

Partie I

L'identification des risques

Les positions de taux (voir le chapitre 1) et de change (voir le chapitre 2) ne sont pas des données qui s'imposent à l'entreprise. Il existe tout un ensemble de techniques qui permettent de les modifier avant d'envisager l'utilisation d'instruments financiers de couverture.

1

La position de taux

1.1 L'approche traditionnelle

À l'exception des banques et des institutions financières pour lesquelles la rentabilité d'exploitation résulte essentiellement de la marge égale à la différence entre les intérêts reçus et les intérêts payés, le risque de taux se manifeste de manière explicite au niveau du résultat financier de l'entreprise.

Une hausse des taux accroît le montant des charges financières payées par l'entreprise et grève d'autant sa rentabilité si ces charges ne sont pas compensées par une hausse équivalente des produits financiers. Si cette manifestation explicite du risque de taux d'intérêt peut être mesurée en calculant la sensibilité du résultat à une variation des taux, il n'en va pas de même de ses manifestations implicites. Une hausse de taux induit également à terme, pour conserver un même niveau de rentabilité, la recherche de gains de productivité et de parts de marché ou, plus souvent, une hausse des prix.

► **Extrait d'un prospectus d'introduction en bourse**

« Les fluctuations des taux d'intérêt ont un impact direct sur le résultat financier du groupe. Au 30 juin, la dette brute consolidée du groupe s'élevait à 550 millions d'euros, dont 350 millions d'euros à taux variable et 200 millions d'euros à taux fixe

ou plafonné après opérations de couverture. Le groupe met en place une politique de couverture visant à convertir une partie de sa dette à taux variable vers une dette à taux fixe. Toutefois, au 31 décembre, après opérations de couverture, une augmentation simultanée de 1 % des taux d'intérêt se traduirait par une hausse du coût de la dette nette de 2,2 millions d'euros par an avant impôts et une baisse simultanée de 1 % des taux d'intérêt par une baisse de ce coût avant impôts de 0,2 million d'euros. »

1.2 L'approche *Asset & liability management* (ALM – Gestion actif/passif)

La position de taux d'intérêt découle également de la présence, dans le patrimoine de l'entreprise, d'avoirs et d'engagements dont les caractéristiques de rendement, de montant et de durée diffèrent.

Les manifestations du risque de taux au niveau du bilan se présentent sous deux aspects : au niveau de la valeur du bilan d'une part et au niveau de la situation patrimoniale (c'est-à-dire les actifs déduits des dettes) de l'entreprise d'autre part. La valeur des ressources et des emplois varie suite à une variation des taux d'intérêt mais l'ampleur de la variation n'est pas la même du côté de l'actif et du passif. Elle dépend de la sensibilité des différents éléments à une variation des taux d'intérêt. Le montant de la dette à taux variable n'est pas sensible à une variation des taux du marché puisque les intérêts versés s'ajustent aux mouvements de taux. *A contrario*, les éléments d'actif ou de passif à taux fixes voient leur valeur de marché s'apprécier en cas de baisse des taux et se déprécier en cas de hausse des taux. Cette relation inverse assure l'égalité de rendement entre les titres nouvellement émis et ceux émis antérieurement.

Imaginons le cas d'une entreprise dont le bilan simplifié est le suivant (voir tableau 1.1).

Tableau 1.1 Bilan simplifié

Actif		Passif	
Actif économique	1 000	Situation nette	300
		Dettes taux fixe	500
		Dettes taux variables	200
Total actif	1 000	Total passif	1 000

Supposons que la sensibilité de l'actif économique à une variation des taux d'intérêt de 1 % s'élève à 4,5 et celle de la dette à taux fixe s'élève à 3,5. Si les taux passent de 2 % à 3 % (+ 1 point), la valeur de l'actif économique fléchit de 4,5 % ($1\ 000 - 4,5 \% \times 1\ 000 = 955$) et celle de la dette à taux fixe de 3,5 % ($500 - 3,5 \% \times 500 = 482,5$). Par conséquent, la valeur de la situation nette s'établit à $955 - 482,5 - 200$ soit 272,5 (voir tableau 1.2). La sensibilité de la situation nette à une variation des taux d'intérêt de 1 % ressort à 9,2 % ($1 - 272,5/300 = - 9,2 \%$).

Tableau 1.2 Sensibilité des éléments de bilan

Actif		Passif	
Actif économique	955	Situation nette	272
		Dettes taux fixe	483
		Dettes taux variables	200
Total actif	955	Total passif	955

Dans cet exemple, pour limiter la dégradation de sa situation nette, l'entreprise pourrait emprunter davantage à taux fixe. À l'inverse, de nouveaux emprunts à taux variables ne feront qu'accentuer la sensibilité de la situation nette à une variation des taux d'intérêt. Nous retiendrons qu'au niveau du bilan, le risque de taux d'intérêt se manifeste dès lors qu'il existe une différence significative entre les durées des emplois et des ressources (la sensibilité à une variation des taux d'intérêt est d'autant plus forte que la durée est longue). Ce risque induit une variation de la valeur patrimoniale de l'entreprise et de la taille du bilan.

1.3 Comment réduire son exposition au risque de taux d'intérêt ?

Le caractère instantané du bilan – et conséquemment de sa position de taux d'intérêt – est inhérent aux mouvements qui affectent en permanence l'actif et le passif de l'entreprise. Dès lors, il est possible d'agir en modifiant délibérément les termes des avoirs ou des engagements afin de les adosser entre eux (gestion dite « actif-passif » ou « ALM » – *Asset and liability management*). Le « gap actualisé » et sa « sensibilité » doivent tendre vers zéro.

Le « gap actualisé » postule que la valeur de l'entreprise résulte, à un instant donné, de la différence entre les valeurs actualisées des éléments de l'actif et des engagements du passif. Il mesure l'élasticité de la valeur patrimoniale actualisée de l'entreprise à une variation des taux. Cette sensibilité est fonction de la structure du bilan de l'entreprise, de l'évolution des taux sur le marché et des périodicités des flux financiers des postes inscrits au bilan (voir tableau 1.3).

Tableau 1.3 Gap actualisé

Taux = 10 %	
Emplois à taux fixe et à taux variable	Ressources à taux fixe et à taux variable
← adossés →	
Emplois à taux fixe à 1 an $500 \times (1 + 10 \%)^{-1} = 454,55$	Ressources à taux fixe à 3 ans $276 \times (1 + 10 \%)^{-3} = 207,36$
Décalage de taux = + 247,18	
Emplois à taux variable	Ressources à taux variable
Taux = 11 %	
Emplois à taux fixe et à taux variable	Ressources à taux fixe et à taux variable
← adossés →	
Emplois à taux fixe à 1 an $500 \times (1 + 11 \%)^{-1} = 450,45$	Ressources à taux fixe à 3 ans $276 \times (1 + 11 \%)^{-3} = 201,81$
Décalage de taux = + 248,64	
Emplois à taux variable	Ressources à taux variable

Dans ce cas, le gap actualisé est égal à la différence des décalages de taux soit $248,64 - 247,18 = 1,46$ soit une sensibilité de $1,46 / 247,18 = 0,59 \%$. Une variation des taux du marché entraîne une variation de même sens de la valeur de l'entreprise. Pour une hausse des taux de 1 %, l'appréciation de la valeur de l'entreprise est de 0,59 % du montant du décalage de taux initial.

Une entreprise dont le gap actualisé est positif s'apprécie avec une hausse des taux et se déprécie avec une baisse des taux. Plus la sensibilité du gap est forte, plus sa valeur est affectée par un mouvement des taux. Dans l'hypothèse où l'entreprise désire se protéger contre une baisse, elle cherche à réduire sa sensibilité et donc son gap. Pour cela, elle doit principalement agir sur ses engagements.

Elle peut :

- ▶ réduire le terme de ses engagements à taux fixe ;
- ▶ rééchelonner ses dettes à taux fixe contre d'autres à taux variable.

L'entreprise doit s'assurer au préalable qu'il s'agit bien d'une tendance de long ou moyen terme et non d'un mouvement momentané.

2

La position de change

Le risque de change naît dès qu'un agent affiche une position nette en une devise qui n'est pas sa devise de compte. Pour une devise donnée, la position nette est le solde de l'ensemble des éléments de passif et des éléments d'actif libellés dans la devise, que ces éléments soient présents, futurs ou conditionnels.



Une position de change en une devise donnée est dite « longue » lorsque les actifs dans cette devise sont supérieurs aux éléments de passif libellés en cette même devise. L'agent est alors exposé à la baisse de cette devise. Inversement, la position de change est dite « courte » lorsque les éléments de passif sont supérieurs aux actifs en cette même devise. Le risque de l'agent réside dans la hausse de la devise d'exposition. La position est dite « nulle » ou « soldée » lorsque les éléments de passifs et d'actifs pour une même devise sont égaux. Cette définition englobe les différents aspects et natures du risque de change tel qu'il est vécu par les agents économiques (entreprises, investisseurs, etc.) qui y sont soumis.

Ainsi, une entreprise dont les créances en dollars sont plus importantes que les dettes en dollars aura une position longue en dollars : elle sera exposée à une dépréciation de la devise. Au contraire, une entreprise dont l'endettement en francs suisses dépasse les placements en francs suisses a une position courte en francs suisses : elle est exposée à une appréciation de la devise. La détermination d'une position de change implique que soient prises en compte toutes les opérations en devises – commerciales (clients, fournisseurs), financières (prêts, emprunts), autres (redevances associées aux brevets, flux d'intérêts ou de dividendes) – et doit être réajustée périodiquement. On distingue traditionnellement trois types de risque de change.

2.1 La position de change transactionnelle

Le risque de transaction naît des opérations commerciales réalisées en devises. Il se traduit dans le bilan de l'entreprise par des créances clients et des dettes fournisseurs, définies et réglées en devises autres que sa devise de compte. Bien souvent, ce risque apparaît avant la facturation : ainsi en va-t-il pour des entreprises dont les prix de catalogue sont fixés en devises ou pour des firmes qui soumissionnent à des appels d'offres internationaux. Le risque de change se matérialise par des impacts sur la marge et donc la rentabilité de l'entreprise. Nous pouvons résumer la position de change par une simple équation (voir tableau 2.1).

Tableau 2.1 Position de change

Position de change (PC) = Devises à recevoir - Devises à livrer			
Position courte		Position longue	
Créances (devises à recevoir)	Dettes (devises à livrer)	Créances (devises à recevoir)	Dettes (devises à livrer)
 PC < 0			 PC > 0
Dettes > Créances Hausse de la devise = Perte Baisse de la devise = Gain		Créances > Dettes Hausse de la devise = Gain Baisse de la devise = Perte	

Il est important de comprendre que ce risque de change naît dès l'élaboration du budget ou d'une offre (voir figure 2.1). Ses impacts sur la marge sont déjà quantifiables.