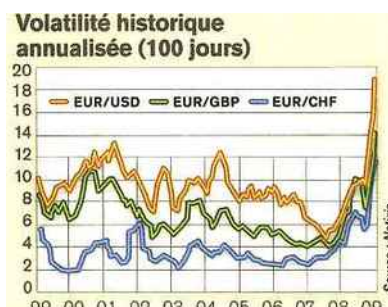


Quand la prévision devient imp

« Le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème. » La célèbre boutade de John Connally, secrétaire d'État américain dans les années 70, est plus que jamais d'actualité pour les entreprises. Comment réagir face aux évolutions pour le moins erratiques du cours du dollar face à l'euro ? En se couvrant. Car la prévision n'a jamais été aussi aléatoire.

L'évolution du taux de change entre les deux devises en 2008 a été symptomatique de la forte volatilité qui règne désormais sur le marché des changes : un rallye à la hausse de l'euro pendant toute la première partie de l'année (de 1,45 à 1,60), suivi d'un décrochage brutal pour atteindre 1,30 à l'heure où ces lignes sont écrites. « Et le tout avec des variations quotidiennes très importantes », souligne Daniel Latouche, responsable des ventes de produits dérivés de crédit et change à la Société Générale.

Les autres grandes devises internationales ont aussi été très chahutées en 2008 et seront sans doute toujours sous pression en 2009. La livre a dévié à partir de novembre pour atteindre un plus bas depuis sept ans face à l'euro, tandis que le yen s'est au contraire apprécié de manière continue. Quant aux devises des pays émergents, elles ont toutes plongé : les devises du Brésil (real) et du Mexique (peso) ont perdu plus de 20 %, celles d'Europe de l'Est ont reculé de 10 à 20 % face à l'euro et au dollar, le rouble russe a chuté de 21 % en deux mois. Au total, la volatilité sur le mar-



La volatilité des taux de change s'est fortement accrue à partir de 2008.

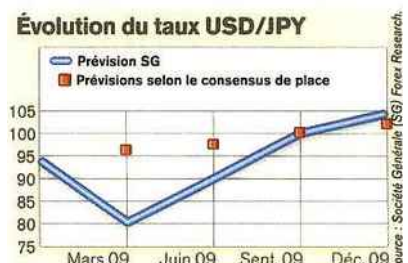


ché des changes n'a jamais été aussi élevée. « La volatilité historique des parités de change est passée de 6 % en janvier 2008 à 14 % en janvier 2009 », constate Éric Popelin, responsable des ventes chez HSBC. Et dans le contexte actuel, il n'y a pas de raison que ça change. En effet, la crise entraîne des réallocations de portefeuille à grande échelle qui se traduisent par de gigantesques flux internationaux de capitaux.

Au CIC, on estime que les craintes des investisseurs, l'absence des arbitragistes sur le marché (qui ont un rôle de régulateur), la diffi-

culté du système financier à lever des capitaux sont des facteurs d'instabilité qui persisteront en 2009. Dans ce contexte, il devient très difficile de faire des prévisions ou même de simplement analyser l'évolution constatée. Pour la livre sterling, on peut raisonnablement comprendre la dégringolade au vu de la situation très critique de certaines banques britanniques et du ralentissement de la croissance au Royaume-Uni.

L'évolution de la parité euro contre dollar ne s'explique pas en revanche par des critères traditionnels. Depuis août, le dollar se raffermi face à l'euro alors que la Fed propose un taux d'intérêt quasi nul et que les États-Unis traversent la crise que l'on sait. « Les données macroéconomiques ne permettent plus de faire des analyses sur la parité euro-dollar », reconnaît Éric Popelin. Pour expliquer les variations *a posteriori*, les économistes se fondent sur le cours du pétrole (quand il baisse, le dollar monte) et surtout sur l'aversion au risque : le dollar fait encore office de valeur refuge, « car il donne accès au marché obligataire américain, jugé plus sûr », explique





ossible

Marc Vannini, du CIC. Ce dernier critère, appelé le « Fly to quality », semble déterminer la plupart des prévisions 2009 : tant que la crainte liée à la crise sera présente, le monde continuera à acheter du dollar pour se protéger. Et lorsque l'on verra la sortie de crise, ce sont les premiers pays à montrer des signes de reprise qui devraient bénéficier d'une appréciation de

L'évolution des parités dépendra de l'efficacité des plans de relance

leur devise. Pour Eric Popelin, l'évolution des parités dépendra avant tout de l'efficacité des plans de relance. Les premiers pays à repartir verront leur monnaie s'apprécier. En attendant, ce critère étant difficile pour ne pas dire impossible à anticiper, les prévisions pour 2009 semblent pour le moins aléatoires. Selon une enquête réalisée en janvier par Reuters auprès de 50 éco-

nomistes, la prévision moyenne table sur un euro se situant entre 1,30 et 1,34 dollar à la fin de l'année. Mais un mois auparavant, les mêmes analystes anticipaient une parité comprise entre 1,24 et 1,25 dollar... Et les disparités entre les études sont élevées. HSBC, par exemple, prédit un euro à 1,50 dollar à la fin de l'année, tandis que les experts de la Société Générale le voient à cette même échéance à 1,30 et ceux de Natixis à 1,33.

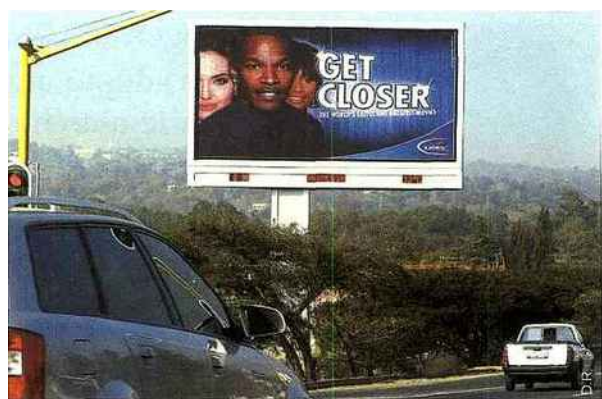
Laurent Ducoux

TEMOIGNAGE



Emmanuel Guzman, directeur financier de Prismaflex « La fluctuation des devises pèse sur nos choix d'investissement »

« L'extrême volatilité des taux de change rend difficiles les stratégies et les décisions », reconnaît Emmanuel Guzman, le directeur financier de Prismaflex. Ce fabricant de panneaux d'affichage et imprimeur grand format, dont le siège social se trouve dans la région Rhône-alpes, est un leader mondial sur le marché des équipements pour panneaux et des affichages publicitaires. Prismaflex compte trente imprimeries installées dans le monde et commercialise ses produits dans 120 pays. Une stratégie internationale qui la rend particulièrement sensible aux fluctuations des taux de change. Sur les neuf premiers mois de l'exercice 2008-2009, le chiffre d'affaires de Prismaflex, de 42,91 millions d'euros, a baissé de 6,8 % par rapport aux neuf premiers mois de l'exercice 2007-2008 en raison de la crise, mais aussi du change. À taux de change constants, cette baisse aurait été ramenée à 1,7 %. C'est dire l'impact de « l'effet devises ». Rien que pour le troisième trimestre de l'année 2008, les variations de taux de change ont pesé lourdement : le chiffre d'affaires consolidé a chuté de 12,4 %, mais le recul aurait été de 8 à 9 % à taux constants, selon Prismaflex. « À la fin du troisième trimestre, nous enregistrons une perte de 2,3 millions d'euros en raison des pertes de change, regrette Emmanuel Guzman. Avec la livre sterling, c'est l'horreur ! Entre mars 2008 et aujourd'hui, elle a fluctué de 23 %. Cela représente des pertes énormes pour nous. Mais quelle stratégie adopter ? D'habitude nous jouons sur la proximité



Prismaflex commercialise des panneaux d'affichage dans 120 pays.

entre les pays pour atténuer l'effet devises : on peut produire dans un pays plutôt que dans un autre. Mais là, nous sommes dépassés par la volatilité des taux de change. Nos investissements sont lourds. Faut-il faire le dos rond ou prendre des mesures adaptées mais qui nous engagent sur le long terme quand le marché est imprévisible ? Difficile de trouver la réponse juste. La fluctuation des devises grève une partie de notre chiffre d'affaires, mais elle pèse aussi sur nos choix d'investissement. »

Guillaume de Dieuleveult

Comment choisir sa couverture

Avec une très forte volatilité et des prévisions peu nettes, se couvrir contre les variations de change n'a jamais semblé aussi nécessaire. Heureusement, il n'est pas besoin pour cela de disposer dans son entreprise d'un expert en produits dérivés.

Les banques proposent des offres simples dans leur principe et suffisamment étoffées pour répondre à tous les types de besoin. Pour choisir la bonne couverture, il faut cependant être conscient des deux grands types de mécanisme existant aujourd'hui sur le marché. Les produits de couverture proposés par les banques sont en effet composés de deux catégories, le terme et les options, mais elles offrent aussi des produits hybrides.

1

LA COUVERTURE À TERME

> Un mécanisme simple

La couverture à terme permet de fixer aujourd'hui le cours d'une devise que

l'on percevra, ou dont on devra s'acquitter, dans le futur, à l'échéance d'un contrat. L'entreprise et sa banque s'engagent aujourd'hui sur un cours défini à l'avance, le cours « à terme ». Ainsi un exportateur qui facture en devises et accorde à son client un délai de paiement est en mesure de s'assurer à l'avance du cours auquel il pourra échanger les devises à recevoir. Il est donc certain du montant qu'il percevra dans sa propre devise à l'échéance. Le cours à terme (« forward ») est défini à partir du cours au comptant du jour (« le spot »), ajusté du déport ou report, résultante mathématique du différentiel de taux d'intérêt entre l'euro et la devise concernée.

En ce début 2009, par exemple, les taux ont tellement baissé aux États-Unis que la parité euro contre dollar est en déport : le cours forward est donc plus favorable que le cours spot. « Un exportateur qui facture

en dollar est donc incité à se couvrir, puisqu'il profite ainsi mécaniquement d'un léger avantage de change », constate Daniel Latouche.

> Une utilisation aisée

Cette technique de couverture présente l'avantage d'être aisée à utiliser sur le plan administratif et adaptée à toute forme de contrat, de montant et de devises. Il existe même des formules (par exemple « Budget fixe » du CIC) où la couverture est allouée pour une enveloppe globale de devises, utilisable à discrétion en fonction des besoins. C'est idéal au moment de préparer un budget annuel, quand on ne maîtrise pas dans le détail les montants ou les dates d'échéance.

> Des risques

Il ne faut cependant pas en conclure que la couverture à terme constitue la panacée. Car, contrairement aux apparences, elle n'exempte pas de tout risque.

TEMOIGNAGE



Cécile Bélanger, vice-présidente d'Evolis

« Nous avons adopté une stratégie de réduction des coûts sur le marché asiatique »

S'adapter pour maintenir ses performances à l'international. C'est la stratégie mise en place par Evolis dans un contexte difficile. Cette entreprise installée à Angers réalise 92 %

de son chiffre d'affaires à l'export. En quelques années, elle est devenue le numéro 4 mondial des fabricants d'imprimantes pour cartes plastique. Evolis compte parmi sa clientèle la RATP, les casinos Partouche ou encore l'Union indienne des permis de conduire. Elle vend ses produits dans 90 pays, via quatre sites : Angers, Miami, Singapour et Tokyo. Malgré une conjoncture défavorable à l'euro, Evolis a su maintenir en 2008 une progression de 2,2 %. Un chiffre d'affaires dont la croissance s'établirait à 4,2 % à taux de change euro/dollar constant, affirme la société. En 2008, le chiffre d'affaires de l'entreprise a été tiré par les marchés américain, moyen-oriental, africain et européen.

C'est l'Asie qui ralentit la croissance du chiffre d'affaires de la PME angevine, qui subit une baisse 27 % de son chiffre d'affaires sur cette zone. « Le marché asiatique est très sensible au prix, explique Cécile Bélanger, vice-présidente d'Evolis. En 2008, nous avons donc adopté une stratégie de réduction des coûts sur cette zone. Certains clients

n'ont pas besoin de l'intégralité de nos services. Nous leur proposons des services adaptés. Cela nous permet de nous situer plus avantageusement face à la concurrence. »

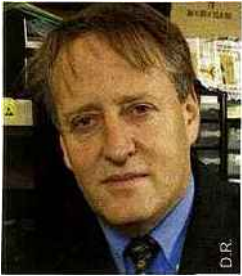
« Plus généralement, poursuit Cécile Bélanger, l'année 2008 a été séparée en deux périodes. La première va jusqu'au mois de juillet, avec un euro à 1,60 dollar. Ce taux de change a eu trois impacts sur notre activité : une baisse des ventes en dollars, une perte de marge et une perte de compétitivité sur les marchés les plus sensibles au prix : marché asiatique mais aussi américain, explique-t-elle. L'Europe, où les questions de qualité et de service sont aussi très importantes, est moins sensible aux variations de prix. Dans la zone dollar, notre compétitivité n'a pas été atteinte car nous vendons en dollars.

Mais notre consolidation s'est appauvrie. À partir de juillet, quand le dollar s'est renforcé par rapport à l'euro, nous avons continué à travailler vers une optimisation des coûts. Nous sommes forcés de procéder à des ajustements, mais nous restons persuadés que, malgré sa sensibilité au prix, le marché asiatique conserve un fort potentiel de développement. »

G. d.D.



Evolis est numéro 4 des fabricants d'imprimantes pour cartes plastique.

TEMOIGNAGE**Alain Eisenstein, P-dg d'Ophrys Systèmes****« Nous avons la chance de faire nos affaires en dollars »**

Malgré une conjoncture plutôt désavantageuse, Ophrys parvient à équilibrer les fluctuations de taux de change car cette société vend et achète en dollars comme en euros. Numéro trois mondial de

l'audioguidage, Ophrys Systèmes a été créée en 1992 sur un concept alors précurseur. Aujourd'hui, cette PME grenobloise affiche un chiffre d'affaires de 4,3 millions d'euros dont 51 % est réalisé à l'export. En 2008, son chiffre d'affaires a progressé de 11 % alors qu'en 2007 l'augmentation était de 38 %. Un ralentissement de la croissance qui serait plus imputable à une mauvaise conjoncture économique qu'au jeu des taux de change, d'après la direction de l'entreprise.

Ophrys Systèmes recense des clients célèbres comme l'Empire State Building, aux États-Unis, le musée de Louxor, en Égypte ou celui du Kremlin, en Russie. La PME produit environ 7000 audioguides par an – sur un marché qui en compte 40 000 –, vendus principalement en Europe, en Asie, aux États-Unis et en Australie. La société travaille avec des distributeurs sauf aux États-Unis, en Chine, au Japon et en Allemagne où elle a ses propres filiales.

« Nous achetons à l'étranger, mais nous vendons aussi à l'export, via

nos filiales, dans les monnaies locales, explique Alain Eisenstein, P-dg d'Ophrys. Globalement, cela permet d'équilibrer les variations de change.

Je pense que l'effet taux de change a fait baisser notre chiffre d'affaires de 1,5 % en 2008. C'est relativement faible. Nous avons la chance de faire des affaires en dollars : nous vendons, mais nous achetons aussi en dollars. Nos comptes sont équilibrés car, en cas de baisse du dollar par rapport à l'euro, nous gagnons dans un sens ce que nous perdons dans l'autre. Nous avons plus de problèmes avec nos distributeurs externes : ils vont plus facilement se retourner vers nous pour nous demander d'assumer une hausse des prix due à l'augmentation de l'euro par rapport à leur monnaie de référence. Notre principal problème, en ce moment, c'est la Grande-Bretagne. La livre a baissé de 15 % ces trois derniers mois. Nous avons beaucoup d'affaires en dans ce pays ces temps-ci : c'est un mauvais hasard qui nous fait perdre au moins 10 % de notre chiffre d'affaires sur ce marché. »



Ophrys Systèmes est numéro 3 de l'audioguidage.

G. d.D.

Risque n° 1 : se retrouver avec des devises à fournir même si la commande est impayée.

D'abord le contrat a un caractère ferme et définitif. Si, pour une raison ou pour une autre (une annulation de commande, par exemple), l'exportateur n'est pas payé à l'échéance par son client, il doit tout de même livrer les devises à sa banque à la date prévue. Si le cours a évolué de manière défavorable, il peut être amené à acheter les devises pour un prix en euros plus élevé que celui auquel il va immédiatement les revendre. Il aura alors en définitive subi une perte de change. Des prorogations, ou des levées par anticipation, sont toujours possibles, mais inopérantes en cas de non-paiement pur et simple. Ce type de couverture doit donc être réservé aux opérations commerciales fermes, conclues avec des partenaires sûrs. Elle n'est pas adaptée pour se couvrir pendant la phase de négociation.

Risque n° 2 : ne pas profiter d'une évolution favorable du change

L'autre risque est de ne pas profiter d'une évolution favorable de la devise. Prenons ainsi

l'exemple d'un exportateur qui, en juillet dernier, se serait couvert sur une créance de 10 000 dollars à six mois. À l'époque, le cours à terme était de 1,60 dollar pour 1 euro. Avec cette couverture, sa facture de 10 000 dollars ne lui rapporterait aujourd'hui « que » 6 250 euros. Alors que si elle n'avait pas été couverte, ce sont 7 700 euros que toucherait aujourd'hui l'exportateur. Soit un manque à gagner de 18 % ! Il s'agit là du défaut majeur de la couverture à terme : elle supprime le risque de change, mais peut créer des coûts d'opportunité finalement tout aussi importants. Aussi est-il recommandé de ne pas l'utiliser aveuglément en toute circonstance, mais au contraire avec un regard critique sur les niveaux relatifs des taux de change. Un importateur qui doit payer à six mois une facture libellée en livres sterling aurait aujourd'hui sans doute raison d'utiliser la couverture à terme. La livre a atteint un plus bas historique face à l'euro et une remontée du cours, qui alourdirait sa note, paraît une hypothèse suffisamment raisonnable pour s'en proté-

ger. À l'inverse, un exportateur ne ferait sans doute pas un bon choix en figeant la parité actuelle : il se couvrirait contre un risque peu probable (une poursuite de la baisse) tout en se privant des possibilités de rebond de la devise britannique.

2**LES OPTIONS**

Lorsque l'on souhaite se protéger d'une évolution défavorable des cours tout en gardant la possibilité de profiter d'un gain éventuel, il faut se tourner vers la deuxième catégorie de produits proposés par les banques : les options.

> Un mécanisme qui s'apparente à une assurance

Une option donne le droit à son acheteur d'acheter (« call ») ou de vendre (« put ») une quantité déterminée de devises à un prix fixé au départ. La différence essentielle avec la couverture à terme est que l'entreprise n'est pas obligée à l'échéance d'acheter ou de vendre les devises au prix garanti. Si l'évolution des cours lui a été favorable, elle n'utilise tout

simplement pas son option et achète ou vend les devises au comptant pour profiter du gain de change. Dans le cas inverse, elle exerce son option, bénéficie du cours auquel elle s'est garantie et ne subit pas de perte de change. Une véritable assurance tout risque en quelque sorte qui, comme toute assurance, entraîne le paiement d'une prime.

> Un coût plus élevé

Le montant de cette prime dépend de plusieurs variables, telles que le cours garanti et l'échéance, mais il est surtout fortement corrélié à la volatilité du marché. « Toute chose égale par ailleurs, une volatilité qui double entraîne le doublement de la prime », explique Éric Popelin, de HSBC. Autant dire que, dans le contexte actuel, une option coûte cher : elle peut représenter entre 4 et 6 % du montant couvert à six mois, et jusqu'à 8 % pour une couverture à un an. Et, pour ne rien arranger, la prime se paie comptant.

On a vu cependant plus haut que le choix de la couverture à terme à un mauvais moment peut coûter beaucoup plus cher. En

outre, il est possible de diminuer sensiblement la note en jouant sur le niveau de protection que l'on choisit.

> Les avantages de la souplesse

Malgré son coût, ce type de couverture est particulièrement adapté aux opérations où l'entreprise doit s'avancer sur un prix en devises sans certitude sur le dénouement, comme répondre à un appel d'offres ou éditer un catalogue. Les options procurent aussi de la souplesse en matière de trésorerie : elles sont négociables sur un marché réglementé et parfaitement liquides et il est ainsi parfaitement possible de les revendre avant l'échéance.

3 LES PRODUITS «HYBRIDES»

Conscientes que le choix entre les deux catégories de couverture peut s'avérer cornélien pour les entreprises, les banques proposent également des produits hybrides, combinant les avantages des deux

formules. La solution la plus courante consiste en une couverture à terme dont le cours à terme est révisable en cours de route.

L'entreprise peut conclure avant l'échéance un nouveau contrat à terme si cela lui est favorable. Elle profite alors en partie du gain de change. Cette nouvelle couverture étant

Condition d'une stratégie cohérente : savoir combiner plusieurs formules

signée avec un cours à terme partiellement modifié en faveur de la banque, les deux parties sont alors gagnantes. Ce panachage illustre bien la difficulté inhérente à la couverture du risque de change : aucune solution n'est idéale en tout temps et pour toutes les devises. Une couverture adaptée un jour sur une devise ne le sera pas forcément six mois plus tard. Établir une stratégie cohérente demande donc une certaine réactivité et la faculté à combiner plusieurs formules, voire, si l'incertitude est trop grande, à faire le forcing pour transférer le risque sur son partenaire commercial. ☛

L. D.

Les assurances Coface : un autre moyen de se couvrir pour les exportateurs

La Coface propose, pour le compte de l'État, des garanties de change aux exportateurs français, destinées à les couvrir pendant la période de négociation des contrats dans la phase d'exécution. Deux produits sont proposés : « assurance change négociation » et « assurance change contrat ». Voici leurs principales caractéristiques.

Nom	Aléa couvert	Conditions d'éligibilité	Possibilité de participation au gain de change	Prime
« Assurance change négociation »	Cours garanti pendant la négociation et après la signature du contrat lors d'une réponse à un appel d'offres international.	Montant maximum couvert : 120 millions d'euros en USD. Durée de la garantie : négociation (de 3 à 24 mois) + durée d'exécution et paiement du contrat.	Oui, sur option et pendant la phase de négociation uniquement.	Exemple, en janvier 2009 : garantie négociation avec intéressement à 50 %. Durée de négociation : 3 mois. Prime : 0,055 %, payée lors de la mise en place de l'assurance. Le solde de 0,260 % n'est dû qu'en cas de succès commercial.
« Assurance change contrat »	Cours garanti après la signature du contrat et jusqu'à l'échéance de celui-ci.	Montant maximum couvert : 15 millions d'euros.	Non. L'éventuel gain de change est reversé à Coface une fois le paiement perçu.	Minimum de 150 euros.