

LES RISQUES

Les opérations de marché présentent des risques qui doivent être identifiés et mesurés. En matière de finance internationale, on pense d'abord au risque de change. Celui-ci se concrétise à l'occasion d'opérations commerciales. Le risque pour un importateur de produits libellés en devises (et plus généralement le débiteur en devises) est de voir la monnaie étrangère s'apprécier (et réciproquement pour l'exportateur ou le créancier en devises). Le risque de change se manifeste également à l'occasion des opérations de consolidation. D'où l'importance de mesurer les positions de change, c'est-à-dire le niveau d'exposition au risque (Chapitre 2).

Le risque de taux d'intérêt affecte symétriquement les débiteurs (risque de hausse des taux futurs) et les créanciers (risque de baisse). Par ailleurs, les portefeuilles constitués d'instruments de taux sont exposés au risque de dépréciation lié à la relation inverse entre cours et rendement. Ce risque est quantifiable grâce à des instruments comme la durée ou la sensibilité (Chapitre 3).

À côté de ces risques de marché traditionnels, la montée des financements désintermédiés a donné une importance accrue au risque de crédit sur les instruments de taux émis par les « corporates » ou les souverains émergents, par exemple. Ce risque, lié à l'éventualité d'un défaut, se concrétise au niveau des notations (ratings) et des rendements, via les primes de risque (*spreads*) qu'ils incorporent (Chapitre 4).

Enfin, en élargissant la perspective, la mesure du risque s'étend aux portefeuilles diversifiés avec le développement rapide de nouvelles méthodes (*value at risk...*) (Chapitre 5).

2

LE RISQUE DE CHANGE

Ce chapitre est consacré à l'analyse de l'exposition des acteurs économiques au risque de change. Après avoir défini la notion de position de change (section 1), on précise les modalités d'exposition au risque en distinguant ce qui résulte des transactions et de la consolidation des comptes (section 2).

Section 1 ■ La position de change

Section 2 ■ Les modalités d'exposition au risque de change

Section

1

LA POSITION DE CHANGE

L'exposition au risque de change touche toute entreprise ou tout investisseur bénéficiant de recettes ou devant effectuer des règlements dans une monnaie étrangère et/ou possédant des actifs (ou un endettement) en monnaie étrangère.

Dès lors qu'un agent économique perçoit (ou règle) des flux en monnaie étrangère, il est exposé aux conséquences des mouvements de taux de change sur ses recettes (ou règlements) et sur ses avoirs (son endettement). Il est nécessaire de bien cerner la nature et l'ampleur du risque de change résultant des positions de change et

des mouvements de taux de change, afin de choisir judicieusement les instruments propres à couvrir ce risque.

Le titulaire de recettes en devises étrangères (par exemple l'exportateur basé en euro de produits libellés en dollars ou l'investisseur recevant des dividendes ou intérêts en dollar) a une position *longue* sur le dollar. Inversement, le débiteur qui acquitte des intérêts ou effectue des remboursements ou encore l'importateur qui doit régler ses fournisseurs en dollars a une position *courte* en dollar.

En réalité, de nombreux agents économiques sont à la fois créanciers et débiteurs en devises étrangères, leur position nette en devise pourra selon le cas être courte ou longue (par exemple, un exportateur de produits électroniques libellés en dollars qui achète des composants eux aussi libellés en dollars).

Un agent économique en position *longue* est favorisé par une appréciation de la devise étrangère dans la mesure où la contre-valeur en monnaie domestique de ses recettes nettes ou de ses avoirs nets augmente avec l'appréciation de la devise étrangère. Inversement, l'agent économique en position *courte* sera pénalisé par cette appréciation, la contre-valeur de ses règlements en monnaie locale est alourdie, sa dette est accrue.

De telles évolutions ne sont pas neutres en matière de compétitivité ; les exportateurs nationaux, par exemple seront avantagés par l'appréciation des devises étrangères. Celle-ci accroît les prix des produits concurrents en monnaie locale et augmente la contre-valeur des recettes tirées des ventes à l'étranger, soit du fait des gains accrus réalisés lorsque les prix en devise restent inchangés, soit encore du fait des gains de compétitivité liés à une politique de prix plus agressive (ils pourront générer le même flux des recettes avec des prix plus bas en monnaie étrangère du fait même du mouvement de change).

À l'inverse, les exportateurs étrangers sont pénalisés par l'appréciation de leur monnaie. La contre-valeur de leurs ventes à volumes et à prix inchangés diminue, la compétitivité-prix est érodée par l'enchérissement de leurs produits sauf à imaginer une politique de défense des parts de marché qui suppose un sacrifice de leurs marges.

Un investisseur basé en euros détenteur de titres obligataires en dollars bénéficiera de même de l'appréciation de cette devise (contre-valeur en euros des coupons et du prix de l'actif détenu)¹. Il serait en revanche défavorisé pour des raisons inverses en cas de dépréciation du dollar.

L'existence d'une position de change nulle sur une devise à un moment donné (créances en dollars = dettes en dollars) ne signifie pas l'absence de position de change potentielle. En effet, dès lors que l'échéance des créances diffère de celle des

1. Si toutefois l'appréciation de la devise provient d'une remontée des taux d'intérêt servis sur les placements dans cette devise, l'effet positif peut être contrebalancé par l'incidence de la hausse des taux sur la valeur de l'actif en devise (concrétisation du risque de taux).

dettes, on est en présence d'une position de change *relative* (par opposition à une position de change *absolue*).

Section **2** LES MODALITÉS D'EXPOSITION AU RISQUE DE CHANGE

1 La position de change de transaction est la plus simple

Elle se matérialise dans les modifications de la contre-valeur en monnaie locale des flux de recettes/règlements libellés en devise étrangère. Le risque de change qui en résulte se matérialise par des gains ou pertes réalisés au moment de la conversion en monnaie locale.

2 La position de change de consolidation et conventions comptables

Elle concerne la valorisation dans les bilans exprimés en monnaie locale d'actifs ou de dettes libellés en monnaie étrangère figurant dans les bilans de filiales. Ces méthodes de consolidation ne sont pas neutres pour la concrétisation du risque de change.

Prenons l'exemple d'une filiale américaine d'une entreprise basée en euros. Cette filiale est constituée à la période *t*. À ce moment, le bilan s'établit comme suit sur la base d'un taux de change de 1 € = 1 USD.

Bilan en USD				Bilan en euros					
Actif		Passif		Actif		Passif			
Cash (C)	80	Dette à CT (DCT)	100	C	80	DCT	100		
Créances courtes (CC)	120			CC	120			DLT	100
Créances longues (CL)	50			CL	50				
Stocks (S)	50			S	50				
Immobilisations (I)	300			Capital (K)	400			I	300
Total	600	Total	600	Total	600	Total	600		