

Une couverture, pas un pari

Des entreprises latino-américaines ont utilisé de nouvelles techniques pour se protéger des fluctuations de change. Mais certaines l'ont fait pour spéculer et ont beaucoup perdu

Herman Kamil, Bennett W. Sutton et Chris Walker

POUR les entreprises des pays émergents, emprunter en devises peut être une arme à double tranchant. Cela leur permet souvent de se financer à moindre coût et à plus longue échéance que si elles empruntaient dans leur monnaie. Mais ces engagements peuvent exposer les bilans aux fluctuations de change. À la fin des années 90 et au début de la décennie actuelle, la forte dépréciation de plusieurs monnaies latino-américaines aenchéri la dette en devises de nombreuses entreprises relativement à leurs actifs et revenus, les empêchant d'en assurer le service et aggravant ensuite les problèmes bancaires de ces pays.

Depuis dix ans, les entreprises font face à une instabilité accrue des taux de change, beaucoup de pays ayant opté pour une plus grande flexibilité. Cela facilite l'ajustement aux chocs extérieurs et rend la politique monétaire plus indépendante. Surtout, les entreprises sont aussi incitées à mieux gérer le risque de change, faute de pouvoir compter sur la banque centrale pour maintenir le taux de change au sein d'une fourchette préétablie. L'assurance gratuite contre ce risque a ainsi pris fin pour le secteur privé.

Nous avons récemment étudié (FMI, 2008) la vulnérabilité des entreprises d'Amérique latine aux variations des taux de change de 1994 à 2007. Il s'avère qu'elles ont beaucoup réduit leur exposition à une dévaluation soudaine en diminuant la fraction de leur dette libellée en devises. Elles recourent aussi davantage aux couvertures «naturelles» (recettes d'exportation et avoirs en dollars) pour compenser le risque dollar dû à la composition de leur dette. Mais, après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008, une nouvelle faiblesse est apparue. Certaines entreprises (surtout les plus grandes et les plus sophistiquées), qui avaient utilisé des contrats de dérivés financiers pour parier sur l'évolution du change, ont beaucoup perdu quand leur monnaie a chuté. Outre les problèmes financiers qui en ont résulté pour ces entreprises, cette situation a mis les autorités en difficulté sur les marchés de change.

Des bilans plus solides

Pour appréhender la vulnérabilité des entreprises, nous avons employé une nouvelle base de données qui lie les bilans et le comportement en bourse de 1.200 sociétés cotées (financières et non financières) en Argentine, au Brésil, au Chili, en Colombie, au Mexique et au Pérou. On indique d'abord l'évolution de leurs positions nettes en devises pendant une durée assez longue (1992–2007), puis on complète cette analyse de bilan par celle de la sensibilité des valorisations boursières aux variations du change dans deux sous-périodes (1995–98 et 2004–07). Enfin, on vérifie si la réaction des cours de bourse aux fluctuations du change s'est modifiée.

Nous constatons qu'au cours de la décennie écoulée, ces sociétés ont en général réduit leur vulnérabilité au risque de change en limitant sensiblement les déséquilibres monétaires *dans leurs bilans*. Pour cela, elles ont moins emprunté en devises et fait correspondre plus systématiquement ces engagements à des avoirs en devises ou à des revenus anticipés en dollars. En moyenne, elles sont donc maintenant bien mieux protégées du risque de change. Autre constatation : pour nombre d'entre elles, l'effet des évolutions du change sur le cours de l'action a beaucoup diminué depuis le milieu de l'année 2000. On peut en conclure que, devenues plus conscientes du risque, elles ont adapté la structure de leurs bilans et leurs pratiques de gestion des risques à la flexibilité accrue du change.

La spéculation des entreprises s'est avérée désastreuse

Mais, au Brésil et au Mexique, beaucoup de grandes sociétés se sont lancées dans des opérations spéculatives avec des produits dérivés qui les ont exposées aux variations monétaires. Au lieu d'utiliser les dérivés financiers pour *couvrir* leurs engagements de bilan contre une évolution inattendue du change, des exportateurs et d'autres entreprises non financières de ces pays ont pris d'importantes positions spéculatives pour bénéficier de l'appréciation de leur

monnaie et du niveau, généralement inférieur, des taux d'intérêt sur le dollar. Il en est résulté de lourdes pertes quand le real brésilien et le peso mexicain ont chuté, en septembre-novembre 2008 (voir tableau). Les banques centrales sont intervenues massivement sur les marchés de change pour limiter les dégâts et satisfaire la demande exceptionnelle de dollars. Des opérations similaires sur des produits dérivés ont causé aussi des dommages dans plusieurs pays émergents, dont la Corée, la Pologne et l'Inde (voir l'article intitulé «Qui joue avec le feu...», page 40).

Les produits dérivés utilisés sont souvent des options, qui donnent à l'investisseur le droit d'acheter ou de vendre une devise à un certain prix, pendant une période donnée. Au Brésil et au Mexique, certaines entreprises ont employé des formules d'options complexes pour miser franchement sur la dépréciation de leur monnaie ou en tant que source de financement moins coûteuse, mais plus risquée, qu'un emprunt bancaire en dollars. Elles se sont ainsi souvent exposées à une accélération des pertes au-delà d'un certain niveau de dépréciation. Si ces opérations étaient rentables quand la monnaie locale s'appréciait ou même quand les fluctuations de change étaient limitées, les pertes ont été élevées après les fortes dépréciations consécutives à la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008.

Il est difficile de vérifier le montant des pertes, mais il a été assez important au Brésil et au Mexique pour entraîner une réaction notable des banques centrales. L'exposition au risque de change par les produits dérivés a causé des pertes comptables significatives et menaçait d'accentuer le choc postérieur à septembre sur les marchés de change, résultat d'une demande accrue de dollars pour donner aux entreprises la garantie supplémentaire nécessaire à la couverture de leurs pertes. Au Mexique, par exemple, la banque centrale — qui intervenait depuis longtemps sur le marché selon des règles précises — l'a fait pour la première fois depuis dix ans de façon discrétionnaire et à grande échelle. Au Brésil, elle a vendu des contrats à terme en dollars pour permettre aux sociétés touchées de couvrir ou de dénouer leurs positions et stabiliser le marché.

La chute des actions de ces entreprises après la révélation de pertes démontre que les marchés ignoraient leur exposition aux produits dérivés. Ainsi, nos résultats pour le Mexique laissent penser qu'avant la crise d'octobre, les cours des actions de la plupart des entreprises ayant annoncé les plus lourdes pertes sur produits dérivés tendaient à s'élever parallèlement à une dépréciation de la monnaie locale.

Conséquences de politique économique

Il y a une interprétation plausible de nos résultats : la plupart des pays de la région ayant adopté des taux de change flexibles depuis dix ans, les entreprises sont incitées à gérer le risque de change et à résister aux chocs externes. Mais, comme le montrent les événements récents au Brésil et au Mexique, la complexité

croissante des dérivés financiers justifie une adaptation de la réglementation à l'évolution du marché et un renforcement du contrôle prudentiel.

Il faut que les contrôleurs et le public connaissent plus précisément l'exposition des sociétés non financières aux produits dérivés. La crise mondiale a fait apparaître les failles des données financières et de la compréhension des risques sous-jacents. Ces sociétés se sont lancées dans des domaines comme les produits dérivés offshore pour lesquels les obligations d'information sont limitées ou mal appliquées, d'où l'incapacité des régulateurs à déceler les concentrations de risques. La surprise suscitée par l'exposition d'entreprises brésiliennes et mexicaines aux dérivés sur devises ainsi que la réaction des marchés de change et des banques centrales illustrent les conséquences macroéconomiques d'une connaissance insuffisante de l'activité financière des entreprises.

Les exemples récents du Brésil et du Mexique ont révélé les problèmes de gestion des risques financiers au niveau de l'entreprise également. Les pertes sur produits dérivés ont aussi résulté d'erreurs de gouvernance des sociétés (médiocre gestion du risque) et d'une rétention d'informations de la part des fournisseurs de ces produits (les banques censées avoir prévenu les acheteurs d'options du risque couru). Les autorités auraient dû percevoir qu'un contexte de faible volatilité fausse les incitations et peut amener les banques et leurs clients à prendre des risques excessifs.

Les contrôleurs des pays ayant d'importants marchés de produits dérivés de gré à gré pourraient en améliorer la transparence. Les institutions financières qui y opèrent pourraient communiquer plus fréquemment leurs opérations, tout en étant plus précises sur les instruments et les contreparties. En particulier, on aurait sans doute intérêt à demander aux sociétés non financières cotées d'indiquer leurs expositions aux marchés offshore de produits dérivés, que les régulateurs n'ont pas suivies systématiquement dans le passé. On devrait peut-être aussi faire en sorte que les produits dérivés soient négociés sur des marchés organisés pour réduire le risque de contrepartie et augmenter la transparence. Ces mesures permettraient de mieux détecter l'apparition de risques systémiques liés aux produits dérivés. Elles renforceraient aussi la discipline du marché, en aidant les investisseurs finals à exercer une partie du devoir de

vigilance actuellement sous-traité aux agences de notation. Au Brésil et au Mexique, les autorités s'orientent déjà en ce sens. ■

Herman Kamil, Bennett W. Sutton et Chris Walker sont respectivement économiste, agent principal de recherche et économiste principal au Département Hémisphère occidental du FMI.

Bibliographie :

FMI, 2008, "Corporate Vulnerability: Have Firms Reduced Their Exposure to Currency Risk?" Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, Chapter 5 (Washington, October).

Pari perdu

Au Brésil et au Mexique, plusieurs grandes entreprises ont subi de lourdes pertes au quatrième trimestre 2008 à cause de produits dérivés exotiques sur devises.

Entreprise	Pertes (millions de dollars)	Pertes (en % de l'actif total)
Mexique		
Comerci	2.200	60
Cemex	911	2
Gruma	852	27
Vitro	358	15
Alfa	194	2
GISSA	161	34
Brésil		
Sadia	2.400	41
Aracruz Celulose	2.100	42
Grupo Votorantim	1.000	55

Sources : au Mexique, états financiers trimestriels des entreprises; au Brésil, informations de presse; Bloomberg LLP et Reuters.