5 | - | La spéculation | A5-1 |
| Annexe 6 | - | Compléments sur la position | A6-1 |
| 6-1 | - | Complément sur la position "réelle de change" | A6-1 |
| 6-2 | - | Complément sur l'utilisation traditionnelle de la "position de change" | A6-3 |
| Annexe 7 | - | Définition du risque et ajustement des prix | A7-1 |


-:-:-:-:-:-

# L'ENTREPRISE FACE AUX VARIATIONS DES TAUX DE CHANGE

## RESUME

L'influence des variations des taux de change entre devises sur les profits des entreprises françaises, se décompose, quand on examine le comportement des acteurs dans les entreprises, en deux effets.

Le premier effet est baptisé "risque de change" : c'est le risque qui porte sur les transactions : quand on signe une vente à l'exportation en dollars, on ignore combien de francs on en tirera le jour du règlement. Il est connu dans l'entreprise (cité spontanément par nos interlocuteurs), il est suivi et géré (en général par le trésorier de la société) et il existe des procédures financières de couverture (achats et ventes à terme, avances en devises) pour s'en prémunir.

Le deuxième effet peut être appelé "risque de compétitivité" : c'est le risque que court par exemple une entreprise française qui a un concurrent américain, de voir, si le dollar baisse, son marché lui échapper parce que le concurrent sera plus compétitif. Ce risque n'est connu que de manière diffuse dans l'entreprise où il est rarement cité spontanément, il n'a pas de statut en ce sens que personne ne le suit, ne le mesure et on le considère en général comme une fatalité, renonçant d'avance à agir sur lui, à s'en prémunir.

Notre première surprise a été de constater la quasi-universalité de cette division à travers les différentes sociétés rencontrées. Il y a d'un côté un risque connu, cerné, familier, qui court une fois qu'on a passé une commande, et de l'autre un risque mythique, flou, fatal, qui court sur toutes les commandes que l'on n'a pas encore passées.

Cette subdivision est d'autant plus surprenante que l'on peut aisément démontrer que ces deux risques sont intimement mêlés au point qu'on peut les considérer comme deux parties d'un même risque devise et que la date de la signature de la commande est une séparation purement conventionnelle et non opérationnelle des deux risques.

.../...

Cette démonstration a plusieurs conséquences :

- Sur le "risque de change" : dès lors que la date de la commande ne réprésente pas réellement la naissance de ce risque, les méthodes de gestion rigoureuse de ce risque qui sont mises en place pour traiter ressemblent à une cathédrale bâtie sur le sable. Nous essayons par la définition d'une "position de change" réflétant la réalité du risque de change de consolider ces assises.
- Sur le "risque de compétitivité" : constatant l'importance en terme de profits de ce risque, comparativement au risque de change, on s'étonne que ce risque ne soit que peu ou pas appréhendé. De fait, des contraintes puissantes font que, dans l'entreprise, il n'est de l'intérêt de personne de mettre ce risque en évidence et de s'attacher à le réduire. Nous plaidons contre cette politique de l'autruche, car on n'augmente pas le risque en reconnaissant qu'il existe. Nous prétendons même qu'on peut contrôler ce risque et le réduire.
- Sur le "risque devise" dans son ensemble, nous constatons que la doctrine des entreprises est simple : tout risque lié au change doit être éliminé à tout prix. Or c'est cette doctrine et plus précisément le fait que toute infraction à cette doctrine est affublée du titre infâmant de spéculation qui est responsable des comportements pervers que nous avons observés, aussi défendons-nous qu'il faut, pour une entreprise, que ses cadres puissent vivre en assumant un risque fut-il aussi aléatoire que les risques liés aux changes.

# INTRODUCTION

L'objectif initialement fixé à notre rapport était d'évaluer l'influence sur les bénéfices des variations des taux de change. Implicitement, notre étude se trouvait "centrée" sur les aléas monétaires et les méthodes pour s'en prémunir.

Au fur et à mesure de notre travail, nous avons été amenés à modifier notre angle d'étude et à nous orienter dans deux directions :

La première est relative au risque de change et, particulièrement, aux différences que nous avons relevées entre les conséquences de la gestion pratiquée et les objectifs qui lui sont assignés.

La deuxième a pour origine le fait que l'entreprise est exposée à long terme aux conséquences des fluctuations monétaires. Ce risque, que nous appellerons risque de compétitivité, bien connu dans l'entreprise mais jamais traité de manière systématique, est en outre affecté par la façon dont est géré le risque de change.

En définitive, la réponse à la question posée prendra une triple forme :

- la gestion du risque de change doit être largement revue
- des méthodes de gestion spécifique doivent être définies pour le risque de compétitivité
- considérant l'ensemble constitué par les deux risques précédents, qui sera dénommé risque devise, il se pose une question fondamentale :

  Le but de l'entreprise est-il de tirer parti des fluctuations monétaires ou de s'en prémunir ? et comment doit-elle s'organiser pour cette politique ?

Avant tout et compte tenu du caractère technique de sujet, nous avons cru bon de présenter sur un exemple les principales difficultés consécutives aux variations des taux de change.

-:-:-:-:-:-

# I - UN EXEMPLE

## I - 1/ L'Entreprise A -

Imaginons une entreprise française que nous nommerons la Société A qui fabrique un produit banalisé à partir de matières premières achetées sur un marché mondial. Pour fixer les idées, supposons qu'il s'agisse de la fabrication de lingots d'aluminium à partir de bauxite. L'entreprise française dispose de mines de bauxite, situées en France, assurant 50 % de sa consommation. En revanche, les principaux concurrents achètent la totalité de leur minerai au cours mondial, libellé en dollars.

S'agissant de la vente des lingots d'aluminium, notre Société française exporte la moitié de sa production, pour l'essentiel à destination de la C.E.E. où elle affronte la concurrence des producteurs européens.

D'une manière générale, la demande d'aluminium évolue au même rythme que l'activité économique des pays considérés. Les prix de vente dépendent essentiellement du volume de la demande et de l'agressivité de la concurrence. Jusqu'à présent, la facturation des ventes de la Société française est effectuée dans la monnaie du client, à l'instar de ce que font les concurrents. Actuellement, à la faveur d'une évolution de la conjoncture sur le marché de la bauxite et de ses rapports avec ses fournisseurs, l'entreprise A est en position d'imposer à ses fournisseurs la facturation en francs français au lieu du dollar. La conversion des tarifs serait effectuée sur la base du cours alors en vigueur et aucune indexation n'est prévue sur le cours du dollar. La tentation de procéder à ce changement de monnaie de facturation est très forte ; mais la disparition du dollar sur les factures est-elle bien l'intérêt de l'entreprise A ?

Par ailleurs, l'entreprise investit peu dans la période actuelle mais des projets sont à l'étude concernant à la fois l'approvisionnement en bauxite, avec l'achat éventuel d'une deuxième mine en France, et l'exportation, qui pourrait être développée aux U.S.A. sous réserve d'investissements commerciaux importants. La question du

financement de ces projets demeure ; des emprunts en devises, ECU ou dollars, seraient envisagés.

I - 2/ Gestion du risque à court terme -

Examinons tout d'abord un problème typique de risque de change auquel A est confrontée.

Pour ses importations de bauxite la Société A passe chaque trimestre commande à ses fournisseurs du minerai livrable et payable tout au longdu trimestre. A chaque fin de trimestre se produit au service de trésorerie de A un étrange bouleversement : l'entreprise qui hier se considérait comme "excédentaire" en dollars (elle vend un peu aux U.S.A.) se considère aujourd'hui comme fortement "déficitaire" en dollars et se met à acheter (à terme) du dollar alors qu'on en vendait la veille. Ce bouleversement est-il justifié ?

Supposons le cours de la bauxite stable (en dollars) : La date de début de trimestre ne correspond à aucune discontinuité dans le fonctionnement de A. Le volume de bauxite commandé n'est pas une surprise (directement lié au plan de charge de l'usine), le fait même que la commande serait passée était tout à fait certain (on ne peut s'en passer) et la durée trimestrielle est la tradition en matière de bauxite : de la sorte le montant de dollars à acheter était connu depuis plusieurs jours au moins. Pourquoi faut-il alors attendre le jour de la commande (opération purement formelle) pour acheter des dollars (opération bien réelle) et pourquoi est-il hors de question d'attendre le lendemain de la commande pour faire cet achat ?

A ces questions la réponse qui fuse est : "Il faut se prémunir contre le risque de change". Ce qui signifie qu'on ne peut pas attendre pour connaître le prix en francs qu'on va payer pour cette bauxite et qu'on préfère tout payer au cours d'aujourd'hui à vivre dans l'incertitude. Or à quoi sert la certitude ainsi acquise sur le prix de la bauxite ? On a vu qu'elle ne sert pas à prendre la décision d'achat du minerai puisque cette décision était déterminée depuis plusieurs jours, elle n'influe pas sur la marche de l'usine puisqu'elle ne modifie ni le plan de charge actuel ni le flux de ventes. En bref, elle ne sert à rien.

.../...

Pourtant cette certitude pourrait servir : connaissant le plan de charge de l'usine et le prix du minerai, on peut déterminer son prix de revient pour les trois mois à venir et de là, infléchir sa politique de prix de vente. Pour éliminer un risque,il faut exploiter ses certitudes pour prendre des décisions, et ne pas se contenter de les acquérir.

## I - 3/ Le dollar et la compétitivité de A -

Nous voulons développer ici un problème typique de risque de compétitivité, lié aux caractéristiques de la concurrence.

L'entreprise A paie actuellement la moitié de sa bauxite en dollars : cette dépense représente environ 25 % de son prix de revient.

Puisque les ventes de A sont libellées dans les devises (européennes) de ses clients et qu'on peut considérer que les fluctuations internes au SME sont négligeables en regard de celles du dollar, on imagine l'entreprise A comme "prise en tenaille" entre un prix de vente quasi-stable en francs et un prix de revient qui fluctue fortement avec le dollar. Que le cours USD/FRF fluctue de 15 % comme ce fut le cas en février - mars 1985 et le prix de revient, donc a priori la marge de A varie de près de 4 % ce qui est considérable pour une entreprise industrielle : plus le dollar monte et plus la tenaille étrangle A.

Avec ce raisonnement, on est inéluctablement conduit à penser que la possibilité de se voir facturer ses importations en FRF plutôt qu'en USD doit être saisie immédiatement. C'est effectivement la position des décideurs de A.

Une analyse plus fine permet de constater qu'historiquement les résultats de A se sont toujours améliorés avec la hausse du cours du dollar : la vision a priori de la tenaille est donc fausse. On peut être "déficitaire en dollars" - au sens qu'on en paye plus qu'on n'en reçoit - et avoir intérêt à ce que le dollar monte !

Ce paradoxe a une explication très simple : comme la plupart des concurrents importent la totalité de leur matière première ce n'est pas 25 mais bien 45 ou 50 % de leur prix

de revient qui suit le cours du dollar. Quand le dollar monte, les concurrents se trouvent obligés pour survivre de faire remonter les prix du marché et l'entreprise A engrange les marges supplémentaires ainsi générées. En période de cours élevé du dollar, donc de prix de la bauxite élevé (en FRF) l'intégration verticale dans la Société A procure une rente de situation. Ce phénomène est bien connu des pétroliers, quand l'un d'eux a la chance d'exploiter un gisement en Europe par exemple (les fluctuations du prix du baril s'ajoutant à celle du dollar), sous le nom de "windfall profit".

La décision de changer de monnaie de facturation ne semble donc pas opportune pour la Société A, d'autant qu'elle serait prise à un moment où le cours de change USD/FRF est historiquement élevé . Si le dollar baissait, la pression des concurrents ferait baisser le prix du marché de l'aluminium et la Société A verrait son prix de revient demeurer fixe (sauf à revenir à une facturation en dollars mais il n'est pas certain que les fournisseurs acceptent ce nouveau changement).

La rente de situation procurée à A par son intégration verticale se mesure facilement : c'est la différence entre le prix de revient en FRF de sa bauxite et le cours mondial en dollar multiplié par le taux de change USD/FRF. Cette rente s'annule pour une valeur du cours du dollar qu'on peut appeler "dollar d'équilibre de la bauxite française". Si le cours USD/FRF venait à tomber en-dessous de ce "dollar d'équilibre" l'entreprise A aurait intérêt à fermer son exploitation de bauxite pour survivre !

## I - 4/ Le financement à long terme en devises -

Pour terminer sur notre exemple, nous voulons montrer un exemple de risque de compétitivité lié à un problème d'investissement.

Une entreprise française ne peut pas exploiter un gisement en "stop and go" en fonction des hasards du cours du dollar. Comment éviter pour notre société d'être, lors d'une baisse du dollar, étranglée par ses coûts de matière première ?

.../...

Nous avons vu que A avait des projets d'investissement : si elle finance un tel projet par un emprunt en dollars, elle s'assure en cas de baisse du dollar un avantage sur ses concurrents qui ont financé un projet similaire en monnaies européennes. Cet avantage peut être de même ordre de grandeur que la perte que la baisse du dollar fait subir à son exploitation de bauxite, et donc l'annuler. En d'autres termes, en s'endettant en dollars, A rapproche sa structure de coûts en devises de celle de ses concurrents et assure donc à terme le maintien relatif de sa compétitivité quel que soit le cours USD/FRF.

Nous soutenons donc que dans une situation où la compétitivité présente de A est bonne un tel emprunt permettrait de "figer" pour quelque temps cet avantage relativement à la concurrence.

Mais, dans une société déjà "déficitaire" en dollars, l'idée d'emprunter dans cette monnaie n'est pas soutenable : au mieux cela serait considéré comme un pari (risqué en regard de précédents célèbres) sur la baisse à long terme du cours USD/FRF.

Une forte tentation existe au sein de la société pour que le financement des investissements de A s'effectue en ECU, devise qui offre le double avantage d'une réputation de stabilité à toute épreuve et surtout que A, qui vend partout en Europe est "excédentaire" en ECU ! Vaut-il mieux se prémunir contre les fluctuations du dollar ou contre celles qui restent internes au SME ?

## II - LE RISQUE DE CHANGE

Des effets des variations des taux de change sur l'entreprise, le risque de change est la partie la plus visible, celle dont on parle volontiers dans l'entreprise et qu'on croit parfois être la totalité de ces effets.

Nous décrirons la notion de risque de change et la façon dont on traite ce risque, avant d'essayer de donner un contenu plus précis au concept de risque de change et d'élaborer une méthode rigoureuse pour gérer au mieux ce risque important pour les entreprises.

### II - 1/ Le risque de change tel qu'on le connaît dans l'entreprise -

Le risque de change est un concept qui a dans l'entreprise un statut reconnu : des comptes figurent au plan comptable général (n° 666 et 766) qui s'intitulent "pertes" et "gains de change" qui permettent d'associer à ce concept un enjeu financier, des revendications officielles sont émises par le C.N.P.F. quant à la libéralisation du contrôle des changes (en matière de couverture du risque de change) qui font de ce concept un enjeu politique.

Outre ce double enjeu, ce qui rend ce risque particulièrement présent dans les esprits est son caractère choquant ; le risque de change interdit de savoir lors de la conclusion d'un contrat, quelle en sera la contrepartie économique, ce qui est contraire aux habitudes commerciales.

Dans la plupart des entreprises le risque de change est défini par cette règle simple : "c'est le risque de voir la valorisation en francs d'une affaire en devises fluctuer entre la commande et le règlement".

Le court terme qui sépare la commande du paiement en général rend ce risque particulièrement perceptible et accentue son caractère choquant.

### II - 2/ Comment gère-t-on le risque de change ?

Une fois le concept de risque de change défini, la doctrine, dans les entreprises que nous avons vues est simple : il faut éliminer ce risque dans toute la mesure du possible. Toute autre attitude est une spéculation à laquelle un industriel "sérieux" (sic) ne saurait se livrer.

.../...

Dès lors, la gestion du risque de change commence par l'établissement d'un document extra-comptable qui recense, monnaie pas monnaie, les commandes passées ou reçues par l'entreprise et qui n'ont pas encore été réglées. Ce document est appelé couramment "position de change". La position est dite "longue" si le solde (devises à recevoir moins devises à fournir) est positif, "courte" dans le cas contraire. C'est ce solde qui donne a priori l'importance du risque de change couru par la société. Plus le solde est "long" en dollar quand le cours du dollar monte, plus l'entreprise gagne sur le change (et vice-versa).

L'ambition, légitime puisque c'est la doctrine de l'entreprise, qu'a le trésorier d'éliminer le risque de change conduit à rechercher un solde équilibré monnaie par monnaie en permanence. Pour parvenir à ce résultat sans entraver l'activité commerciale, il utilise des instruments financiers : les opérations de couverture. Ces opérations sont détaillées en annexe 1. On peut simplement dire que leur principe consiste à négocier - dès le jour où l'on reçoit une commande d'exportation par exemple - avec son banquier le cours auquel on lui vendra les devises lorsque notre client nous paiera (vente à terme). Le même mécanisme fonctionne en sens opposé pour une importation (achat à terme).

Avec de tels instruments, le trésorier peut, théoriquement, équilibrer chaque jour sa position dans chaque devise. Il remplirait ainsi son objectif : éliminer le risque de change.

Mais, dans cette démarche, les entreprises françaises se heurtent à un obstable de taille : le contrôle des changes. La plupart des entreprises industrielles ne sont pas autorisées à couvrir leurs importations et ne peuvent couvrir que leurs exportations (interdiction des achats de devises à terme). Par contre, quelques entreprises ou groupesde taille internationale bénéficient d'un agrément spécial accordé par

l'administration du Trésor qui leur permet d'équilibrer leur position par des opérations de couverture (la seule condition imposée par le Trésor est précisément l'équilibre global des positions "toutes monnaies confondues").

De fait, l'idéal affiché d'élimination du risque de change n'est permis qu'à une minorité d'entreprises : les autres se trouvent en position de "spéculation forcée", ce qui provoque les récriminations du C.N.P.F. contre le contrôle des changes.

II - 3/ Pour une définition rigoureuse du risque de change -

Le risque de change doit être entendu comme le risque de constater un écart, en monnaie nationale, entre le débours (respectivement : l'encaisse) escompté lors de la prise de décision d'importation (resp. : d'exportation) et la somme effectivement payée (resp. : reçue) par l'entreprise. Nous avons vu avec l'entreprise A que, quand on n'a pas de décision à prendre, l'incertitude sur un cours ne présente nul risque. C'est la nécessité de décider qui rend utile la certitude sur le change.

L'utilisation de cette définition du risque de change, comme possibilité d'écart (voir en annexe 4 comment donner un sens mathématique à cette notion) entre un cours anticipé lors d'une décision et le cours de dénouement réel de l'opération décidée, nécessite que l'on soit à même d'identifier une décision, une anticipation et enfin un résultat réel associé à cette décision. La comptabilité générale de l'entreprise ne permet pas de mesurer un tel écart car le moment de l'entrée en comptabilité de l'opération est la facturation, qui ne correspond pas à l'instant de la décision et que le cours de change entré en comptabilité n'est en général pas représentatif d'une quelconque anticipation du résultat de l'opération (ces problèmes de comptabilisation font l'objet de l'annexe 2).

On sait aisément mesurer notre écart dans le cas d'une opération en devises isolée (exportation marginale dans une entreprise qui ne vend normalement qu'en France) mais dans le cas d'une entreprise qui connaît des flux d'importations et d'exportations importants et réguliers, la

mesure du risque couru opération par opération n'est plus possible (l'identification d'une décision marginale n'est pas réaliste). On peut alors considérer que la décision qui a fait naître le risque de change est la fixation d'un prix de vente à respecter et d'un volume de vente à atteindre pour les services commerciaux à l'exportation (puisque chaque commande négociée par les vendeurs ne constitue plus une décision indépendante, mais est entièrement déterminée par les objectifs fixés).

Dans une entreprise où le budget serait particulièrement strictement appliqué, on pourrait considérer que c'est la fixation du budget qui fait naître le risque : le cours de change figurant au budget serait alors l'anticipation obligatoire pour toutes les décisions de l'année. Sans aller jusqu'à cette extrémité, nous devons affirmer que le risque de change naissant avec une décision de fixation de prix, on diminue son "volume" de risque en réajustant fréquemment ses anticipations et décisions sur les prix de revient (importations) et les marges (exportations). Dans une entreprise normale la fréquence de réajustement est imposée par les contraintes internes à l'entreprise, mais aussi et surtout par la variabilité du marché. Ce n'est que si ce réajustement est très fréquent qu'on peut considérer que le jour de la commande est celui de la naissance du risque. (On examine notamment en annexe 1.3 le cas des soumissions d'offres et de ventes sur catalogue). Notons qu'il s'agit d'un risque à court terme car le délai, de la décision au règlement, excède rarement un an.

## II - 4/ Une autre approche de la gestion du risque de change -

Face à la pratique des entreprises en matière de risque de change nous pouvons tenter d'apporter des réponses originales à deux questions : Comment construire une position de change qui reflète bien le risque couru ? Comment utiliser cette position après l'avoir construite ?

La position de change telle qu'elle est construite usuellement ne représente pas vraiment le risque à court terme couru par l'entreprise : nous avons montré le caractère

conventionnel du choix de la date de commande comme date de naissance du risque. La convention est particulièrement éloignée de la réalité dans le cas d'importations (de matières premières par exemple) où le prix n'est déterminé qu'après la livraison, ou encore, dans le cas d'exportations sur catalogue où le jour de la commande correspond à une décision du client mais pas de l'entreprise !

La position de change usuelle voit figurer les commandes sous leur monnaie de libellé et non sous leur monnaie d'indexation (qu'on songe par exemple aux produits pétroliers, indexés de fait sur le dollar mais qui, payés en francs, n'apparaissent dans aucune position). Là aussi il n'y a pas coïncidence entre la position et le risque réel couru. De même, certaines matières premières connaissent des "effets compensateurs" (le cours en dollar de la matière première comme le fret ou la pâte à papier baisse quand le dollar monte et vice-versa) et continuent, alors que ces effets sont assez bien connus, à figurer en position pour l'intégralité de leur montant en dollars ce qui ne mesure visiblement pas le risque réel. Enfin, les remboursements d'emprunts en devises ne figurent jamais, au nom de la séparation du court terme et du long terme, dans une position de change, or ils participent bien (sous forme d'amortissements techniques notamment) au calcul des prix de revient ; ils sont conceptuellement tout à fait comparables à une importation de matière première vitale pour l'entreprise : le financement.

Un exemple illustrera comment la position formelle que l'on construit peut être déconnectée du risque que l'on court. Supposons un trésorier qui décide de spéculer sur la baisse du dollar. Il souhaite une position "courte" en dollar : il convainc pour cela le responsable des achats de commander trois mois de consommation de charbon de plus que l'en-cours habituel, à un fournisseur américain. L'entrée de cette commande en position crée un solde court (on le suppose précédemment équilibré). Pourtant, que la baisse du dollar survienne ou pas, l'opération purement scripturale qui a consisté à

enregistrer une commande trois mois avant la date habituelle ne modifie en rien le résultat de l'entreprise (sauf si le prix du charbon varie en dollars mais spécule-t-on sur le charbon ou sur le dollar ?). Ainsi si la commande représente 1 M $ et que le cours passe de 10 FRF à 9,50, la commande sera rentrée à 10.- Francs en position mais couverte (donc réglée) à 9,50, ce qui est le cours auquel elle aurait été réglée si on n'avait pas anticipé son entrée en position.

Le crédo officiel de l'entreprise qui prône le bannissement du risque de change (et auquel seul le contrôle des changes semble faire obstacle) est en fait inapplicable du fait que l'utilisation systématique de la position de change courante n'est pas adaptée au but recherché.

La construction d'une position de change réelle, qui reflète fidèlement l'exposition au risque de change de la société doit reposer sur une réflexion commerciale qui doit répondre essentiellement à cette question : pour quelle durée puis-je (ou dois-je) me fixer mes prix (de revient et de vente) et disposer donc de certitudes sur la contrepartie de mes opérations en devises ? Cette durée définit le court terme à l'intérieur duquel on peut parler de risque de change. Elle est bornée par deux limites : on doit au minimum se considérer comme engagé sur son carnet de commande, et on ne peut faire de prévision raisonnable à trop long terme sur le volume de ses ventes et les prix du marché. Entre ces deux limites la société doit choisir en fonction de ses contraintes propres, de la rapidité d'évolution du prix sur son marché, des relations qu'elle entretientavec ses clients et fournisseurs.

Prenons un exemple : Supposons une société française dont le produit, unique, ait un prix de revient composé de ½ dollar de matière première et 5.- Francs de valeur ajoutée ; le concurrent américain, leader du marché, a un prix de revient de 1 dollar. Si cette société couvre ses achats lorsque le dollar vaut 10.- Francs, l'écart entre son prix de revient et celui du "leader" va augmenter plus vite avec les fluctuations du dollar que si

elle n'avait pas couvert ses achats. (Pour un dollar à 9.- Francs on est 1.- Franc plus cher si on est couvert et seulement 50 centimes plus cher si on n'est pas couvert). Admettons que le "leader" fasse varier les prix du marché très vite : le vrai risque pour notre société est de "décoller" de son marché et en se couvrant elle augmente ce risque !

Il est donc crucial de savoir sur quel terme on veut engager son prix de revient.

Une fois la durée de cet engagement déterminée, les éléments commerciaux qui doivent figurer en position sont :

- à l'export :

  1°/ les exportations commandées (dans la position de leur monnaie d'indexation)

  2°/ un chiffre d'affaires prévisionnel si le terme de fixation des prix excède le carnet de commandes (et éventuellement des couvertures d'offres - cf. annexe 1.3)

- à l'import :

  1°/ les importations nécessaires pour fournir le carnet de commandes et le chiffre d'affaires prévisionnel figurant à l'export, en tenant compte des effets compensateurs et des indexations

  2°/ les dépenses en Francs indexées sur les monnaies étrangères.

Cette position commerciale doit être complétée par les opérations financières : ventes ou achats à terme, avances en devises, devises en portefeuille, remboursements d'emprunts en devises (ou prêts en devises à des filiales) etc...

La position ainsi construite n'a aucune valeur légale (en regard du contrôle des changes) ni comptable, mais elle représente bien le risque réel couru.

Que faire de la position ainsi construite ?

Théoriquement on peut, en l'équilibrant par des couvertures, éliminer le risque de change. Mais cette solution est en pratique souvent interdite par le contrôle des changes et elle n'est pas naturelle au trésorier (la

couverture des positions sur tous les termes et toutes les monnaies est répétitive et fastidieuse) dont elle ne valorise pas le savoir-faire (procédures standards, pas de risque stimulant) et dont le travail n'aura pas d'effet visible sur les comptes (la position comptable étant sans rapport avec la position réelle, les pertes et gains de change du compte d'exploitation ne seront pas nuls).

Nous pensons que cette position doit être utilisée avant tout pour connaître son risque de change et notamment les "spéculations forcées" créées par le contrôle des changes, essayer de les réduire ou, au minimum, de savoir ce qu'elles coûtent (ou rapportent). Mais nous pensons aussi qu'on peut l'utiliser pour mener une spéculation délibérée.

Il faut dédramatiser la spéculation : cela signifie simplement qu'on garde délibérément une position déséquilibrée. Or c'est, par méconnaissance, la situation générale actuelle. De plus le fruit d'une telle spéculation n'est pas forcément un gain ou une perte apparents : par le biais de l'autocouverture notamment (cf. un exemple en annexe 5) on peut échanger aisément de l'argent contre un délai pour ajuster ses prix (ce qui paraît logique en regard de la partie II - 3/).

A la limite, ne pas se couvrir n'est jamais que courir le risque de réajuster ses prix tous les matins : un tel comportement peut être viable sur un marché régulier et captif. (En substituant le cours du pétrole à celui du dollar c'était la situation de la distribution pétrolière en France jusqu'en 1984).

Il n'existe pas de risque de change "en soi" : le risque ne naît, n'existe et ne se court que par la nécessité ou la volonté de fixer une politique de prix.

Nous préciserons, en partie IV et à partir des éléments développés ici (position de change "réelle" notamment), comment l'organisation de l'entreprise doit s'adapter pour permettre une gestion du risque de change tel que nous l'avons défini.

## III - LE RISQUE DE COMPETITIVITE

Nous avons vu que le risque que court l'entreprise lors des changements de parité des monnaies ne se réduit pas à l'effet à court terme. Dans l'exemple de la société A, la baisse du cours du dollar se traduirait à longue échéance par une perte réelle de compétitivité, consécutive au fait que l'impact favorable de la chute du dollar n'est ressenti que sur la part des achats de bauxite effectués à l'étranger.

### III - 1/ Caractéristiques du risque de compétitivité -

Cet effet est important, à la fois par son intensité et par sa durée.

Pour reprendre l'exemple de l'entreprise A, une baisse de 20 % du cours du dollar se traduirait, pour nos concurrents, par une économie de 5 % sur leurs prix de revient alors que l'entreprise A n'en tirerait, dans l'hypothèse d'un paiement de la bauxite en francs, aucun bénéfice.

Mais cet effet de compétitivité est aussi caractérisé par le fait qu'il dure aussi longtemps que le niveau du dollar demeure inchangé, sauf à modifier la politique industrielle et commerciale de la société, c'est-à-dire, dans l'exemple choisi, à fermer provisoirement la mine de bauxite ou, au contraire, à compléter son approvisionnement en France plutôt qu'à l'étranger.

Il se distingue en cela du risque de change qui avait des conséquences ponctuelles et donc plus limitées.

Et pourtant, aucun responsable de l'entreprise n'est désigné pour suivre le risque à long terme. On peut avoir le sentiment que l'on considère souvent avec fatalisme les conséquences des mouvements du taux de change sur les résultats de l'entreprise. Plus précisément, comme les récoltes qui, bonnes, sont considérées comme normales et, mauvaises, sont consécutives à une météorologie défavorable, les résultats de l'entreprise ne s'expliquent par le niveau du dollar que lorsqu'ils sont insuffisants.

Le risque à long terme n'est pas à proprement parler ignoré dans l'entreprise mais son intensité réelle est souvent méconnue faute d'analyse.

III - 2/ Eléments d'une analyse du risque de compétitivité -

Essayons de bâtir un instrument sommaire d'analyse et pour cela, resituons le risque de compétitivité par rapport au risque de change.

Nous avons noté précédemment que la couverture de celui-ci pouvait être assimilée à une assurance du résultat de l'entreprise durant la période considérée en l'absence de modification volontaire de tarifs. Mais au-delà de la période couverte par le risque de change, l'ajustement du prix de revient et des tarifs de vente devient inéluctable, son impact sur les conditions de concurrence et sur les résultats de l'entreprise relève alors du risque de compétitivité. On peut considérer que le risque de change et le risque de compétitivité sont deux parties distinctes d'un même ensemble, le risque devise.

S'agissant du seul risque de compétitivité, on peut distinguer son action à 3 niveaux, qui sont industriel, commercial et financier.

Le premier, qui est relatif à la politique industrielle et d'approvisionnement, correspond au prix de revient des produits, en particulier pour la part exprimée en dollars. Si l'on veut apprécier la situation de l'entreprise vis-à-vis de ses concurrents, on examinera les différences existant sur les deux éléments suivants : les procédés de fabrication - en particulier l'utilisation de matières premières de substitution - et les conditions d'approvisionnement, spécialement lorsqu'il s'agit de contrats à long terme (durée, monnaie de libellé, clause d'indexation ...).

Le niveau suivant est essentiellement commercial. Il prend en compte l'impact des variations monétaires sur les prix de vente (1) pratiqués sur les marchés, que l'entre prise y soit ou non présente. En effet, à l'influence directe du dollar sur la rentabilité d'une société,

(1) Une analyse plus détaillée ferait intervenir l'influence sur les volumes.

par exemple lorsque les prix de vente, établis en dollars, sont stables, s'ajoute un effet indirect indépendant de la présence de l'entreprise sur le marché considéré. C'est en particulier le cas lorsqu'un constructeur français, qui n'importe ni n'exporte en dollars, se trouve en concurrence sur le marché européen avec un producteur qui réalise une part importante de ses ventes aux U.S.A. : une hausse éventuelle du dollar permettrait au concurrent de dégager un surcroît de marge sur ses activités américaines et d'aborder le marché européen en vendant au coût marginal. En tout état de cause, notre compétitivité peut s'avérer affectée par ce qui se passe sur un marché où nous sommes absents, le dumping pratiqué en Europe par certains fabricants japonais en constitue un exemple frappant, quoiqu'indépendant des mouvements des taux de change.

On accordera donc une importance particulière à la comparaison de l'implantation géographique de l'entreprise et de celle de ses principaux concurrents tout comme, s'agissant du risque de nature industrielle, on comparait la structure en devises des prix de revient.

Au troisième niveau enfin, l'influence du cours du dollar sur la compétitivité à moyen terme s'exerce au regard des procédures financières de l'entreprise. Les opérations de couverture ne sont plus déterminantes, contrairement à ce qui nous avons noté concernant le risque de change, car elles ne portent qu'exceptionnellement au-delà de 18 mois. En revanche, le choix des monnaies de facturation, en particulier lorsqu'il s'agit de contrats de longue durée, ainsi que des devises dans lequel est exprimé l'endettement à long terme, a des effets durables qui s'analysent donc en terme de risque de compétitivité.

## III - 3/ Peut-on se prémunir du risque de compétitivité ?

Nous venons d'évoquer successivement l'existence, la définition et les éléments constitutifs du risque de compétitivité. Il s'agit maintenant d'examiner les moyens et les objectifs que l'on peut assigner à une politique de gestion du risque à long terme.

.../...

La liste des moyens dont on dispose est bien sûre identique à celle des éléments qui donnent naissance au risque, il suffit de jouer sur ceux-ci pour modifier le risque à long terme auquel est exposée l'entreprise. Nous ne reviendrons pas sur ces possibilités qui relèvent de la politique industrielle, commerciale ou de financement de l'entreprise.

Utiliser ces instruments suppose d'une part qu'une analyse sérieuse de l'exposition au risque soit réalisée, nous verrons comment dans la dernière partie du rapport et d'autre part qu'un objectif soit défini.

Si l'on décide de couvrir le risque, deux optiques peuvent être retenues.

La première conduit à mettre les résultats comptables de l'entreprise sur longue période à l'abri des fluctuations du dollar.

La deuxième fixe comme objectif le rapprochement de la sensibilité aux mouvements du dollar de notre société avec celle de nos concurrents. Il s'agit alors d'éviter que nos concurrents puissent se trouver dans une situation financière beaucoup plus favorable que la nôtre. Notons seulement que c'est souvent l'existence ou non d'un concurrent parfaitement identifiable qui conduira à choisir l'une ou l'autre approche (les deux approches coïncident si il n'y a qu'un concurrent).

Mais on pourrait aussi décider d'assumer le risque à long terme, soit parce qu'on anticipe que l'évolution des taux nous sera favorable ; par exemple, l'entreprise A se gardera de vendre sa mine de bauxite si elle croit improbable une chute du dollar en dessous du cours d'équilibre pour l'achat de bauxite (cf. 1ère partie) ; soit si le coût d'annulation du risque paraît excessif au regard de celui-ci.

Il n'y a pas de fatalité de la variation de compétitivité quand les devises se réajustent ; on peut analyser, à l'occasion de chaque opération industrielle, commerciale ou financière, l'influence que cette opération a sur le risque de compétitivité couru par l'entreprise.

Si l'on décide de couvrir ce risque, ce sont ces mêmes types d'opération qui sont les seuls moyens d'intervention, lourds de conséquences pour l'entreprise mais efficaces contre le risque considéré.

# IV - S'ORGANISER FACE AUX VARIATIONS DES TAUX DE CHANGE

Nous avons vu que le risque de change, effet à court terme des variations des taux de change, est toujours perçu dans l'entreprise et que son traitement, généralement confié au trésorier, n'épuise pas le sujet du fait d'un outil (la position de change) et d'un instrument de mesure (la comptabilité générale) inadaptés.

Nous avons vu également que le risque de compétitivité, partie à long terme du risque devise, échappait en général à tout contrôle : il n'y a pour le traiter ni outil, ni instrument de mesure, ni responsable.

Le présent chapitre a pour objet d'étudier comment l'organisation de l'entreprise peut être adaptée en vue d'une meilleureappréhension et d'un meilleur traitement de ces risques liés aux fluctuations des cours des monnaies.

## IV - 1/ S'organiser face au risque de change -

Comme nous l'avons vu en partie II, l'analyse du risque de change peut être menée dès lors que le terme a été déterminé jusqu'auquel on peut ou veut figer ses prix de vente et de revient en monnaie nationale. Cette décision sur le terme qui sera, de facto, la limite entre le risque de change et le risque de compétitivité, est une décision stratégique, quoique fortement influencée par les caractéristiques des marchés (délais d'ajustement des prix). Elle n'appartient pas au trésorier, elle doit être prise au plus haut niveau de responsabilité dans l'entreprise (en bref la Direction Générale), en tenant compte des impératifs industriels (durée du cycle de production), commerciaux (délais de soumission des offres, de livraison, de paiement) et financiers et révisée quand l'évolution du marché le rend nécessaire.

A partir de la fixation du terme qui définit le risque de change, le trésorier doit construire sa position. Il reçoit pour cela les éléments indispensables des services commerciaux : ce sont les opérations commerciales fermes ou prévisionnelles à rentrer en position. Lors de l'entrée en position, le trésorier doit valoriser cette dette ou créance en devise à un cours qui doit être le cours à terme de la devise à l'échéance du règlement prévu. Ceci

est, en général, incompatible avec le système de comptabilité analytique existant. Sans entrer plus avant dans les détails, développés en annexe 2, nous pouvons simplement rappeler que ce cours à terme est le seul qui puisse être significativement associé à l'opération : c'est ce cours qui doit servir à valoriser par exemple les performances des commerçants en matière de marge à l'exportation, et c'est sur ce cours que le trésorier doit s'engager (s'il a les moyens de se couvrir) ou calculer ses gains ou pertes de change (s'il ne peut se couvrir).

Il est possible que pour une raison quelconque (de nombreux commerçants raisonnent encore trop souvent avec le cours comptant du jour de leur décision), le cours de valorisation économique ainsi retenu ne soit pas celui qui était utilisé pour prendre la décision : une telle différence, due à une anticipation hasardeuse, doit être assumée par les services commerciaux et l'habitude trop souvent contractée de demander aux services de trésorerie de rattraper les erreurs des services commerciaux ne peut conduire qu'à des effets pervers.

IV - 2/ <u>Si on a la possibilité de se couvrir, doit-on le faire</u> ?

La contrepartie de cette séparation nette des responsabilités est que le service de trésorerie s'engage, s'il a les moyens de se couvrir, à tirer du traitement des devises un produit, en Francs, au moins égal au solde de ses positions pondérées des cours à terme correspondant à chaque opération. Il peut parvenir à ce résultat en couvrant chaque jour la totalité des opérations entrées ce jour là : cette méthode est lourde et nous pensons, quant à nous, que dans des sociétés où le trésorier dispose du temps nécessaire à la gestion fine de son risque de change, la liberté doit lui être laissée d'exploiter les fluctuations à très court terme des monnaies pour tenter d'obtenir un résultat légèrement positif plutôt que le résultat nul que garantit la couverture systématique. On peut mettre à cette liberté des limites a priori (montant et durée maximaux de déséquilibre d'une position) et surtout exercer un contrôle a posteriori (résultat du service trésorerie - devise) mais il nous semble indispensable

que cette liberté existe, ne serait-ce que pour la stimulation du trésorier à qui on ne peut demander de donner aux commerçants avis et prévisions sur l'évolution des cours sans jamais utiliser lui-même ses prévisions.

Une gestion saine du risque de change par le trésorier doit comporter une part d'exploitation des fluctuations à très court terme, que nous distinguerons des spéculations d'envergure, engageant toutes les masses disponibles de devises sur plusieurs semaines. (cf. annexe 5).

Pour être viable cette politique d'optimisation à très court terme des dates de couverture doit être menée au plus haut niveau d'intégration financière de la société (notamment à la holding si nous parlons d'un groupe industriel) : il faut en effet des masses de devises importantes pour obtenir les taux bancaires les plus intéressants, profiter au maximum de l'autocouverture (d'une filiale en position "longue" par une filiale en position "courte") et justifier l'emploi de spécialistes à plein temps.

Pour être menée avec efficacité, une telle politique nécessite que l'on abandonne le raisonnement opération par opération pour évaluer sa position globablement et juger ses résultats sur l'ensemble de l'activité de gestion des devises.

Considérons une position équilibrée pour une devise donnée : si une créance supplémentaire (exportation) rentre en position, le trésorier a une alternative :

1°/ couvrir aujourd'hui

2°/ attendre demain.

La première décision supprime tout risque, la deuxième est typiquement spéculative, c'est un pari sur le fait que le cours à terme auquel je pourrai me couvrir demain sera plus élevé que celui d'aujourd'hui. Dans cette décision, le cours auquel la créance a été valorisée lors de l'entrée en position n'intervient pas.

Ainsi si le déséquilibre de la position ne date pas d'aujourd'hui, je pense toujours me poser la même question : couvrir ou attendre ? mais on constate en pratique que la réaction du trésorier dépend autant du passé de la créance

que des anticipations sur l'avenir. Ainsi si le cours de valorisation d'une créance en dollars était de 9,50 Francs lors de son entrée en position, la plupart des trésoriers ne se couvriront pas si le cours à terme est aujourd'hui à 9,60 (on peut attendre des lendemains encore meilleurs quitte à se couvrir si le cours retombe à 9,55), mais se couvriront si le cours est à 9,48 (on a déjà perdu deux centimes) et cela indépendamment des anticipations sur le cours de demain.

Ce comportement traduit une profonde assymétrie dans la vision des pertes et gains de change : cette assymétrie provient à la fois d'une référence implicite à une "martingale infaillible" et du mode de jugement qui s'exerce sur les trésoriers. Il est bien vu de gagner 5 centimes sur un cours même si la veille on aurait pu gagner 10 centimes, il est impardonnable de perdre deux centimes si on a eu la possibilité de réaliser la parité.

La seule façon de concilier la possibilité de gagner 10 et le risque de perdre 2 (ou 10 d'ailleurs !) est de juger globalement le résultat de la trésorerie-devise.

Avec la position -telle que nous l'avons définie en partie II - comme outil, l'utilisation des cours à terme lors de l'entrée en position comme instrument de mesure, la séparation stricte des tâches entre commerciaux et trésoriers - et pour ces derniers la possibilité d'exploiter les fluctuations quotidiennes des cours - comme doctrine nous pensons avoir réuni les éléments d'une gestion saine du risque de change (du moins pour les entreprises qui ont les moyens légaux de se couvrir comme elles le souhaitent). Pour les entreprises qui n'ont pas la possibilité de couvrir leur risque de change, la différence par rapport au modèle proposé est qu'elles prennent des positions spéculatives, qui sont plus obligatoires que volontaires, importantes et qui peuvent durer éternellement : le résultat affecté au service trésorerie dénonce alors le coût du contrôle des changes et non l'efficacité du service.

## IV - 3/ Donner dans l'entreprise un statut au risque de compétitivité -

Nous avons vu que la décision qui sépare le court terme (risque de change) du moyen ou long terme (risque de

compétitivité) est une décision liée à la définition d'une politique de fixation des prix, stratégique pour l'entreprise et qui relève de sa Direction Générale. Notons que cette décision, en l'état actuel des choses est rarement prise explicitement mais souvent implicitement (par exemple en fixant arbitrairement une durée d'importation à avoir en permanence en commande - et donc en position).

De la même façon la plupart des décisions susceptibles d'agir sur le risque de compétitivité couru par l'entreprise sont des décisions stratégiques, et dont l'influence sur le risque de compétitivité est rarement explicite. L'assymétrie de la situation enregard du risque-devise est telle que la reconnaissance qu'un Directeur Général peut attendre - de ses actionnaires par exemple - pour avoir engagé son entreprise, à l'occasion d'une décision industrielle ou isolément, dans un pari sur sa compétitivité à terme, si ce pari s'est révélé gagnant, ne compense pas la sanction qu'il subira si le pari se révèle perdant. Dans une telle situation la seule tactique de défense consiste à ne jamais annoncer de pari clair sur l'évolution à long terme des cours de change, à ne jamais expliciter les paris implicites que contiennent les décisions stratégiques prises : on en vient ainsi à oublier même que ces engagements implicites existent, et, quand les effets de ces engagements implicites se manifestent, on invoque la fatalité (cf. Partie III). (La doctrine officielle de non-spéculation en matière de risque de change n'est qu'un avatar de cette tactique de défense qui nie l'existence du risque pour ne pas avoir à rendre des comptes).

Ce refus d'expliciter les risques courus à moyen terme en matière de compétitivité et les choix effectués quant à l'évolution des devises pose un vrai problème qu'on ne peut résoudre en invoquant le manque d'audace du dirigeant : il serait déraisonnable de vouloir jouer à un jeu de hasard à espérance de gain négative pour le dirigeant.

Il n'y a que trois façons de sortir de cette impasse :

1°/ affirmer que le choix n'est pas libre entre jouer et ne pas jouer, que le jeu est obligatoire. Le fait de semer est pour l'agriculteur un pari sur l'absence de gel profond ou de sécheresse dévastatrice. L'absence de prévision météorologique fiable ne l'empêche pas de semer. En d'autres termes ce n'est pas parce qu'on ignore si un chiffre sera 8 ou 9 qu'on peut se comporter comme s'il était égal à zéro.

2°/ nier que le jeu soit un jeu de hasard. Il faut pour cela disposer d'un expert faisant autorité en matière de prévision de sorte qu'aucun reproche ne puisse être adressé à qui a suivi ses avis (même s'ils se sont avérés erronés). Ainsi le pilote d'aviation qui passe un coup de fil à une station météorologique avant de prendre l'air se couvre-t-il vis-à-vis des assurances.

3°/ modifier l'espérance de gain en faisant évoluer la mentalité des actionnaires. Pour continuer l'analogie cela revient à reconnaître au dirigeant qui serait son propre expert météorologiste, le droit à l'erreur.

Nous pensons que c'est le premier moyen qui peut, le plus facilement, être utilisé pour donner un statut officiel au risque de compétitivité. Il faut démontrer comment l'engagement commercial sur un marché donné (éventuellement le marché français comme dans le cas de l'entreprise A), comment une décision industrielle d'intégration verticale de production, comment une décision de financement ont rendu l'entreprise sensible aux fluctuations des cours de change (et notamment au niveau du dollar).

IV - 4/ <u>Gérer le risque de compétitivité</u> -

De même que la gestion du risque de change commence par l'établissement d'une position de change réaliste, la gestion du risque de compétitivité commence par la mesure d'une sensibilité du résultat de l'entreprise (son cash-flow par exemple) au niveau de diverses devises (en pratique surtout le dollar). Cette sensibilité n'est, bien entendu, pas égale au déséquilibre de la balance en devise de l'entreprise (exemple de A, cf. partie I).

Il est surprenant qu'une telle mesure n'existe que rarement dans les entreprises (au point qu'on comptait parfois sur nous pour la réaliser). Il ne faut pas se dissumuler les difficultés qu'il y a à effectuer cette mesure pour laquelle deux méthodes sont possibles : la méthode empirique consiste à rechercher la corrélation entre les cash-flow des exercices passés et les cours moyens du dollar (par exemple) durant ces exercices, la méthode hypothético-déductive consistant à collecter auprès de tous les services les prévisions sur les prix, les marges et les volumes pour différentes hypothèses d'évolution du dollar, les services commerciaux ayant alors la redoutable responsabilité d'estimer l'activité de la concurrence dans ces différentes hypothèses.

Une telle analyse doit être menée à chaque fois que l'entreprise prend une décision stratégique (investissement de grande taille, offensive commerciale sur un marché, changement de politique de facturation, ou emprunt important) ou si des évènements extérieurs à l'entreprise bouleversent le paysage dans lequel elle évolue (importantes fluctuations de cours, changement de taux d'intérêts, changement de structure de la concurrence, modification des règles de contrôle des changes).

Deux positions différentes peuvent être soutenues quant à l'utilisation de cette analyse du risque de compétitivité. La première position consiste à dire que ce risque n'est qu'une conséquence naturelle de décisions industrielles ou commerciales, et que, en tant que telle, l'analyse du risque a bien sa place dans un dossier d'investissement par exemple mais ni plus ni moins que d'autres conséquences de cet investissement. La seconde position fait considérer la stratégie de gestion du risque de compétitivité comme un problème autonome, influencé par des décisions prises en vue d'autres objectifs stratégiques et qui les influence, mais qui mérite une attention et un traitement propres.

La deuxième position est d'autant plus défendable que la sensibilité du résultat aux variations des taux de change est plus grande et donc le risque plus vital. Une entreprise qui courrait un tel risque pourrait être amenée à prendre des décisions industrielles, commerciales ou financières entièrement justifiées par la prévention du

risque de compétitivité. Ainsi l'entreprise A de notre exemple pourrait choisir de s'endetter en dollars pour rapprocher sa structure de dépenses de celle de la concurrence. Une entreprise concurrente pourrait au contraire choisir de s'implanter aux U.S.A. pour s'assurer des recettes en dollars ou d'investir dans une unité de production de bauxite en France, toujours dans le but de rapprocher sa sensibilité au dollar, de celle de la concurrence.

Le but qui serait a priori recherché par ces moyens serait d'annuler aussi parfaitement que possible sa sensibilité aux fluctuations de taux de change, ou en d'autres termes de se placer en situation "d'extraterritorialité monétaire". Cela suppose toutefois que toutes les entreprises concurrentes sur un même secteur soient dans une situation identique vis-à-vis des devises ; elles ne se battraient plus alors que sur le domaine sur lequel l'industriel se sent à l'aise : la compétitivité de son outil de production et l'efficacité de son réseau de distribution. Mais les concurrents peuvent avoir des stratégies différentes, deux possibilités sont alors envisageables. Soit on colle approximativement au "marché moyen" pour stabiliser son résultat, soit on colle à un concurrent "leader" jugé le plus dangereux sur notre marché principal.

Il convient alors de se demander si une telle façon de voir n'est pas très typiquement française et si un américain ne préférerait pas saisir les opportunités que lui offre une situation fluctuante, quitte à arrêter tout ou partie de sa production quand la situation devient défavorable (placé dans la situation de A il imposerait de constants "stop and go" à la production intégrée de bauxite, selon le cours du dollar). De même que se couvrir contre le risque de change garantit plus la statibilité d'une politique de prix qu'un compte de pertes et gains de change, se couvrir contre le risque de compétitivité garantit plus la stabilité de sa politique industrielle et commerciale que son cash-flow.

Partant de l'absence de statut officiel de la gestion du risque de compétitivité, nous avons soutenu que la reconnaissance de la nécessité de gérer ce risque passait

simplement par la mise en évidence de l'existence de ce risque et de son omniprésence dans les décisions stratégiques. Deux solutions s'offrent alors au Directeur Général qui veut gérer ce risque : le considérer comme une conséquence parmi d'autres de ses décisions et en tenir compte, ou faire de son élimination un objectif stratégique propre.

# CONCLUSION

L'appréhension du risque-devise (qui regroupe tous les risques courus par l'entreprise du fait des fluctuations des taux de change) est placée sous le double signe de l'illusion et de la fatalité.

Illusion de croire qu'il est primordial de couvrir le risque à court terme et que la position de change constitue l'outil idéal pour cette politique.

Fatalité pour considérer que le risque de compétitivité échappe à tout contrôle.

Nous avons montré sur un exemple (partie I) les problèmes que cette façon de voir le risque-devise pouvait soulever.

Nous avons montré le caractère imparfait de la couverture usuelle du risque de change et plaidé pour plus de souplesse dans la façon de gérer ce risque (partie II).

Nous avons nié la fatalité du risque de compétitivité. Ce n'est pas parce que l'horticulteur ignore le temps de demain qu'il ne doit pas s'occuper de savoir si ses serres résistent à la grêle et, le cas échéant, de les renforcer (partie III).

Nous avons enfin proposé des principes d'organisation qui pourraient constituer l'ébauche d'une gestion plus rigoureuse du risque-devise (partie IV).

L'entreprise dispose alors des moyens de se prémunir contre les deux aspects du risque-devise : on en vient à considérer que la monnaie dans laquelle on facture a autant d'importance que le prix, que les pays dans lesquels on vend comptent autant que le volume d'affaires que l'on réalise et que la devise dans laquelle on emprunte importe autant que l'investissement que l'on finance avec cet emprunt. Ces différents éléments peuvent être alors utilisés pour se couvrir effectivement, mais aussi pour prendre des positions à court ou à long terme dans l'espoir d'un gain.

Le choix entre ces deux attitudes, se couvrir ou prendre des risques, n'est pas que financier, il est avant tout moral. Dans une entreprise française, le profit tiré d'un pari sur l'évolution d'un cours de change n'a jamais la légitimité d'une marge industrielle. Mais, à une période où la vivacité de la concurrence est exacerbée, s'interdire

.../...

des pratiques qu'utilisent les concurrents n'est pas le meilleur moyen d'assurer la pérennité de l'entreprise. Peut-être les entreprises françaises devraient-elles considérer, elles aussi, que tout profit est bon à prendre ?

Ainsi, à la limite, on pourrait imaginer une entreprise dans laquelle les opérations commerciales ne seraient plus qu'une mise de départ pour spéculer sur les devises, où l'on manipulerait à terme un montant de devises beaucoup plus élevé que le chiffre d'affaires "réel".

-:-:-:-:-:-

# ANNEXE 1-1 - LA COUVERTURE - MECANISME

Contre le risque de change qui, nous l'avons vu, focalise l'attention quand on parle de fluctuations monétaires, les financiers ont créé des moyens de protection.

## 1°/ L'autocouverture

L'autocouverture est le moyen le plus simple de se protéger du risque de change : elle consiste tout simplement à payer ses importations avec le fruit de ses exportations dans la même devise. Malgré son élégance et sa simplicité ce moyen présente un grave défaut : rares sont les entreprises qui reçoivent devise par devise autant qu'elles payent et plus rares encore sont celles qui peuvent assurer le maintien de cet équilibre au cours du temps. L'autocouverture ne résout en général qu'une partie du problème de risque de change de l'entreprise : le solde de la position commerciale (ou "solde après autocouverture") doit être couvert par d'autres moyens.

L'autocouverture présente quelques particularités : elle n'est pas toujours possible légalement, car le contrôle des changes qui impose la cession des devises reçues par l'entreprise dans un délai de huit jours ne permet pas d'attendre la prochaine importation pour lui affecter le fruit d'une exportation, mais dans la mesure où elle est possible (importation arrivant en règlement avant l'exportation) elle permet de couvrir au moins une partie des imports quand les achats à terme sont interdits. Elle n'est pas toujours intéressante pour l'entreprise : nous montrons en annexe 1-2 comment on peut préférer un montage d'opérations à terme sur les devises à une autocouverture.

L'autocouverture présente enfin cette singularité, au plan comptable, que les sommes en devises autocouvertes peuvent être valorisées dans les comptes à n'importe quel cours (sous réserve du respect de "l'objectivité" du cours choisi). A condition de prendre pour l'importation et l'exportation qui s'équilibrent le même cours, ce cours pourra être un cours comptant ou à terme, du jour de la commande, du jour de la facturation, voire du jour du règlement ! Ce flou qui entoure la valorisation des sommes

autocouvertes donne parfois l'impression qu'on peut mettre un peu n'importe quoi dans le cadre de l'autocouverture : quand on ne sait pas trop si une somme donnée doit rentrer en position on a l'impression qu'on s'engage moins en l'autocouvrant qu'en prenant une couverture ferme auprès de son banquier. Ce point de vue doit être combattu avec vigueur et la règle stricte de valorisation des dettes et créances au cours à terme du jour de la commande (cf. annexe 2) doit être appliquée là comme ailleurs.

2°/ Les cas simples d'opération ferme

Prenons pour exemple le cas simple d'une société qui conclut une affaire unique d'exportation aux U.S.A. (le reste de son chiffre d'affaires est réalisé en France). Le commerçant qui négocie la commande veut en retirer 100 000.- FRF environ dans un an, le cours au jour de la commande est 10 FRF par USD et l'affaire se conclut pour 10 000 USD. Deux possibilités s'offrent à lui la vente à terme (VT) et l'avance devises export (ADE) que peut lui proposer son banquier dès le jour de la commande.

<u>La vente à terme</u> (VT) consiste à vendre aujourd'hui 10 000 USD à son banquier payables et livrables dans 12 mois, pour un cours déterminé aujourd'hui. Les taux d'intérêts respectifs sur l'USD et le FRF étant 6 % et 10 %, le cours à terme sera sensiblement égal à 10,38 FRF par USD (les ≃ 4 % par an d'augmentation du cours représentent le report - déport si c'était une diminution ) car le banquier va emprunter sur le marché de l'euro-dollar 9 434 USD qu'il a vendus le jour même contre 94 340 FRF qui vont lui rapporter 9 434 FRF en un an. Au bout d'un an les 10 000 USD du client lui permettent de rembourser son emprunt en USD avec les intérêts (1,06 x 9 434 = 10 000) et il peut donner à son client - si nous négligeons sa commission - 103 774 FRF (9 634 x 1,10 = 103 774) en échange. Dans cette solution la société recevra donc à coup sûr 103 774 FRF dans un an pour cette commande.

<u>L'avance en devise export</u> (ADE) consiste à demander à son banquier d'emprunter pour vous pour 12 mois, sur le marché de l'euro-dollar, les 9 434 USD qui, majorés des intérêts seront remboursés par le paiement de notre client. Les 9 434 USD peuvent être vendus immédiatement contre 94 340 FRF. Avec cette solution la société reçoit à coup sûr 94 340 FRF aujourd'hui pour cette commande. Le choix par rapport à la solution précédente dépend du besoin de trésorerie qu'a la société (et donc du taux d'actualisation qu'elle utilise pour comparer) : notons que, comme nous le

démontrons (en annexe 1-2) et malgré les différences des taux à l'emprunt et au prêt et les commissions cambiaires, une avance en devises export est actuellement plus intéressante qu'un crédit bancaire court terme ordinaire en FRF pour financer un besoin de trésorerie du fait de la différence de taux d'intérêt sur le franc selon qu'on emprunte en France (franc domestique) ou à l'extérieur (euro-franc).

Si la société a un problème d'importation et non d'exportation, elle peut procéder à un achat à terme (achat aujourd'hui payable et livrable dans 12 mois de 10 000 USD à un cours de 10,38 FRF par USD aux commissions près) qui est l'opération opposée de la vente à terme. Il n'existe pas d'opération opposée à l'ADE car l'avance devise Import (ADI) n'est qu'un moyen de reculer le paiement d'une dette en devises et non de se fixer le cours de règlement dès la naissance de la dette.

Tels sont donc les principaux moyens de couverture qu'on peut utiliser pour couvrir son risque de change et qui sont accessibles, par les établissements financiers pour toutes les devises courantes et les termes les plus usuels (1, 2, 3, 6, 12, 18, 24, 36 mois).

3°/ Les options

A côté de ces opérations fermes, se développe et devient accessible un marché d'"options" où l'on achète contre un pourcentage donné d'une somme en devises la garantie d'un cours d'achat ou de vente à terme pour ces devises. Ce type de produit peut servir à couvrir une offre à laquelle le client ne répondra pas avant plusieurs mois : si l'offre soumise, pour être profitable doit être réalisée avec un cours de 9 FRF par USD et que le cours actuel est à 10 FRF par USD on peut acheter à un spécialiste, pour un pourcentage donné (qui dépend des anticipations du spécialiste sur le cours) de la somme en jeu, la garantie d'un cours d'achat de 9,30 FRF par USD par exemple, au terme prévu pour le paiement de l'affaire en suspens. Le pourcentage est d'autant plus élevé que le cours garanti est plus élevé par rapport aux anticipations du spécialiste. Si l'affaire ne se fait pas ou que le cours du marché augmente beaucoup, l'abandon du pourcentage déjà payé dispense de réaliser effectivement la vente.

Le marché d'options n'est pas encore très développé (notamment quand on veut couvrir des montants importants) et peu nombreuses

sont les sociétés qui y recourent. A terme ce devrait être un instrument très utilisé pour la couverture des offres même si l'inconvénient, lorsque l'affaire ne se fait pas, de payer des frais proportionnels à un chiffre d'affaires non réalisé est psychologiquement important.

4°/ Les limites légales - Le contrôle des changes.

La permanence en France du contrôle des changes et les possibilités de spéculation contre le Franc qu'offrent ces moyens de couverture ont conduit l'Administration du Trésor à en limiter les conditions d'emploi.

Dans l'optique du contrôle des changes, une vente à terme prend l'aspect d'un pari sur la hausse du franc lorsqu'un achat à terme prend l'aspect d'une spéculation contre le franc. C'est ainsi qu'on est parvenu à une situation où pour la plupart des entreprises industrielles la couverture est autorisée à l'export entre la facturation (naissance légale de la créance) et le paiment, voire même couverture obligatoire à partir de l'expédition et n'est pas autorisée à l'import (plus précisément le règlement ne peut précéder le passage en douane).

Mais à côté de mesures générales de libéralisation du contrôle des changes dans le cadre de l'incitation à l'utilisation de l'ECU (il est question de libéraliser la couverture des importations en ECU), certains groupes industriels fortement implantés à l'étranger disposent d'un agrément spécial de gestion en position accordé par le Trésor, qui leur laisse toute liberté de prendre les couvertures qu'ils souhaitent, sous réserve de pouvoir prouver à intervalles réguliers que la somme, toutes devises confondues, de leurs engagements commerciaux et de leurs couvertures est équilibrée. Cette condition d'équilibre est une garantie, assez théorique, de non-spéculation contre le franc.

5°/ Le coût de la couverture

La notion de "coût de la couverture" est de celle qu'on voit ressurgir périodiquement dans le dialogue avec les cadres commerciaux notamment. Elle semble inéluctablement liée à la couverture comme si la sécurité acquise par la couverture devait nécessairement être payée quelque part. Or quand on essaie de préciser un peu ce qui est mis sous ce terme de "coût" on voit immanquablement surgir

les déports sur les ventes à terme, les reports sur les achats à terme ou la différence entre le cours de règlement d'une ADE et le cours du jour de sa conclusion.

L'idée qu'une vente à terme coûte le déport entre la monnaie vendue et le franc est entretenue par la référence fictive à une situation où le cours de la monnaie vendue resterait stable ; cette situation de référence fictive prend une certaine force du fait que c'est celle qui a seule valeur comptable dans beaucoup d'entreprises : l'écart entre le cours du jour de la facturation et le cours de règlement quel qu'il soit (même s'il résulte d'une couverture) figure dans les comptes de pertes ou de gain de change (une annexe (2) est plus spécialement consacrée aux questions de comptabilisation). Il est bien évident que sans même recourir à l'argument macro-économique qui énonce que si report il y a, la différence des taux d'intérêt traduit la différence d'attrait des deux monnaies et donc l'évolution probable de leur valeur à long terme, le cas des ventes à terme de monnaie en report fournit un exemple où non seulement la sécurité ne coûterait rien mais même où elle "rapporterait" à coup sûr.

Le cas de l'ADE serait encore plus net car limiter la valorisation de l'ADE à son montant en francs sans tenir compte du financement qu'elle procure relève de l'aberration (c'est pourtant là aussi ce que font les règles comptables).

Nous devons donc conclure sur cette question que les reports et déports ne sont pas le "coût de la couverture" mais la conséquence directe du choix des monnaies de facturation et des délais de paiement.

Nous avons aussi observé au passage, comme nous le détaillons en annexe 2 que les comptes de pertes ou profits de change sont, dans la plupart des entreprises, dépourvus de toute signification.

Ayant évacué la question des déports et reports, il reste la question des commissions bancaires. La commission cambiaire, d'ailleurs faible pour des sommes importantes ne doit pas entrer en ligne de compte puisqu'elle devrait être payée de la même façon pour une opération au comptant. Quant à la différence entre les taux au prêt et à l'emprunt, outre qu'elle est faible par rapport au risque couru (0,50 à 1 %) et qu'elle reste suffisamment faible pour rendre les ADE compétitives par rapport aux emprunts en FRF (cf. annexe 1-2), elle ne peut être évitée que si l'entreprise peut elle-même équilibrer ses achats et ses ventes de devise (auto-couverture).

.../...

On peut donc conclure que la couverture ne coûte rien en première approximation et qu'elle coûte fort peu si on la compare à une autocouverture.

## ANNEXE 1-2 - LE FINANCEMENT PAR AVANCE EN DEVISES EXPORT

Supposons une société qui possède une créance et une dette de 1 USD à 1 an et qui a par ailleurs besoin de trésorerie. Nous allons comparer deux solutions qui s'offrent à elle.

1°/ une ADE de 1 USD sur un an + un achat à terme de 1 USD à 1 an.

2°/ une autocouverture et l'emprunt en FRF d'une somme équivalente à l'A.D.E.

| | | | |
|---|---|---|---|
| 1°/ à la date t je fais une ADE et je vends aussitôt 1 USD diminué des intérêts | je reçois $t_{vente} \frac{1}{1 + i\$e}$ | 2°/ à la date t j'emprunte sur le marché domestique (somme équivalente à celle de 1°/ pour la comparaison) | je reçois $t_{vente} \frac{1}{1 + i\$e}$ |
| à la date t + 365 le dollar reçu rembourse mon ADE et je dénoue l'achat à terme de 1 USD | je paie $t_{achat} (1 - i\$p + i_{e}Fe)$ | à la date T + 365 je rembourse mon emprunt | je paie $t_{vente} \frac{(1 + iFde)}{(1 + i\$e)}$ |

ou $t_{achat}$ et $t_{vente}$ sont les taux USD/FRF à la date t $\frac{t_{achat} - t_{vente}}{t_{achat}} = b$

$i\$e$ et $i\$p$ sont les taux d'intérêt du USD à l'emprunt et au prêt

$i_{e}Fe$ et $iFde$ sont les taux d'intérêt à l'emprunt de l'euro-franc et du franc domestique.

Au bout d'un an la différence en faveur de la solution 1°/ est donc :

$$t_{achat} \left( (1 - b) \left( \frac{1 + iFde}{1 + i\$e} \right) - (1 - i\$p + iFme) \right)$$

soit encore :

$$t_{achat} \left( \underbrace{iFde - IeFe}_{\substack{\geq 2\% \text{ actuellement} \\ \text{cette différence} \\ \text{due au contrôle des} \\ \text{changes.}}} + \underbrace{i\$p - i\$e}_{\substack{\text{rémunération de} \\ \text{la banque pour} \\ \text{son activité sur} \\ \text{les euro-devises} \\ \leq 1\ \%}} - \underbrace{b}_{\substack{\text{rémunération} \\ \text{de l'activité} \\ \text{cambiaire} \\ \leq 1\ \%}} + \underbrace{i\$e\ (iFde - i\$e) + \varepsilon}_{\substack{\text{négligeable} \\ \leq 0,5\ \%}} \right)$$

La différence, positive, est en faveur de l'ADE.

## ANNEXE 1-3 - LA COUVERTURE - LE PROBLEME DE LA COUVERTURE DES OFFRES

### 1°/ Comment couvrir une offre ?

Nous avons évoqué dans la partie 1-1 de cette annexe consacrée aux mécanismes de couverture qu'il existait un système de couverture appelé option qui pour un coût connu à l'avance permet de garantir un cours pour la vente hypothétique de devises. Ce système est particulièrement adapté à la couverture prévisionnelle d'une offre entre le moment où elle est soumise à un client et le moment où celui-ci répond : durant cette période il est très généralement impossible d'intervenir pour modifier son prix et l'affaire n'étant qu'hypothétique, une couverture ferme semble hasardeuse. Mais le marché des options n'est pas encore très développé, l'accès à ce marché est encore exceptionnel pour les entreprises françaises et le coût des couvertures ainsi proposé (parfois jusqu'à 5 % du montant pour un terme d'un an) est souvent considéré comme prohibitif, il convient donc de recenser de quels autres moyens un exportateur peut disposer pour couvrir les offres qu'il soumet.

La COFACE met à la disposition des exportateurs une garantie de change durant la période de négociation du contrat (maximum 9 mois entre la soumission et la conclusion) pour un coût bien inférieur à celui des options en général. Mais la procédure de mise en place de cette garantie est considérée comme trop lourde par les industriels, et tous les types de soummission d'offre ne sont pas susceptibles d'être garantis (seules les devises USD, JPY, DEM et FRS peuvent être garanties par exemple), de sorte que cette garantie ne règle pas, loin s'en faut tous les problèmes des soumissions d'offre .

Le cas le plus difficile est celui de la soummission d'offre particulière que constitue l'émission d'un catalogue de prix en monnaie étrangère. Si la clientèle est atomisée, la solution statistique de couverture ferme d'un chiffre d'affaires prévisionnel peut aisément donner satisfaction : elle peut cependant entrer en contradiction avec les règles du contrôle des changes dans le cadre d'un agrément spécial de gestion en position où c'est le portefeuille de commandes qui doit figurer dans la position et non un chiffre prévisionnel injustifiable a priori.

.../...

Le principe de couverture ferme d'un chiffre d'affaires prévisionnel est d'autant moins accepté que le marché concerné est plus étroit, que les clients potentiels sont moins nombreux : nous démontrons en annexe 3 que, même pour une offre isolée, le principe d'une couverture ferme à hauteur de l'espérance de réalisation de l'offre correspond bien à une diminution du risque de change. Cependant, le fait de couvrir 70 % d'une affaire (si l'on estime à 70 % la probabilité de conclusion du contrat) alors que l'on sait que les seules possibilités sont sa réalisation (100 %) ou son échec (0 %) se heurte à des résistances psychologiques importantes. Le cas où l'affaire ne se réalise pas et où le dénouement de la couverture prise se solde par une perte nette est particulièrement insoutenable car il n'y a aucun chiffre d'affaires réel, aucun "diviseur" pour pondérer l'importance de cette perte.

Entre une couverture ferme satisfaisante mathématiquement mais pas pratiquement et une garantie COFACE performante mais lourde à mettre en oeuvre, le marché des options a probablement de beaux jours devant lui : il faut pour cela qu'il offre plus de possibilités quant aux montants, aux devises et aux termes pouvant faire l'objet d'options (en pratique il est actuellement difficile de prendre une option sur plus de 5 M. USD). Compte tenu du coût important des options, il convient sans doute de ne les utiliser que pour couvrir la période de forte incertitude et de les relayer dès la conclusion du contrat par des couvertures fermes.

2°/ Annulation d'opération.

Nous avons vu que la couverture ferme d'opérations encore incertaines était parfois une bonne solution même si elle peut être génératrice d'une perte (ou d'un gain) si l'opération ne se fait pas. De même, il peut arriver qu'une commande considérée comme ferme soit finalement annulée (ou reportée sine die ce qui du point de vue de la couverture revient au même) laissant là aussi une couverture sans contrepartie commerciale.

Le traitement de ces couvertures qui perdent leur contrepartie est assez varié selon les sociétés : parfois on laisse la couverture arriver à terme pour la dénouer au comptant, parfois on reporte cette couverture sur une opération commerciale ultérieure dès la connaissance de l'annulation de l'opération commerciale

initialement prévue, parfois on ne dénoue pas l'opération financière à terme et on préfère prolonger sine die, par relais successifs, la couverture.

Nous préconisons, pour notre part, dès que l'annulation de l'opération commerciale est certaine, l'entrée en position de change d'une opération commerciale fictive qui compense l'opération annulée et doit provoquer, au service de trésorerie, la mise en place d'une couverture qui annule la couverture devenue inutile.

L'opération commerciale fictive est nécessaire pour que le risque de perte ou de gain sur le dénouement de la couverture soit supporté par les services commerciaux : ce gain ou cette perte sont en effet les conséquences d'un incident commercial et non financier (cf. annexe 2). Le principe de dénouer la couverture à terme dès la connaissance de l'annulation de commande est plus performant que les pratiques citées plus haut.

Il est évident qu'on minimise le risque en dénouant à terme dès la connaissance de l'incident plutôt qu'en attendant pour dénouer au comptant (le risque d'écart entre les cours est en première analyse croissant avec l'intervalle de temps). La solution qui consiste à reporter la couverture devenue inutile est conceptuellement identique au dénouement à terme mais, pour des raisons psychologiques, très différente en pratique : supposons que l'opération annulée soit une exportation vers les USA et que le cours USD/FRF ait monté entre la prise de couverture et l'annulation. La perte existe même si elle n'est que latente. Le fait de récupérer la couverture sans objet pour une future exportation en dollars revient à se placer pour calculer la rentabilité de cette exportation future dans des conditions défavorables (avec un dollar bas), au point qu'on peut même renoncer à cette exportation. Il n'y a pourtant aucune raison d'affecter à cette nouvelle affaire une perte latente avec laquelle elle n'a aucun rapport.

Le report "sine die" d'une couverture est à prohiber ; il naît d'un raisonnement pervers. Prenons un exemple.

Un cadre commercial voit une exportation ferme en dollar, couverte avec un dollar à 8,50 FRF, annulée quand le dollar est à 9 FRF. La perte latente est donc importante : il consulte son trésorier. Celui-ci propose alors le relais indéfini de la vente à terme conclue sur le double argument que "le cours du dollar

repassera nécessairement un jour à 8,50 FRF" (sic) et qu'en attendant cela ne coûte rien et même rapporte un peu puisque le dollar est en report par rapport au franc. On peut voir en annexe 2 que ce report sine die, bien mené, permet de ne jamais faire apparaître dans les comptes la perte latente existante : cette perte n'en existe pas moins et retarder le moment de sa constatation ne la fera pas disparaître miraculeusement.

Il convient, pour éviter de tels comportements, de codifier strictement en matière de change, les rapports entre commerciaux et financiers : on verra en annexe 2 comment la valorisation économique systématique des opérations commerciales au cours de change à terme doit être la base des échanges entre ces deux services.

## ANNEXE 2 - CHANGE ET COMPTABILISATION

1°/ Les comptes de gains et pertes de change ne signifient rien.

Un survol même rapide des comptes de pertes et gains de change dans différentes sociétés enseigne rapidement qu'on ne peut affecter à ces comptes la moindre signification.

Quand le système informatique de traitement impose le cours comptant du jour de la facturation pour l'entrée en comptabilité des créances-clients, cela n'a aucune signification : ce cours n'est ni celui du jour de la décision (de soumission d'offre ou de l'acceptation de commande), ni celui auquel on s'est couvert, ni celui auquel en fin d'année on revalorisera éventuellement la créance, ni celui qui est rentré dans la position (si l'on gère des positions où les sommes sont valorisées individuellement), bref il n'a rien à voir avec notre problème.

Si on adopte le cours comptant du jour de la commande, on entre dans un domaine où les gains et pertes de change seront à peine plus significatifs car outre que ce cours n'est pas toujours celui du jour de la décision (offre) il présente avec le cours de couverture des différences notables (report ou déport) si l'on achète ou vend à terme. Ainsi une société qui ne ferait que des Avances Devises Export et des achats à terme verrait ses imports affectés de gains (monnaie en déport) mais surtout de pertes (DEM en report par exemple) importants, alors que les exports ne généreraient que peu de produits : ce qui ne signifierait pas pour autant qu'on est mieux couvert à l'export qu'à l'import.

Un excellent document de Association des Trésoriers d'entreprise prône l'utilisation pour la comptabilisation du cours à terme du jour de la commande : cette doctrine se rapproche incontestablement de l'anticipation raisonnable lors de la décision (notamment pour de grosses commandes, pour lesquelles, dans l'ultime phase avant la signature, un cours optimum est négocié au téléphone entre le vendeur et le trésorier; le cours retenu est donc à la fois celui de la prise de décision - et donc de l'entrée en position ; le cours à terme du jour de la commande, et celui de la couverture) mais il n'est pas forcément un cours significatif ni pour la couverture (sur la lire, dont le déport est trop

important, les trésoriers préfèrent ne pas se couvrir à l'export), ni pour la prise de décision (pour de petites commandes on utilise chez certains le cours du jour, pour des commandes du même ordre on utilise chez d'autres le cours du jour diminué de 5 % (en USD) pour se prémunir contre une éventuelle baisse du USD durant le délai offre-commande).

Le cours à terme semble bien la meilleure façon de comptabiliser les opérations en devises, encore faudrait-il, probablement, prendre le cours à terme du jour théorique d'entrée en position de l'opération, et surtout que les vendeurs raisonnent et fassent leurs prix en utilisant ce cours (il semble que l'habitude se prenne à l'exportation facilement avec les monnaies en report, difficilement avec les autres). A cette condition les comptes de gains et pertes de change pourraient avoir une signification.

2°/ Eléments devant figurer en pertes et gains de change.

Dans l'hypothèse où le cours à terme du jour de la décision serait retenu, plusieurs éléments devraient rester dans les pertes et gains de change.

a/ les résidus :

- écart entre le jour d'enregistrement et le jour effectif de la couverture (pour les petites commandes jusqu'à 15 jours)
- écart d'arrondi (on se couvre en général pour des sommes rondes)
- écart de terme (on se couvre pour des termes ronds : 1, 2, 3, 6, 9, 12, 18 mois).

b/ les incidents commerciaux :

- annulation d'une commande après sa couverture
- report d'échéance
- offre couverte n'ayant pas abouti, ou à un prix différent de la prévision.

c/ les phénomènes comptables :

- au 31 décembre, les créances libellées en monnaies étrangères doivent être revalorisées au cours des couvertures tombant les premières à échéance.
- le cours de revalorisation au 31/12 n'est donc pas obligatoirement le cours associé économiquement à l'opération.

d/ les prises de position du trésorier :

- par le fait qu'il a, monnaie par monnaie, des positions non-équilibrées, la gestion de la position de change procure au trésorier des pertes et gains de change.

Les élements a/ sont inévitables et de peu de portée. Les éléments b/ sont psychologiquement (sauf pour le report d'échéance, peu douloureux) difficiles à admettre ou à justifier légalement : il est pourtant normal qu'ils existent, mais ils posent des problèmes d'imputation. Les éléments sont néanmoins le résultat d'un risque commercial et non d'un risque de change à proprement parler : ils doivent apparaître dans les résultats des services commerciaux. Il faut pour cela imposer au service commercial concerné, lors de l'annulation d'une commande, par exemple, l'entrée en position d'une opération fictive, qui annule la commande concernée (même terme, montant opposé) et qui sera valorisée au nouveau cours à terme par les trésoriers. De la sorte tous les éléments b/ devraient disparaître des pertes et gains de change. L'élément c/ n'est pas d'une grande portée, hormis qu'il permet en reportant l'échéance des couvertures les moins avantageuses de modifier légèrement le résultat d'une année (non-reproductible). L'élément d/ est le plus important : le trésorier ne doit pas essayer de gagner sur les changes mais de donner les meilleurs cours à ses vendeurs (par exemple sur la lire dont le cours à terme ne justifie pas que l'on se couvre, le trésorier doit permettre à ses vendeurs d'utiliser un cours plus favorable et ne pas vouloir retrouver en gain de change la différence). Globalement le solde de d/ doit être faiblement positif : s'il est trop positif, on peut considérer que les cours à terme communiqués par le trésorier sont trop défavorables pour les commerciaux.

Notons que si on choisit une ADE de préférence à la vente à terme, la différence de cours qui en résulte (report ou déport) ne doit pas figurer en perte ou gain de change mais être reportée, avec les intérêts payés sur l'ADE, en frais financiers. Cela n'est pas fait en pratique et permet d'embellir à peu de frais son C.E. en substituant à des frais financiers excessifs, des pertes de change réputées "accidentelles".

En ce qui concerne l'autocouverture, le cours à terme fournit une bonne référence pour imputer à chaque service ce qui lui revient

(ou à chaque société si on pratique l'autocouverture du groupe). Cette référence n'a cependant pas de portée légale (revalorisation de fin d'année par exemple). De plus, l'autocouverture nécessite une grande rigueur : du fait qu'elle n'est qu'un jeu d'écriture interne sans transfert visible avec l'extérieur, l'autocouverture semble la panacée pour tous les cas douteux où l'on hésiterait à s'engager par une couverture réelle, manifeste. C'est ainsi qu'on ne couvre pas une commande prévisionnelle mais qu'on n'hésitera pas à la faire entrer en position pour peu qu'on ait une position courte ; si l'on jongle trop on fait perdre tout sens à la notion de position.

3°/ La pratique.

Les vendeurs n'ont pas encore pris le pli de raisonner avec un cours à terme : outre un relatif manque de formation, il faut pour expliquer ce fait recourir à l'analyse du mode de décision du vendeur : dans un marché très concurrentiel le vendeur part du prix du marché (celui auquel il pense pouvoir "passer" l'affaire) et, divisant par son prix de revient, obtient le cours de la monnaie qui lui permettrait de passer ; c'est alors la comparaison au cours du jour qui fournit la réponse : si la situation est tangente on peut alors recourir au report (si par bonheur c'est la situation de la monnaie de facturation par rapport au franc), dans le cas contraire on négligerait par contre le déport.

A la limite on peut même pour les monnaies en report, constater un effet pervers qui est la tendance du vendeur à allonger les délais de paiement pour améliorer le cours !

De l'autre côté, le trésorier profite aussi de la situation : si sa situation en DEM est courte et que le report important sur cette monnaie le décourage d'acheter à terme, il lui suffit de demander aux vendeurs de vendre en DM , et moyennant un calcul au cours du jour de l'offre, on a "fait payer le report par le client" (sic) !

4°/ Revalorisation des dettes et créances en devises en fin d'année.

Nous n'aborderons ici que la question des crédits clients et fournisseurs et non celle des emprunts ou prêts à long terme.

.../...

La méthode de calcul d'actualisation de ces dettes et créances en devises est la suivante :

| | Montant devises | contrepartie franc |
|---|---|---|
| Clients ou devises en portefeuille<br>Fournisseurs | | cours à terme |
| ADE | | cours de règlement |
| Ventes à terme (jusqu'à annuler le solde en devises) | | cours à terme |
| Solde | 0 | gain ou perte de change à faire figurer au C.E. |

On cumule, par devise, les opérations commerciales, les devises en portefeuille puis les ADE (il s'agit là de sommes ou d'opérations inscrites en comptabilité et donc notamment les opérations commerciales ne figurent qu'après facturation), puis les opérations de ventes à terme (si la somme ainsi obtenue est "longue" en devises, les achats à terme dans le cas contraire), dans l'ordre de leur date d'échéance, jusqu'à annuler le montant en devises. Le solde des contreparties en franc donne alors l'écart de revalorisation.

Du fait que ne figurent dans ce tableau que les opérations déjà facturées alors que l'on a souvent couvert presque toutes les opérations commandées, le montant des ventes à terme (resp. des achats à terme) permet presque toujours de combler la position longue (resp. courte) obtenue. De sorte que si une vente à terme s'est faite à un cours très bas qui risquerait de faire apparaître une perte de change importante, il suffit de reporter l'échéance de cette vente à une date assez lointaine pour que cette perte latente n'apparaisse pas au compte d'exploitation.

Notons que si les ventes ou achats à terme ne suffisent pas à couvrir le solde des opérations commerciales (cas d'une société qui ne pourrait pas se couvrir, par exemple) la règle comptable est la valorisation au cours du 31 décembre .

La possibilité de ne pas faire apparaître la perte latente liée à une couverture sans objet à un cours défavorable peut générer des comportements pervers : un trésorier a ainsi conseillé à un directeur commercial qui avait vendu à terme des dollars à 8,50 FRF alors que la commande avait été annulée et que le dollar était à plus de 9 FRF de reporter indéfiniment cette vente à terme car "le dollar retombera nécessairement un jour à 8,50 FRF" et que, entre-temps le dollar étant en report par rapport au franc, le report d'échéance ne coûte rien et rapporte même. Ceci suscite deux remarques : peut-on jouer avec ses engagements sous prétexte qu'ils n'apparaissent pas au bilan et que se passerait-il si le dollar devenait en déport par rapport au franc ?

5°/ Consolidation.

Nous n'avons évoqué à aucun moment le problème que pose aux groupes internationaux la consolidation des comptes exprimés dans différentes devises et qui intervient donc sur le résultat consolidé. Cette question complexe fait intervenir des notions techniques de comptabilisation et de droit fiscal (imposition au bénéfice consolidé par exemple), elle est en outre abondamment traitée dans des ouvrages financiers (américains notamment), c'est pourquoi nous n'avons pas cru bon de traiter ici ce problème particulier.

# ANNEXE 3 - MATHEMATISATION DU RISQUE DE CHANGE

## 1°/ Le risque de change s'exprime comme un écart-type.

Soit une exportation conclue pour un montant P de USD. Soit $t_0$ le taux de change USD/FRF utilisé pour prendre la décision, $t_1$ le cours auquel seront réellement valorisés les dollars.

Le gain est $(t_1 - t_0)\ P$

Ce gain peut être positif ou négatif. Il y a spéculation si l'on cherche à rendre cet écart positif, couverture si l'on veut rendre l'écart aussi faible que possible. Il est possible de rendre l'écart nul si on a pris pour $t_0$ le cours USD/FRF au terme du paiement et qu'on a couvert immédiatement en vendant P USD à terme.

Si on ne couvre pas : soit $t_0$ le cours anticipé, $t_1$ le cours réel du règlement (par exemple cours comptant au jour du paiement). Soit p (x) la probabilité pour que $t_1 - t_0 = x\ t_0$. Pour des termes limités à un an par exemple, pour des pays sans hyper-inflation on peut poser $p(x) = 0$ pour $(x) > 0,5$ et $p(x) = p(-x)$ ce qui revient à dire que le cours peut aussi bien monter que descendre dans la limite de 50 % en plus ou en moins.

L'espérance de gain $E = \int_{-0,5}^{+0,5} P\ t_0\ p(x)\ x\ dx = 0$ est nulle. Le contraire supposerait $p(x) \neq p(-x)$ donc que la hausse est plus ou moins probable que la baisse, on a intérêt à jouer (cela rapporte en moyenne).

L'écart type $\sigma = \sqrt{\int_{-0,5}^{+0,5} P^2\ t_0^2\ p(x)\ x^2\ dx}$ donne une estimation de la valeur absolue du gain qui peut résulter de l'opération, c'est une mesure du risque pris en ne se couvrant pas.

Si par exemple on estime que le taux a plus de chances de monter que de descendre, il faut comparer l'espérance (gain en moyenne) avec l'écart-type (perte qui peut résulter d'une opération) avant de savoir si le jeu en vaut la chandelle.

.../...

2°/ <u>Comment couvrir une opération qui n'est pas certaine.</u>

Soit $P_0$ le montant maximum (en USD par exemple) de l'affaire si elle se réalise (par exemple prix de soumission sur lequel on pense qu'il va falloir faire un rabais).

Soit $y = \frac{P}{P_0}$ le rapport du prix conclu au prix $P_0$ ($y = 0$ si l'affaire échoue)

Soit $p(y)$ la probabilité de conclusion au prix $P$ ($p(0)$ = probabilité d'échec).

Il n'est pas aberrant de pouvoir estimer $p(y)$ alors qu'on ne sait pas encore si l'affaire sera conclue. Soit $P_1 = \int_0^1 P_0 y\, p(y)\, dy$

Soit $P_2$ le montant pour lequel on s'est couvert.

Le gain réalisé est $(t_1 - t_0)\ P_0\ (y - y_2)$

L'espérance de gain est $\int_{x=-0,5}^{+0,5} \int_{y=0}^{1} x\, p(x)\, P_0\, t_0\, (y - y_2)\, p(y)\, dy\, dx = \int_{-0,5}^{0,5} x\ p(x)\ t_0\, dx\ (P_1 - P_2) = 0$ et la variance par rapport à x (la variance par rapport à y représente un risque commercial et pas un risque de change):

$$\int_{x=-0,5}^{0,5} t_0^2 \left(\int_{y=0}^{1} y p(y)\, P_0\, dy - P_2\right)^2 x^2\ p(x)\, dx =$$

$$\int_{-0,5}^{0,5} x^2\ t_0^2\ (P_1 - P_2)^2\ p(x)\, dx$$

pour minimiser le risque (espérance sur y du risque de change nulle) il faut prendre $P_1 = P_2$ donc se couvrir à hauteur de l'espérance de réalisation de l'affaire.

3°/ <u>Sur la couverture des importations avec effet compensateur.</u>

Un certain nombre de matières premières voient leur cours (en USD) monter quand le cours du USD baisse (et inversement). C'est notamment le cas du pétrole, des tarifs de frêt maritime, de la pâte à papier dans certaines conditions.

Supposons que lorsque le dollar monte de 1 % le cours de la matière considérée baisse de $c$ % ($0 \leq c \leq 1$).

Nous sommes dans un cas particulier du cas précédent (y est lié à x) : le problème n'est plus linéaire et on ne peut plus raisonner sur le gain par rapport au revenu prévu mais sur le revenu réel lui-même. De plus, on ne peut plus séparer risque commercial et risque de change

$$x = \frac{t_1 - t_0}{t_0} \qquad y = \frac{P}{P_0} = 1 - cx$$

soit $P_2$ le montant en devises de la couverture

soit $\sigma^2 = \int_{-0,5}^{+0,5} x^2 \; p(x) \, dx$

Le revenu est $R = (1 + x) \, t_0 \, P_0 \, (1 - cx)$ si on n'est pas couvert.

L'écart par rapport à la couverture est $(1 + x) \, t_0 \, P_0 \, (1 - cx - y_2)$ (revenu de la partie non couverte).

L'espérance de ce revenu est $E = t_0 \, P_0 \int_{-0,5}^{+0,5} (1 + x) \, (1 - cx - y_2) \, p(x) \, dx = t_0 \, P_0 \, (1 - y_2 - c\sigma^2)$

Et la variance de ce revenu

$$V = t_0^2 \, P_0^2 \int_{-0,5}^{0,5} \left( (1 + x) \, (1 - cx - y_2) - (1 - y_2 - c\sigma^2) \right)^2 p(x) \, dx = t_0^2 \cdot P_0^2 \int_{-0,5}^{+0,5} \left( x \, (1 - c - y_2) + c \, (\sigma^2 - x^2) \right)^2 p(x) \, dx$$

qui est minimum pour $y_2 = 1 - c$

Il convient donc de se couvrir à hauteur de la fraction du montant sur laquelle l'effet compensateur ne joue pas.

## ANNEXE 4 - DECISION D'INVESTISSEMENT ET STRATEGIE EN DEVISE

Le traitement du risque-devise nécessite des décisions qui sont en bien des points comparables aux décisions d'investissement.

Nous n'insisterons pas sur les ordres de grandeur sinon pour rappeler qu'en matière industrielle les investissements qui permettent de diminuer le prix de revient d'un produit de 4 % sont en général déjà des investissements très lourds et pour lesquels les décisions sont prises à un niveau élevé de responsabilité. Or ce niveau de diminution peut être atteint par l'influence du cours du dollar dans le cas de l'entreprise A.

Nous noterons simplement que le financement par emprunt en devise d'un investissement est souvent un bon moyen de diminuer le risque-devise couru par l'entreprise à moyen ou à long terme : dans le cas de A par exemple, un endettement en dollar permettrait à A de rapprocher la structure de ses dépenses en devises de celle de la concurrence.

Le point sur lequel on peut noter le plus de similitude entre les décisions d'investissement et celles qui ont trait au risque-devise est la question de la prévision à moyen terme de l'environnement de l'entreprise. Chaque décision de protection contre le risque-devise se ramène individuellement à un pari simple : le cours de la devise considérée par rapport au franc va-t-il monter ou baisser d'ici au terme de l'opération ? avec de façon latente cette autre interrogation : puis-je supporter le risque de voir ma prévision contredite par la réalité ? En regard de ce pari simple, une décision d'investissement, par exemple dans une usine à l'étranger apparaît considérablement plus complexe : outre le cours de la devise on doit anticiper le développement du marché du pays où l'on s'installe, des marchés d'exportation qui lui seront accessibles, le développement de la concurrence, on doit apprécier le risque politique, le risque économique (conjoncture locale et mondiale), le risque social. De plus, pour des investissements dans une industrie fortement capitalistique, ces anticipations doivent être faites sur des périodes supérieures à 10 ans. Chacun sait que ces anticipations sont très fortement aléatoires et pourtant on n'a jamais vu un chef d'entreprise refuser de prendre une décision à propos d'un investissement sous prétexte que les prévisions économiques et commerciales ne sont pas fiables.

.../...

A cette différence de traitement entre les décisions d'investissement et les décisions de couverture du risque-devise à moyen ou long terme, deux explications peuvent être trouvées : la première est que la complexité des prévisions entraîne la multiplicité des intervenants dans ces prévisions et d'une certaine façon la dilution des responsabilités (si l'usine perd de l'argent c'est parce que l'investissement a été surdimensionné par les services méthodes, parce que les commerciaux avaient surestimé le marché du fait des prévisions trop optimistes du spécialiste de conjoncture économique), la seconde est que la constante de temps est différente pour les deux types de choix : comme il est normal qu'un gros investissement mette plusieurs années pour atteindre son seuil de rentabilité, le dirigeant qui a pris la décision a de bonnes chances d'avoir changé de poste avant que l'échec ne soit patent. A l'opposé la décision en matière de devises est celle d'un homme seul et l'on n'hésite pas à en faire le bilan à tout instant (en comparant le cours anticipé au cours comptant réel du jour).

Le dernier point qui lie décision d'investissement et décision de couverture est qu'un investissement peut être utilisé comme moyen de couverture. Le cas des concurrentes de A sur le marché français est particulièrement illustratif ici. Pour ces sociétés, investir dans une unité de production de matière première serait un moyen lourd mais efficace de diminuer leur exposition au risque USD, qui est plus élevée que celle de la concurrence. Notons qu'un tel choix, même s'il contribue à réduire le risque et à assurer à terme la compétitivité de ces entreprises apparaîtrait comme un échec si le cours USD/FRF devenait inférieur au "dollar d'équilibre pour la matière première" (indépendamment des autres causes d'échec possibles inhérentes à tout projet industriel).

# ANNEXE 5 - LA SPECULATION

A tous les détours de notre recherche sur le risque-devise, nous avons rencontré la spéculation.

S'il y a risque c'est qu'il y a une probabilité de perte mais également une chance de gain (puisque globalement on peut estimer que l'espérance de gain est nulle). Cette chance de gain induit la tentation de ne pas éliminer le risque même quand on le peut : c'est alors que naît la spéculation.

## I - Trois formes de spéculation :

### 1°/ Très court terme.

Cette forme mérite à peine le nom de spéculation. Il s'agit simplement de ne pas pratiquer une couverture quotidienne systématique pour privilégier un choix - sur une durée de l'ordre de la semaine - du moment où l'on va décider de se couvrir. Ce choix permet de bénéficier de conditions optimales pour se couvrir (masses importantes, plus de temps pour négocier avec les banques), ou d'attendre dans le très court terme une hausse ou une baisse conjoncturelles (liées à la publication d'un indicateur économique ou politique par exemple) anticipées par le trésorier.

C'est cette optimisation à très court terme que nous avons (partie IV du rapport) considérée comme indispensable dans la gestion des devises par le service de trésorerie.

Nous avons associé (toujours en partie IV) ce type d'optimisation à un jugement global du résultat du service de trésorerie-devise : résultat à considérer entre l'ensemble des opérations commerciales rentrées en position affectées du cours à terme du jour d'entrée en position et la quantité de monnaie nationale (en réintégrant les déports et reports sur ADE en frais financiers) effectivement obtenue en contrepartie.

Un tel jugement nécessite que le cours à terme communiqué par le service de trésorerie comme cours de valorisation pour l'entrée en position soit représentatif des cours

.../...

disponibles auprès des banques (il serait trop simple de communiquer aux commerçants des cours moins favorables pour se garantir un résultat positif au service de trésorerie).

2°/ Court terme.

Cette forme de spéculation est la plus courante et la plus présente dans les esprits. Elle consiste à prendre délibérément et sur une période longue (d'une semaine à un an) une position déséquilibrée (longue si on anticipe une baisse de la monnaie et vice-versa) dans l'attente d'un mouvement important de la monnaie concernée. Elle est très répandue : certains trésoriers gardent ainsi systématiquement une position "longue" en monnaies fortes et "courte" en monnaies faibles.

3°/ Long terme.

La spéculation à long terme consiste, après avoir analysé l'évolution de la compétitivité de l'entreprise et l'avoir comparée avec celles de concurrents, à orienter la stratégie de l'entreprise de façon à ce que sa compétitivité ne soit assurée contre les fluctuations monétaires ni vis-à-vis des principaux concurrents, ni vis-à-vis de ses principaux marchés.

Cela revient, à long terme, à parier l'avenir de la société sur l'évolution dans un sens donné des taux de change. C'est le cas par exemple d'une société qui choisirait d'orienter ses ventes à l'export vers les USA où la versatilité de la clientèle est très forte plutôt que vers la RFA où la clientèle est plus fidèle. Vis-à-vis d'un concurrent principal qui continuerait à vendre essentiellement en Europe, la politique commerciale de la société constitue bien une spéculation à moyen terme sur le haut niveau du dollar. Si le dollar venait à baisser rapidement cette politique commerciale serait visiblement une catastrophe qui aboutirait à la vente à perte à l'export ou à la diminution du volume des ventes.

Ce genre de pari est implicite, rarement explicite. Ainsi le Directeur Général qui a pris cette décision de politique commerciale invoquera probablement le haut niveau des marges actuelles aux USA qui offre une occasion favorable

pour rentabiliser un investissement commercial dans ce pays mais n'évoquera pas clairement quelle est la condition sur le taux de change du dollar qui permet effectivement la rentabilisation des investissements et ce qui adviendra si le cours ne se maintient pas le temps nécessaire. En environnement incertain, la prise de décision ne connaît pas de justification satisfaisante a priori.

## II - La spéculation à court terme sur le change.

Nous voulons détailler ici le second mode de spéculation, le plus évident et souvent le seul qu'on qualifie couramment de spéculation. Il s'agit de prendre délibérément une position pour une durée d'une semaine à plusieurs mois, en engageant le maximum des sommes disponibles dans ce déséquilibre.

### 1°/ Que gagne-t-on à spéculer ainsi ?

Imaginons une société qui exporte plus aux USA qu'elle n'importe en dollars.

On anticipe une baisse du dollar : on laisse à cette fin la position devenir courte en couvrant au fur et à mesure de leur entrée en position les exportations et en ne couvrant pas les importations (qui ont été valorisées à leur entrée en position à un cours à terme normal).

Si la baisse survient on peut alors couvrir les importations et enregistrer le gain de change (entre le cours de valorisation élevé et le cours de couverture réel plus bas). Mais on peut aussi choisir de laisser les exportations combler la position courte par autocouverture. Cela permet, pour un montant d'exportation égal au solde court de la position existant lors de la baisse, de valoriser ces exportations non pas au nouveau cours à terme mais au cours à terme précédant la baisse c'est-à-dire au cours où les importations sont rentrées en position.

De cette façon on supprime le gain de change mais on lui substitue le maintien pendant quelque temps de la rentabilité des exportations à un niveau élevé. Si le volume des ventes ne change pas, le résultat financier est inchangé. (Mais le maintien de la rentabilité peut influencer notamment la politique de vente).

En bref on a échangé un gain de change contre du temps pour réajuster ses prix de vente sur le marché américain.

Le gain d'une telle spéculation n'est donc pas uniquement et directement un gain de change, ce peut être du temps pour modifier sa politique de prix.

Notons cependant que la doctrine que nous avons défendue qui consiste à valoriser toute opération entrant en position à cours à terme impose de fait qu'une telle opération apparaisse en gain de change.

2°/ Redistribution.

Si nous voulons alors profiter plutôt de temps pour réajuster nos prix que de gains de change, se pose la question de la redistribution de ces gains.

Une bonne manière de redistribuer consiste à relever artificiellement le cours à terme donné par la trésorerie aux commerçants pendant un certain temps (ici par exemple jusqu'à épuisement des montants imports à couvrir) : sans faillir au principe de comptabilisation énoncé on peut ainsi orienter l'utilisation des gains dégagés vers un objectif commercial (monnaie et durée fixée) plutôt que de les répartir simplement sur la marge moyenne de la société.

D'une manière générale ce genre de principes de redistribution est assez à l'honneur dans les entreprises : on hésite à faire du service de trésorerie un centre de profit et on préfère redistribuer ses résultats sous forme de taux de change favorables.

L'inconvénient de cette pratique est qu'elle constitue un artifice pour augmenter localement sa compétitivité de façon artificielle. On peut conceptuellement la comparer à une micro-dévaluation et comme la dévaluation elle offre l'inconvénient qu'à court terme l'effet est toujours favorable mais qu'à long terme, lorsqu'on revient à la parité économique, la société peut s'avérer incapable d'affronter les conditions de concurrence sur le marché. En d'autres termes, on peut compter sur cette redistribution pour gagner du temps afin de s'adapter mais pas pour survivre longtemps en environnement difficile.

3°/ Légitimité du profit de change.

Si le principe de la redistribution est volontiers adopté par les entreprises c'est en partie parce que l'on répugne à laisser à la trésorerie ses profits de change.

Il est en effet inconcevable pour beaucoup d'industriels qu'un service "improductif" soit un centre de profit, surtout si les profits qu'il pourrait réaliser sont le fruit d'une spéculation qui demeure hautement immorale au regard de beaucoup d'acteurs. Elle est immorale parce qu'elle implique des risques importants que les industriels n'osent pas prendre (ou ne se sentent pas le droit moral de prendre) mais elle reste immorale même en cas de succès car le profit de change, qui est rapide, n'a pour base aucun "travail", aucune valeur ajoutée, ne fait pas partie de la mentalité industrielle.

Ce point de vue est quelquefois battu en brèche là où une société de refacturation a été mise en place, puisque l'obligation de distinguer les comptes de la société de refacturation existe, qui en fait, de facto, un centre de profit.

Il n'en reste pas moins que dans des pans entiers de l'industrie française le profit de change reste illégitime et il convient de le masquer ou de le redistribuer rapidement.

C'est cette illégitimité aussi qui est cause du fait qu'on préfère se couvrir mal que d'essayer de bien spéculer, évitant ainsi de se poser des questions dont la réponse n'apporte rien de valable pour celui que la trouve. Cela n'empêche pas, en général, les trésoriers de spéculer un peu par goût mais en s'acharnant à dire et montrer le contraire.

Il faut probablement faire un sort à cette "immoralité" du profit de change (mais son enracinement culturel semble profond) et séparer effectivement les résultats des différents services en ne redistribuant pas les profits immédiatement.

Si l'on veut diriger sa politique commerciale sur tel ou tel marché cela doit se faire par les prix de vente et

non par les taux de change, la tendance à "jouer" sur ces taux n'est déjà que trop forte dans les services commerciaux pour qu'on l'encourage en leur donnant des cours différents de ceux du marché. De plus on ne doit pas soumettre ses offensives commerciales à l'existence ou non de profits de changes (accidentels ou conjoncturels). La redistribution directe des profits de change par des cours de change "bonifiés" est donc à proscrire.

## III - Raisonnements pervers en matière de spéculation.

Nous avons souligné dans le rapport l'assymétrie qui existe entre le gain de change, auquel on s'intéresse peu et la perte de change, qui est toujours une erreur injustifiable. Les raisons du peu d'intérêt montré pour le gain de change résident principalement dans son illégitimité dénoncée ci-dessus.

Cette assymétrie conduit, quand on raisonne opération par opération, à toujours considérer le cours de valorisation d'une affaire pour décider de la couvrir ou non. Une pratique courante consiste par exemple à couvrir toutes les opérations qui baissent (exportations) ou qui montent (import) et à laisser les autres dans l'espoir d'un gain supérieur. Or il est évident que tant que l'espérance de gain est chaque jour nulle, une telle pratique ne modifie pas l'espérance : c'est une prétendue "martingale infaillible" en fait, sans effet en moyenne sur le résultat.

Mais son importance psychologique est considérable : avec une telle pratique on perd souvent mais peu (la variation d'une seule journée à la baisse par exemple pour une exportation) on gagne rarement mais beaucoup (plusieurs jours de hausse continue de la devise, pour une exportation). Le fait qu'on perde peu à chaque fois atténue l'impression du risque couru, le fait qu'on gagne beaucoup justifie qu'on coure le risque.

## IV - Conclusion.

Il existe trois types de spéculation : un seul est utilisé et reconnu comme tel. Mais son caractère peu légitime au regard des critères de jugement de l'industrie interdit

souvent son officialisation et l'érection du service de trésorerie - devise en centre de profit. Ce statut officieux de la spéculation conduit à des pratiques perverses qu'il convient de bannir, l'officialiser est le seul moyen de la contrôler puisqu'on ne sait pas l'éliminer.

## ANNEXE 6-1 - COMPLEMENT SUR LA POSITION REELLE DE CHANGE (P II-7)

Nous n'avons pas évoqué du tout le problème de revalorisation des stocks de matière première payés en dollars. De fait cet effet n'est pas que comptable, c'est un effet réel et qui peut permettre de spéculer par exemple : si on n'a pas la possibilité de stocker des dollars en attendant une hausse on peut, par contre, stocker son minerai qu'on paie en dollars et attendre la hausse.

Cet exemple montre que, conceptuellement au moins, le stock de minerai est assimilable à un stock de devises. Un tel stock (ou au moins la partie qui excède le stock-outil, minimal pour faire tourner l'usine) peut donc être considéré comme devant figurer en position longue pour un montant égal (s'il existe un cours mondial en dollars) à sa valeur en dollars.

Un problème délicat dans cette optique est celui de la confusion entre l'effet du cours du dollar et celui du cours de la matière première : les deux sont difficiles à isoler. On peut parfois même constater des comportements pervers comme celui des pétroliers français qui raisonnant en dollars destockaient quand le cours du pétrole en USD diminuait, alors même que le cours en francs augmentait (forte hausse du cours USD/FRF) et que la stratégie la plus profitable était de stocker pour réaliser une plus-value.

D'un point de vue comptable ces opérations sur stocks n'ont rien à voir avec les pertes et profits de change, elles ne sont jamais suivies par les trésoriers, de sorte que l'idée d'inclure des stocks dans la position réelle de change est complètement étrangère à la mentalité des entreprises. Cette situation n'a pas de conséquence dans une entreprise où la politique de stockage est constante, surtout si le stock de matière première est limité au stock-outil strictement nécessaire. Par contre si la politique de stockage est fluctuante et que le coût de la matière première est important, négliger l'influence sur le risque de change du montant des stocks est une erreur importante.

Une difficulté surgit quand une entreprise a par exemple deux fournisseurs, un français et un américain, pour la même matière première : doit-on considérer lesstocks comme une masse de francs ou de dollars ? il semble cohérent avec notre approche (lien entre risque et fixation du prix) de dire qu'on doit considérer en

position la fraction du stock qui correspond à la proportion de matière première importée incluse dans le calcul du prix de revient des produits de l'entreprise.

En ce qui concerne éventuellement les stocks de produits finis, la définition que nous avons retenue du risque de change implique que nous n'en tenions pas compte dans la position. Si les produits se vendent bien, le stock de produits finis correspond à un simple stock de roulement nécessaire qui fluctue peu. Si les produits ne se vendent pas, que les stocks gonflent, il est impossible de dire à quel prix on les vendra effectivement et sur quel marché (donc la décision n'est pas prise qui fait naître le risque).

Donc hormis l'effet purement comptable de réévaluation des stocks en fin d'année, on doit reconnaître que les stocks de matière première participent au risque de change et doivent figurer en position dans les conditions ci-dessus précisées.

# ANNEXE 6-2 - COMPLEMENT SUR L'UTILISATION TRADITIONNELLE DE LA "POSITION DE CHANGE"

## 1°/ Formalisme.

En pratique la position existe surtout dans les entreprises disposant d'un "agrément spécial de gestion en position" accordé par l'Administration du Trésor. La "position de change" est un document extrêmement formel, rempli avec une grande rigueur : les commandes enregistrées ou passées par la société y sont inscrites scrupuleusement, dans la position de leur devise de libellé. (voir exemple de formulaire de position joint).

De fait, certaines sociétés inscrivent en lieu et place de commandes réelles un chiffre d'affaires prévisionnel mais cette pratique est considérée comme un pis-aller dû à l'absence d'un moyen de compter rigoureusement les commandes (il s'agit d'un document extra-comptable et qui n'existe pas toujours dans les sociétés lorsqu'elles reçoivent l'agrément), plutôt que d'une option délibérée reposant sur une analyse de la notion de risque de change.

L'agrément impose une position équilibrée "toutes monnaies confondues" journellement. Le contrôle ne s'exerce de fait qu'avec une périodicité bi-hebdomadaire, de sorte que de nombreuses sociétés n'équilibrent de fait leur position qu'hebdomadairement ou toutes les deux semaines. On arrive ainsi à la situation curieuse où l'on attend 7 à 14 jours pour couvrir certaines opérations, mais que, le jour où l'on décide de couvrir, l'affaire ne peut plus attendre et on les couvre impérativement dans la journée : c'est au vu de tels comportements que nous avons plaidé (partie IV du rapport et annexe 5) pour plus de souplesse dans la gestion à très court terme des positions. Nous devons remarquer que ce regroupement sur 1 ou 2 semaines des affaires en devises pour couverture d'un bloc est en général, mais pas toujours, le fait de sociétés qui ont une faible activité en devises.

.../...

Un effet notable de l'assymétrie des jugements sur les opérations en devises que nous avons déjà souligné est l'attitude qui consiste, quand on veut prendre une position, à "oublier" soit d'entrer une affaire en position, soit de la couvrir, plutôt que de prendre une couverture supplémentaire en sens opposé. Il semble toujours aux différents acteurs qu'ils s'engagent moins par une décision négative (ne pas faire) plutôt que sur un acte positif. L'illégitimité du profit de change explique cette attitude.

Le fait que l'équilibre ne soit imposé que "toutes monnaies confondues" (et avec une petite marge de déséquilibre) est en général utilisé par les trésoriers pour ne pas équilibrer toutes leurs positions. Mais on constate parfois au sein d'un même groupe deux filiales jouant dans des sens opposés (USD contre DEM dans une filiale et DEM contre USD dans l'autre).

2°/ <u>Effet-compensateur</u>.

Dans la conception qui prévaut actuellement de la position il n'y a aucune place pour l'effet compensateur : or celui-ci peut être particulièrement important, allant jusqu'à l'indexation complète. Ainsi durant 6 mois au milieu de l'année 1984 le prix de la pâte à papier sur le marché européen restait fixé en dollars mais avec un "dollar papetier" fixé par consensus entre les différents acteurs du marché à 2,70 ± 0,10 DEM. Cette indexation officieuse est naturellement tout-à-fait impossible à faire apparaître dans un document officiel.

Ce fait est aggravé par le jugement général porté sur les importations de matières premières (celles qui sont précisément l'objet d'effets compensateurs) et qui les fait apparaître comme une sorte de fatalité contre laquelle on ne peut rien (les fluctuations imprévisibles du cours de la matière s'ajoutent à celles du dollar pour créer cette impression). Ce jugement conduit à rechercher des contrats import à aussi long terme que possible, qui vont permettre de se couvrir le plus vite possible, sans que le lien soit fait avec le réajustement des prix de revient et sans qu'on se préoccupe de savoir si le prix est réellement connu à l'avance avec un tel contrat (cas des "Hüttenvertrag" où le prix n'est connu qu'un an après la livraison). C'est parce que ce sentiment de fluctuations incon-

trôlable et fatal des prix de revient est particulièrement vivace que la société A dans notre exemple (rapport, partie I 3) est prête à abandonner la facturation en USD pour une facturation en FRF alors que ce n'est pas son intérêt à long terme.

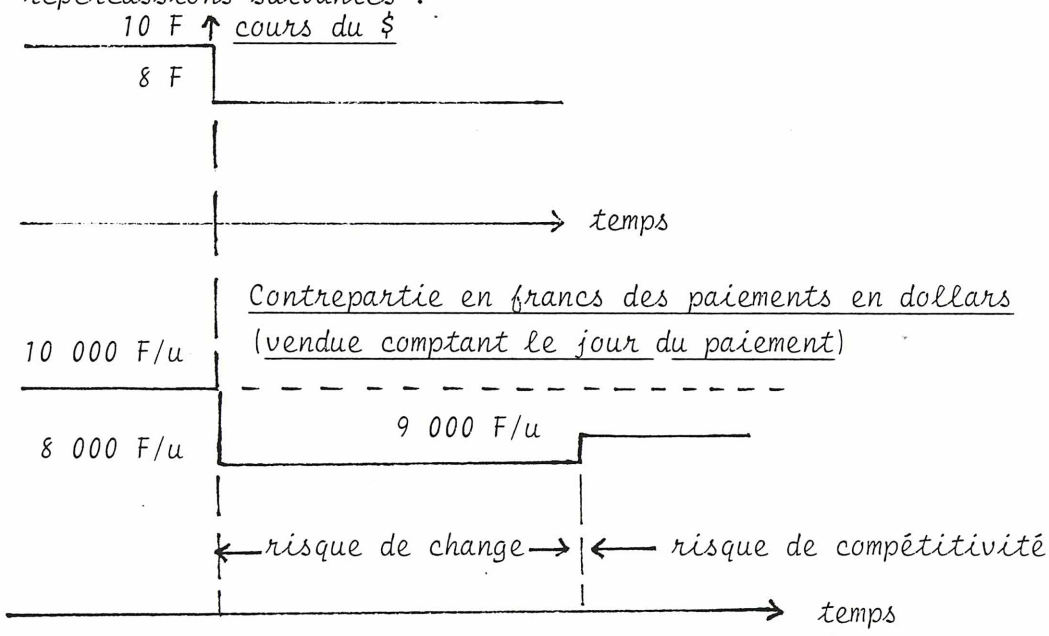
## ANNEXE 7 - DEFINITION DU RISQUE ET AJUSTEMENT DES PRIX

Nous nous proposons dans cette annexe de développer les raisons qui ont motivé la définition du risque de change retenu dans le rapport.

Le risque de change, tel qu'il est défini, porte exclusivement sur les opérations pour lesquelles aucun rattrapage des prix ne demeure possible.

Si l'on choisit l'exemple d'une société française exportatrice qui travaille à partir d'un catalogue comportant des prix en dollars, le risque de change portera à la fois sur les commandes fermes (carnet de commande ou délai de paiement) et sur celles qui seront confirmées par les clients durant la période de validité des prix du catalogue. Du point de vue de l'entreprise française, il n'y a en effet aucune différence entre ces deux catégories de commandes, la contrepartie en francs du paiement serait affectée de manière identique par toute baisse du cours de la monnaie américaine. La naissance du risque de change ne coïncide donc pas avec la signature d'une commande, elle reflète simplement l'impuissance de l'entreprise à corriger, par ses prix, les fluctuations des taux de change pour conserver un résultat comptable exprimé en francs.

Si le prix de vente moyen en catalogue est de 1 000 $ par unité de produit, la chute de 10 à 8 F du cours du dollar aura les répercussions suivantes :



Une période d'ajustement des prix succèdera à celle sur laquelle court le risque de change ; l'importance de l'ajustement dépendra en particulier des arbitrages entre marge et volume des ventes réalisés en fonction des concurrents présents sur le marché.

A l'issue de cette adaptation des tarifs, un régime permanent est à nouveau établi sur lequel l'entreprise assume un risque de compétitivité, que nous avons dans l'exemple estimé à 1 000 F par unité, constituant la différence entre le prix de vente initial (avec un dollar à 10 F) en francs et le prix de vente final, après réajustement des tarifs exprimés en dollars.

Cette définition du partage du risque global entre change et compétitivité présente plusieurs avantages. Tout d'abord, elle fait apparaître un risque à court terme, qui peut être défini avec précision, et un risque qui, d'une part, court sur une période qui n'est pas a priori bornée et, d'autre part, ne se prête qu'à une estimation grossière. Les deux éléments ainsi obtenus ont des caractéristiques parfaitement adaptées aux procédés de "couverture" dont on dispose, couverture financière (achat et vente à terme, ADE) d'une part, décision stratégique d'investissement (industriel ou commercial) ou de choix des monnaies d'endettement d'autre part.

La première qualité de cette séparation est donc d'être opérationnelle mais, à l'inverse de la solution usuellement retenue, l'efficacité n'est pas obtenue au détriment de la rigueur. En effet, les principaux effets pervers consécutifs à la méthode de gestion en vigueur (effets compensateurs, accroissement du risque de compétitivité consécutivement à des opérations de couverture du risque de change) découlaient d'ajustements intempestifs des prix et seront donc éliminés dès lors que la solution de séparation proposée sera retenue. D'autre part, il devient manifeste que le risque de compétitivité existe sur des opérations libellées en francs, dès lors qu'un mouvement du dollar provoque un ajustement des prix.

Enfin, le principe que nous exposons permet de faciliter la gestion du risque ainsi défini. La couverture du risque de change peut être réalisée par les seuls trésoriers de l'entre-

prise, une fois que sont définies par marché les périodes d'ajustement des prix, la gestion financière devient ainsi complètement déconnectée des antécédents commerciaux de la commande, ainsi que nous l'avons par ailleurs recommandé. Parallèlement, la gestion du risque de compétitivité apparaît clairement tributaire des renseignements détenus par les responsables commerciaux (ajustement des prix) financiers (endettement à long terme) et industriels (dans le cas d'une société qui importe une partie de sa matière première), elle requiert sans nul doute l'intervention de la Direction Générale de l'entreprise, ou d'une cellule spécialisée qui lui est directement rattachée.