

COMPTES L'évolution des devises peut avoir une influence très négative sur le résultat d'une entreprise. Plusieurs moyens existent pour réduire ce risque.

Comment se prémunir contre le **risque de change**

Depuis quelques mois, l'euro est en baisse par rapport au dollar : la monnaie unique valait 1,16 dollar le 22 janvier dernier, contre 1,39 en mai 2014. Cette évolution des devises profite aux entreprises qui produisent ou achètent en zone euro et réalisent une grosse partie de leurs ventes en billets verts (les grands vignobles français, par exemple). *A contrario*, les compagnies aériennes comme Air France

devenue cruciale pour les grands groupes. Les montants en jeu peuvent être colossaux dans certains secteurs, comme l'aéronautique où 80 % des ventes sont réalisés à l'export : une hausse de 10 cents de l'euro par rapport au dollar représente pour Airbus 1 milliard d'euros de résultat opérationnel * en moins.

Une couverture « naturelle »

Pour limiter l'impact des variations de change, plusieurs stratégies sont envisageables. La plus évidente consiste à le répercuter directement sur le prix de vente. Les transformateurs de matières premières, par exemple, indexent fréquemment leurs tarifs sur la devise d'achat : autrement dit, ils font varier leurs prix dans les mêmes proportions que

le taux de change de référence. Une telle politique est difficilement applicable lorsqu'on s'adresse à des particuliers, sauf dans les rares cas où l'élasticité-prix * est faible – dans le luxe, par exemple. Confronté à la chute du yen, le groupe LVMH a ainsi annoncé en 2013 une hausse soudaine de 12 % de ses prix au

Japon. « *Les clients de ces produits ne sont pas à 10 000 yens [70 euros] près* », commentait à l'époque un analyste financier. De fait, cette décision n'a pas freiné les ventes de sacs à main.

Peu de groupes disposent néanmoins d'une telle marge de manœuvre. Certains comptent sur leur présence internationale pour réduire l'aléa monétaire : ils s'efforcent de produire et de vendre au même endroit, du moins dans la même devise. « *L'internationalisation du processus de production offre une sorte de protection "naturelle" contre les mouvements du taux de change* », rappelle ainsi le Centre d'études prospectives et d'informations internationales (Cépii) (voir « En savoir plus »). Quand l'euro est à son pic, comme en 2007-2008, les industriels européens sont particulièrement tentés de délocaliser. Une tendance qui n'est pas sans conséquence pour l'emploi...

Une autre possibilité consiste à libeller les ventes dans sa propre monnaie.

“ On ne peut pas supprimer le **risque de change**, on peut simplement le gérer ”

UN SPÉCIALISTE

ou Lufthansa, qui achètent leur kérosène en dollars mais génèrent la majorité de leur chiffre d'affaires en zone euro, voient leurs profits affectés par l'affaiblissement de la monnaie européenne.

Avec la mondialisation des échanges, la gestion du risque de change est donc



A350 de Qatar Airways. Une hausse de 10 cents du taux de change de l'euro par rapport au dollar représente 1 milliard d'euros de résultat opérationnel en moins pour Airbus.

En 2007, Areva avait par exemple signé avec la Chine un contrat d'environ 7 milliards d'euros, prévoyant que le règlement se ferait en monnaie européenne. Ce type de *deal* constitue cependant l'exception plutôt que la règle.

Des instruments financiers

Pour la majorité des entreprises qui ne peuvent ni s'affranchir du risque de change ni le répercuter sur leurs clients sans autre forme de procès, il existe des instruments financiers permettant de « couvrir » ce risque. Les plus utilisés sont les opérations à terme : elles consistent à négocier dès aujourd'hui le taux de change sur la base duquel l'entreprise échangera la devise demain. Exemple : une société espagnole commande pour 5 millions de dollars à un fournisseur américain, montant qu'elle doit payer dans trois mois. Grâce à l'achat à terme, elle négocie dès aujourd'hui la somme en euros qu'elle devra verser à ce moment-là. Si l'euro baisse d'ici là, l'entreprise sera « protégée » ; mais si l'euro s'apprécie, elle n'en profitera pas.

Plus flexible, l'option est un contrat d'assurance qui donne le droit d'acheter (*call*) ou de vendre (*put*) des devises à un certain prix et sur une certaine durée, tout en laissant la latitude de renoncer à ce droit si le marché offre de meilleures conditions. Contrairement aux transactions à terme, les options ne sont disponibles que pour les grands marchés. Et elles peuvent coûter cher.

« Acheter du temps »

« Notre politique de couverture de change vise à "acheter du temps" »,



- **Résultat opérationnel** : profit ou perte généré(e) par l'entreprise, hors prise en compte des frais financiers et des impôts.
- **Elasticité-prix** : impact des variations de prix sur la demande. Lorsque l'élasticité-prix est forte, toute hausse de tarif entraîne une chute des ventes.
- **Obligation** : titre de dette émis par une entreprise, qui donne droit à des intérêts et à un remboursement à échéance.

DÉRIVE

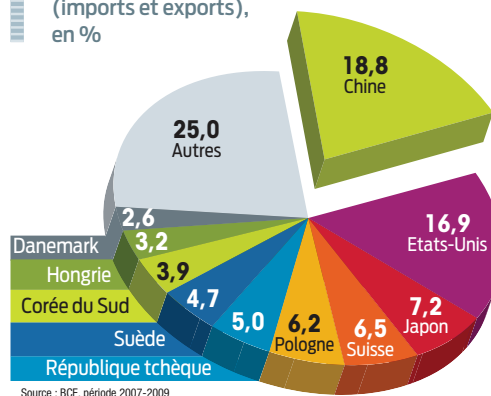
Les affres de la spéculation

Les produits de change sont censés couvrir les risques, mais il arrive que des trésoriers d'entreprise se prennent au jeu : ils se croient « plus malins que le marché » et se mettent à spéculer. En 2008, le groupe brésilien Aracruz Celulose a ainsi perdu 2,4 milliards de dollars en pariant des sommes démesurées contre le dollar. Une mésaventure qui lui valut d'être racheté par un concurrent.

Les nouvelles règles comptables internationales IFRS imposent toutefois aux entreprises d'afficher dans leurs comptes toutes les opérations de couverture de change. Les auditeurs repèrent donc beaucoup plus facilement les excès. « *La réglementation nous oblige à rester dans notre rôle, celui d'accompagner l'activité* », conclut la trésorière d'une entreprise multinationale.

LA CHINE, PREMIER PARTENAIRE DE LA ZONE EURO

Part des principaux partenaires commerciaux de la zone euro (imports et exports), en %



Source : BCE, période 2007-2009

explique le trésorier d'un grand groupe international basé en France et présent en Russie. « *Ces derniers mois, le rouble a perdu près de 40 % de sa valeur face à l'euro. Une dépréciation de cette ampleur se traduit nécessairement par de l'inflation, car les importations se renchérissent. Grâce aux instruments de couverture, nous avons pu protéger nos prix et nos marges, le temps de nous adapter aux nouveaux équilibres. Parfois la violence des variations est éphémère ; la couverture nous donne alors un peu de recul pour réagir à juste proportion.* »

L'horizon de couverture varie selon le secteur : environ six mois dans la grande distribution, plusieurs années dans les industries aux cycles de production étendus (aéronautique, nucléaire, transport ferroviaire...). Ainsi, Air-

bus a déjà couvert près de 100 % de ses ventes prévisionnelles jusqu'à la fin 2016. Mais aller trop loin dans l'anticipation peut constituer une erreur si l'entreprise, prisonnière de ses engagements, passe à côté d'évolutions favorables qui profitent à ses concurrents. « *On ne peut pas supprimer le risque de change, on peut simplement le gérer* », résume un spécialiste.

Outre leurs ventes et leurs dépenses en devises étrangères, les grands groupes doivent également couvrir les mouvements de *cash* entre filiales. Prenons l'exemple de Nestlé. La forte appréciation récente du franc suisse pénalise le groupe coté en Suisse (qui verse un dividende en francs suisses à ses actionnaires), car les profits remontant de ses filiales à l'international voient ainsi leur valeur chuter. Le siège limite cependant la casse en couvrant les résultats provenant de l'étranger. Pour équilibrer les entrées et les sorties de *cash*, il peut aussi être opportun de s'endetter (donc de verser des intérêts) dans les zones qui dégagent du profit. C'est dans cette optique qu'Apple a réalisé l'an dernier sa première émission d'obligations * en euros [1].

■ Thomas Lestavel

[1] En passant, le groupe américain profite aussi des taux européens particulièrement attractifs (de l'ordre de 1 %, soit trois fois moins qu'aux États-Unis).

en savoir plus <

➤ **Pierre Vernimmen. Finance d'entreprise**, voir le chapitre 54 « La gestion des risques dans l'entreprise », Dalloz, 2014 (12^e édition).

➤ « **Les exportateurs français face aux variations de l'euro** », Cépil, janvier 2014, accessible sur www.cepil.fr/PDF_PUB/lettre/2014/let340.pdf

➤ « **Baisse de l'euro et désinflation compétitive. Quel pays en profitera le plus ?** », OFCE, novembre 2014, accessible sur www.ofce.sciences-po.fr/pdf-articles/actu/Baisse-de-l-euro.pdf