

Opérations de change à terme : le montant couvert est-il adéquat ?

Que se passe-t-il lorsqu'un exportateur est amené à vendre de la devise étrangère pour couvrir une rentrée future de devises ? Pour quels cas de figure devra-t-il opter, et à quels dangers sera-t-il exposé ? Quelques conseils s'imposent.

Si, postérieurement à la date de l'opération de couverture, il apparaît à l'exportateur que le montant de devises à recevoir diffère de celui envisagé lors de la date de couverture - à tout le moins si la différence entre le montant couvert et le (nouveau) montant attendu est non négligeable -, il sera confronté à deux cas de figure.

Le montant couvert s'avère insuffisant

Concrètement, cela signifie que la rentrée en devises va être plus importante que prévu. Dans ce cas, il y aura lieu de mettre en place une couverture complémentaire, dont le cours à terme différera (sauf coïncidence) de celui de la couverture initiale. En effet, la maturité de la nouvelle opération sera plus courte et le nouveau cours à terme sera inévitablement plus proche du cours spot en vigueur lors de la mise en place de cette seconde opération; de plus, les taux d'intérêt en EUR et dans la devise couverte peuvent avoir varié entre-temps. A l'arrivée des devises, le cours effectif de conversion pour l'ensemble de l'opération sera fonction des deux cours à terme convenus et des montants respectifs sur lesquels ils auront été fixés.

Par exemple, pour une première couverture de \$ 10 millions @ 1.3010 et une couverture ultérieure de \$ 2 millions @ 1.2860, le cours global de l'opération, pour les \$ 12 millions, est la *moyenne pondérée* des deux cours à terme : $(10\,000\,000 * 1.3010 + 2\,000\,000 * 1.2860) / (12\,000\,000) = 1.2985$ (dans le domaine de la finance de marché, «@» introduit toujours un prix ou un taux d'intérêt, à payer ou à recevoir; il signifie donc «à» mais permet de le distinguer d'un autre «à». Exemple : j'achète un call à 3 mois @ 1.22 EUR; avec cet usage, on sait que s'il y a un «@», on parle d'office d'un prix (ou d'un taux d'intérêt) à payer ou recevoir; dans certains cas, cela permet d'éviter une ambiguïté.

Exemple : un cap à 4% @ 0.32 % signifie que le niveau du cap se situe à 4% et qu'il coûte 0.32 %).

Le montant couvert doit être revu à la baisse

Dans ce cas, il s'avère excéder le montant en devise qui sera effectivement perçu.

Prenons comme exemple le cas de la couverture à terme à 6 mois d'une rentrée de dollars, pour un nominal de \$ 10 millions; supposons que 2 mois après la mise en place de cette couverture, il s'avère que la rentrée en dollars ne portera que sur 4 000 000. Au lieu d'être sensible au risque de baisse du dollar - qui a motivé la mise en place de la couverture - , l'exportateur se trouve maintenant, à concurrence des 6 millions excédentaires, exposé au risque de hausse du dollar ! En effet il les a vendus à terme, mais sait désormais qu'il ne va pas les recevoir. Dans pareil cas, on parle de *risque de change inversé*.

Eu égard aux deux cas de figure présentés, les deux écueils les plus graves sont :

- la tentation de mettre en place une couverture à terme avant finalisation de contrat : dans ce cas, le risque de change inversé peut porter sur la totalité du montant couvert, si le contrat d'exportation n'est finalement pas conclu;
- la confusion entre volonté de couverture et spéculation, qui peut se présenter lors d'une phase de baisse de cours de la devise étrangère : par exemple, la baisse sensible du dollar l'an dernier pourrait avoir amené certains à «sur-couvrir» des opérations sur 2005, ce qui revient à spéculer sur la poursuite de cette baisse ou à tout le moins un statu quo : les premiers mois de 2005 montrent le danger d'une telle attitude, en fait à caractère purement spéculatif.

Tant pour éviter le risque de change inversé que l'aléa du cours à terme lors d'un complément de couverture ultérieur, il faut pouvoir disposer d'une information suffisamment précise sur le montant en devise qui sera perçu, avant de mettre en place l'opération de change à terme dans des conditions optimales.

Alain RUTTIENS, Spécialiste dans le domaine du change, des taux d'intérêt et des produits dérivés