

Change : la couverture de la dette en devises

Pour couvrir les flux de leurs emprunts en devises étrangères et fixer la charge de leur dette en euros, certaines entreprises industrielles et commerciales utilisent des swaps de devises à long terme, où il s'agit de couvrir dès le début de l'emprunt tous les flux futurs en devise étrangère, alors que d'autres préfèrent mettre en place des swaps de change à plus court terme reconduits tout au long de la vie des emprunts.

D'apparence semblable, ces deux stratégies ont en réalité des caractéristiques très différentes en termes de couverture des risques de marché, de risque de liquidité, de coût, d'accès au marché.

Le risque de marché

Lorsque la couverture est réalisée par des swaps de change reconduits périodiquement, les conditions de renouvellement de la couverture ne sont pas figées. Ainsi, s'il devient plus onéreux de se procurer des euros contre la devise étrangère, le coût de la couverture augmente. Ce risque est symétrique puisque les conditions d'accès à l'euro contre la devise étrangère peuvent aussi s'améliorer.

A contrario, les conditions d'un swap de devises sont fixées dès sa mise en place, et jusqu'à son terme, permettant ainsi d'obtenir une visibilité à 100% des charges en euros liées à la dette en devise.

Le risque de liquidité

Lorsque la couverture de la dette en devise est réalisée par des swaps de change reconduits périodiquement, toute variation du taux de change génère un flux à l'expiration du swap, positif ou négatif, et fait donc porter un risque de liquidité à l'emprunteur en devises.

Si la couverture est réalisée par un swap de devises long terme, et que ce swap est soumis à un accord de collatéral, le risque de liquidité se traduit de manière équivalente par des flux entrants ou sortants dans les appels de marge. Là encore le risque est symétrique puisque la variation de la parité peut entraîner une diminution ou une augmentation du financement disponible en euro.

En revanche, un swap de devises non collatéralisé ne génère aucun risque de liquidité, le montant du financement en euro est figé et certain.

L'accès au marché et les coûts de transaction

Si toutes les entreprises ne peuvent pas prétendre avoir accès au swap de devises sans collatéral, le coût de transaction prélevé par la banque sera naturellement plus élevé sur les swaps de devises long terme non collatéralisés, puis sur les swaps de devises long terme collatéralisés puis sur les swaps de change reconduits périodiquement, surtout s'ils sont eux mêmes soumis à un accord de collatéral. Les swaps de devises long terme non collatéralisés sont réservés aux entreprises qui disposent de lignes de crédit importantes et sont facturés de plus en plus cher par les banques puisqu'elles doivent allouer d'importants fonds propres au titre de ces transactions.

En résumé :

Caractéristiques de la solution de couverture	Swap de devise non collatéralisé	Swap de devise collatéralisé	Swap de change avec renouvellement périodique
Exhaustivité de la couverture	Parfaite	Parfaite	Imparfaite
Adossement des flux	Parfait	Parfait	Nul
Risques de liquidité en cas de variation des parités de change	Nul	Important	Important
Coûts de transaction	Significatifs	Faibles	Faibles

Si les éléments de risques conduisent naturellement à conclure des swaps de devise non collatéralisés pour couvrir la dette en devises, ce constat doit être nuancé par les problématiques d'accès au marché et de coût de transaction.

Ceci étant, les entreprises éligibles ayant besoin d'une bonne visibilité sur leur liquidité pourront préférer subir ces coûts d'entrée, plutôt que de réduire les coûts immédiats au prix d'un risque de liquidité élevé et potentiellement ruineux à l'avenir.

Le tout est de savoir estimer quel est le juste coût, en mesurant les risques et les avantages de chaque stratégie.

Finalement, un dernier obstacle a historiquement gêné l'utilisation des swaps de devise pour ce type de couverture, à savoir la volatilité des résultats due à l'évolution du basis swap, potentiellement génératrice d'inefficacité dans les tests IFRS. Sur ce point, la norme comptable sous IFRS 9 évolue et pourrait permettre de lever l'obstacle.

Investissement : De la bonne façon d'appréhender les risques d'un portefeuille de crédit diversifié

La gestion des risques des portefeuilles de titres nécessite de bien différencier le risque de taux d'intérêt et le risque de crédit alors même qu'un titre émis par un émetteur donné renferme de manière groupée les deux risques. Plus le portefeuille est diversifié en structure de coupon et en types de crédit, plus il est important de disposer d'outils d'analyse robustes.

Pour séparer les deux composantes et projeter le risque de taux et le risque de crédit de manière limpide, l'utilisation d'un outil familier apporte des solutions intéressantes : Cet outil c'est l'asset swap ! Il s'agit de scinder le prix du titre en deux composantes :

*Prix = (Actualisation des flux sur la courbe des swaps) – (Asset swap spread * PV01 taux des titres)*

Lorsque la marge de crédit est un spread positif au dessus des swaps, la prime de crédit est ainsi retranchée de la composante taux d'intérêt.

Cette mesure du risque de crédit ne nécessite pas nécessairement de disposer d'une courbe de crédit par titre puisque la sensibilité crédit est exprimée comme un choc de l'asset swap spread qui utilise la PV01 taux et non crédit. Ainsi, si la Marge de crédit asset swap spread utilisée pour scinder le prix n'est pas exacte, la sensibilité au risque sera néanmoins juste !

Grâce à cette élégante décomposition du prix, il devient possible :

1. de simuler un choc à la courbe des swaps plot par plot,
2. de simuler un choc à la courbe crédit plot par plot,
3. de regrouper plusieurs crédits sur des axes de risques homogènes.

Bref, d'obtenir des risques sur un portefeuille décomposés par maturité sur les courbes de taux et de crédit.

Cette technique permet donc :

1. D'exprimer la sensibilité taux d'un titre de telle manière qu'un titre asset swappé en taux variable au pair apparaisse bien comme parfaitement couvert en taux, et ceci que le titre soit swappé dans sa devise (IRS) ou dans une autre devise (Cross Currency Swap ou swap de change).
2. De faciliter les tests d'efficacité de la couverture taux en IFRS.
3. Et surtout d'exprimer les risques d'un titre ou d'un portefeuille de titres dans une mesure de crédit très opérationnelle : la sensibilité à l'asset swap spread.

Mesure homogène, mesure transparente, mesure concrète qui se traite sur le marché, la sensibilité à l'asset swap spread se substitue avantageusement aux concepts de sensibilité au « Zspread » ou de sensibilité à la « Discount Margin ».

Contacts :

Elsa Sitruk, Directrice Générale
 Tel : 01 70 60 72 33
elsa.sitruk@esterfinance.com

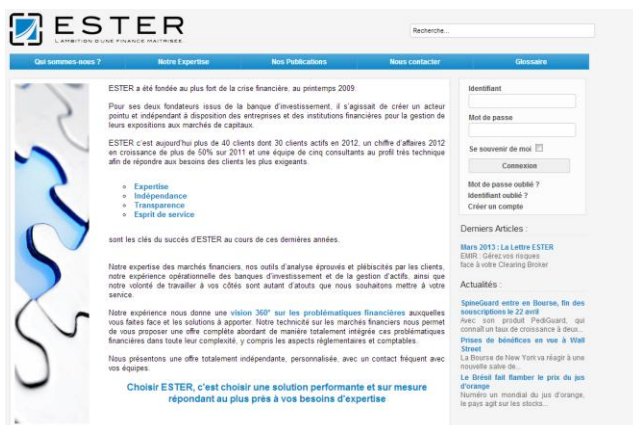
Stéphane Kourganoff, Président
 Tel : 01 70 60 72 32
stephane.kourganoff@esterfinance.com

Andria Rajaona, Consultant
 Tel : 01 70 60 73 03
andria.rajoana@esterfinance.com

Ismail Balma, Consultant
 Tel : 01 70 60 73 04
ismail.balma@esterfinance.com

Site Internet : www.esterfinance.com

Lettre d'information : La Lettre ESTER



Rédigée le 21 février 2014

Avertissement

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission.

ESTER est Conseiller en Investissements Financiers immatriculé à l'Orias sous le numéro 13000667, www.orias.fr, et membre de la CNCIF.