

QUE SIGNIFIENT LES VARIATIONS DU DOLLAR POUR UN GRAND ACTEUR MULTINATIONAL ?

DENIS DUVERNE *
AMÉLIE OUDEA-CASTERA **

117

« **L**e dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème », a un jour déclaré John Connally, secrétaire d'État au Trésor sous la présidence Nixon, en réponse aux préoccupations européennes face à la chute du dollar. Cette réplique illustre la politique de *benign neglect* dont les autorités américaines ont souvent fait preuve depuis la suspension de la convertibilité or du dollar en 1971 en raison du statut quasi hégémonique de leur monnaie.

Si le dollar est aujourd'hui en partie concurrencé par l'euro, notamment comme monnaie de financement (44 % des émissions internationales de titres de créances se font en dollars et 31,5 % en euros¹) ou comme réserve officielle de change des banques centrales, le dollar reste la principale devise de facturation des échanges, largement prédominante notamment pour les matières premières (pétrole) et les gros contrats industriels (aéronautique), et de très loin le véhicule le plus utilisé sur les marchés des changes (près de 90 % des transactions). Le dollar reste également la principale réserve de valeur utilisée par les agents privés comme support de leurs investissements, notamment pour les portefeuilles obligataires.

* Directeur financier, membre du Directoire, groupe AXA.

** Chargée de mission auprès de Denis Duverne, groupe AXA.

Le poids du dollar dans l'économie mondiale et donc l'impact de ses variations sur l'ensemble des acteurs économiques sont encore renforcés par son statut de monnaie d'ancrage : si des pays comme la Chine ou le Koweït ont récemment renoncé à leur politique d'arrimage dur (*hard peg*) au dollar, leurs monnaies restent néanmoins étroitement liées au dollar qui reste au total la monnaie de référence pour le taux de change de 75 pays aujourd'hui, notamment en Asie (Hong Kong, Singapour, Taiwan...) et dans le Golfe. Sans appartenir à la zone dollar, une économie pétrolière comme celle de la Russie est également très sensible aux variations du dollar.

Après un bref retour sur les variations récentes du dollar, leur origine et leur impact macroéconomique, cet article analyse la manière dont ces variations impactent les grands acteurs multinationaux en général et les compagnies d'assurance en particulier. L'exposition d'AXA au risque de change sur le dollar et la politique de couverture mise en place par le groupe pour limiter et contrôler ce risque font ensuite l'objet de développements spécifiques.

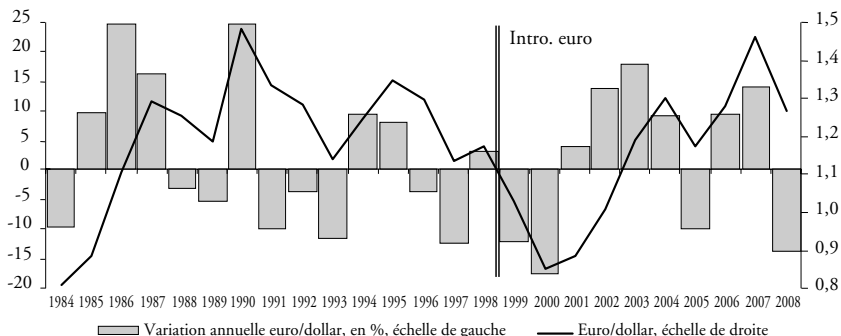
LES VARIATIONS DU DOLLAR : BREF RETOUR SUR LA PÉRIODE RÉCENTE

118

Depuis l'introduction de l'euro en 1999, la parité euro/dollar a connu une volatilité importante, mais comparable à celle du mark (et du franc) contre dollar des quinze années précédentes, comme l'illustre le graphique 1 ci-après.

Cette évolution de la parité euro/dollar a en partie reflété les divergences de croissance des demandes intérieures des deux zones économiques. Toutefois, l'accélération de la demande intérieure et de la productivité américaines entraînée par le cycle TIC (technologies de l'information et de la communication) en 1999-2000 n'explique pas totalement la chute de l'euro qui a suivi son lancement. L'explosion des sorties de capitaux (investissements de portefeuille et investissements directs) hors de la zone euro, bien que liée au cycle TIC (en raison de la domination américaine dans ce secteur), reste en partie inexplicée. Il semble que les grandes entreprises européennes, n'étant plus confrontées aux risques de change dans le marché euro, aient adopté des stratégies d'investissement mondiales plus agressives.

Graphique 1
Évolution de la parité euro/dollar
 (1984-2008 ; avant 1999, en équivalent euros pour le mark)

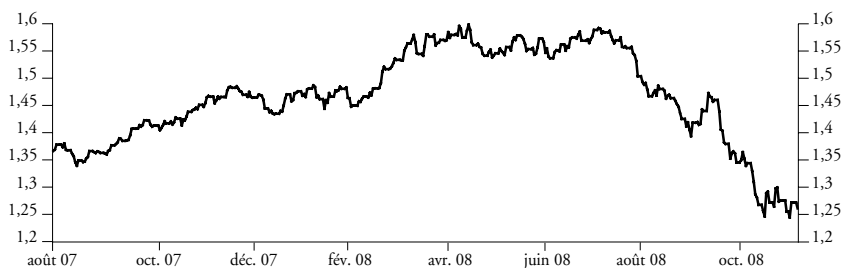


Sources : Banque centrale européenne ; graphique : AXA IM, novembre 2008.

À partir de 2001, l'implosion de la bulle boursière TIC-dot.com, mais aussi la profonde récession manufacturière induite aux États-Unis ont entraîné une dépréciation du dollar contre toutes les devises, alimentée par la politique de bas taux d'intérêt de la Federal Reserve qui faisait de l'élimination du risque de déflation son objectif principal. L'euro s'est alors d'autant plus apprécié que plusieurs devises asiatiques, dont le yuan, étaient accrochées au dollar. Il est néanmoins intéressant de noter que le pic de l'euro, mesuré en moyennes annuelles, à 1,46 dollar en 2007, est quasiment le même que celui de 1990 (1,47 en équivalent euros pour le mark) causé par le choc de demande consécutif à l'unification allemande.

De juillet 2008 à novembre 2008, le dollar a enregistré une forte remontée face à l'euro (+20-25 %) sous l'effet du *de-leveraging* (réduction de l'effet de levier et de la taille des bilans) opérée par les investisseurs institutionnels, alors que les banques ont besoin de se financer en dollars (moins d'offre et plus de demande). L'aggravation de la crise des marchés financiers à la mi-septembre a accéléré ce mouvement d'appréciation, les bons du Trésor américain servant de valeur-refuge. Le caractère durable de la hausse du dollar apparaît néanmoins incertain, compte tenu notamment de l'ampleur persistante du déficit extérieur des États-Unis.

Graphique 2
Évolution de la parité euro/dollar
depuis l'éclatement de la crise des *subprimes*
(août 2007)



Source : Bloomberg ; graphique : AXA, novembre 2008.

Au plan macroéconomique, l'impact des variations euro-dollar sur la croissance des économies européennes est moins marqué que par le passé, car les tensions de change transatlantiques ne sont plus démultipliées par des tensions de taux d'intérêt au sein de la zone euro, les devises nationales ayant disparu². Cette réduction de la volatilité est positive pour les décisions d'investissement des entreprises, puisqu'elle réduit l'incertitude sur le taux de retour des investissements.

120

Il reste que la dépréciation de la monnaie unique en 1999 (-11 %) et en 2000 (-17 %) peut avoir procuré à la zone euro jusqu'à 1 point de croissance supplémentaire en 2000, tandis que son appréciation en 2003 (14,6 %) et en 2004 (12,9 %), puis à nouveau en 2007 (14,5 %), pourrait avoir eu un coût équivalent, sinon supérieur. Comme les taux d'ouverture des économies américaines et de la zone euro sont désormais comparables (la moyenne des flux d'échanges extérieurs comptant pour environ 15 % du PIB), on peut considérer que l'exposition des deux économies aux fluctuations euro/dollar est également devenue comparable. En revanche, si l'on quitte le terrain macroéconomique, l'exposition au risque de change des grands acteurs multinationaux reste extrêmement hétérogène d'un secteur économique à l'autre et d'une entreprise à l'autre.

DANS QUELLE MESURE
LES GRANDS ACTEURS MULTINATIONAUX SONT-ILS
IMPACTÉS PAR LES VARIATIONS DU DOLLAR ?

Tous les grands acteurs multinationaux sont impactés par les variations du dollar, qui jouent sur leur rentabilité, le niveau de leurs fonds propres et leurs performances boursières. Mais ils le sont à des degrés très divers et par des canaux différents. En outre, ils peuvent mettre en place des stratégies de couverture pour limiter et contrôler le risque de change³.

Les entreprises multinationales impactées par différents canaux

L'impact sur les profits

Les variations de change affectent la compétitivité et la profitabilité des entreprises les plus ouvertes au commerce international. L'appréciation du dollar, par exemple, a pour effet, dans un premier temps, d'accroître les recettes des entreprises qui exportent en dollars. Mais cette appréciation a aussi pour effet de dégrader leur compétitivité-prix, ce qui peut entraîner une baisse de leurs ventes (effet volume), avec un recul de leurs parts de marché tant à l'exportation que sur le marché domestique où les biens étrangers, moins chers, accentuent leur pénétration.

L'effet volume sera d'autant plus puissant que l'élasticité-prix de la demande adressée à l'entreprise sera élevée, ce qui dépend à la fois de l'intensité de la concurrence qui s'exerce dans son secteur, de la nature de cette concurrence (compétitivité prix *vs.* compétitivité hors prix) et de son propre pouvoir de marché⁴. Toutefois, les entreprises peuvent ajuster leurs marges pour accommoder un choc de change et ainsi préserver leurs volumes.

Il faut aussi tenir compte de la structure de coût des entreprises. Les plus exposées au risque de change sont celles qui supportent l'essentiel de leurs coûts (importations, mais aussi coûts salariaux...) dans une devise différente de leur devise de facturation (situation de *currency mismatch*). C'est le cas, par exemple, de certaines entreprises du secteur aéronautique qui facturent en dollars, mais supportent l'essentiel de leurs coûts en euros et se trouvent, à ce titre, doublement pénalisées par une appréciation de l'euro contre dollar (effet de ciseaux). Cette situation peut d'ailleurs conduire les acteurs concernés à revoir leurs stratégies d'approvisionnement, voire la localisation de leurs activités de production. À l'inverse, d'autres entreprises voient leurs ventes en dollars contrebalancées par des coûts en dollars, ce qui leur procurent une couverture économique contre le risque de change (cf. tableau 1 ci-après).

Au-delà du canal de la compétitivité, les variations du dollar peuvent avoir un impact sur les profits des grands acteurs multinationaux *via* un autre type d'effet, à la fois plus simple et plus mécanique : l'effet de conversion.

Il concerne les groupes réalisant, par l'intermédiaire de leurs filiales, une part significative de leurs profits en dollars tout en présentant leurs comptes consolidés dans une autre devise. À la clôture de l'exercice, ces groupes doivent en effet convertir dans leur devise de présentation (en euros, par exemple) les résultats générés en dollars par leurs filiales américaines ou par celles dont la devise fonctionnelle⁵ est le dollar (cas

des filiales basées à Hong Kong, par exemple). En application de la norme IAS 21, cette conversion s'effectue au taux de change moyen de la période. Ainsi, toutes choses égales par ailleurs, une appréciation (dépréciation) du billet vert augmentera (réduira) mécaniquement la contribution des filiales « dollars » au profit annuel consolidé du groupe.

Le tableau 1 rend compte, pour un certain nombre de grandes entreprises multinationales cotées au CAC 40, d'une estimation de la sensibilité de leur bénéfice par action à une appréciation de 10 cents (environ +8 %) du dollar par rapport à l'euro.

Tableau 1
Sensibilité du bénéfice par action
aux variations de la parité euro/dollar

	Sensibilité du BNPA 10 cents sur euro/dollar (autour de +8 %) (en %)	Commentaire
EADS	30	67 % de l'activité en dollars ; impact sur le BPA de l'exercice sans couverture
Safran	28	
STMicroelectronics	16	80 % des ventes et 58 % des coûts d'exploitation en dollars
Renault	9	Pas d'exposition directe mais <i>via</i> Nissan
LVMH	6	32 % des ventes en dollars ; exposition plus importante au niveau du résultat net en raison de marges meilleures dans les régions liées au dollar
Total	6	Variation de 10 % sur la parité euro/dollar = 10% sur le BPA
Sanofi-aventis	5	32 % des ventes et 28 % des coûts d'exploitation en dollars
Publicis	4	40% des ventes en dollars ; exposition légèrement plus élevée qu'Havas en raison d'une base de coût plus faible en dollars
Essilor	3,4	46 % des ventes et des coûts en dollars
Havas	3	
Pernod Ricard	3	19 % des ventes aux États-Unis après Absolut, mais exposition au dollar plus élevée (près de 30 %)
L'Oréal	2,8	24 % des ventes en dollars
Thomson	2,5	
Sodexo	2,5	
Dassault	2	Risque de conversion seulement
AXA	1,2	Risque de conversion seulement
Cap Gemini	1,2	
Danone	1,2	
Alcatel-Lucent	0	Les ventes en dollars sont couvertes avec des coûts en dollars

Source : CA Chevreux, octobre 2008.

Impact sur le bilan

Les variations du dollar n'ont pas seulement un impact sur les profits des entreprises, mais aussi sur leur bilan. À la clôture de l'exercice, les groupes qui possèdent des actifs et des passifs libellés en dollars, qu'il s'agisse de participations nettes dans des filiales, d'investissements de portefeuille (actions, obligations...), de dettes ou d'autres types d'engagements, doivent en effet les convertir dans leur devise de présentation sur la base du taux de change à la clôture.

En ce qui concerne les participations nettes dans les filiales, les différences de change en résultant par rapport à la clôture précédente sont enregistrées en « écarts de conversion », poste qui figure dans les capitaux propres consolidés. En ce qui concerne les actions, les effets de change, qui contribuent à la modification de la juste valeur (*fair value*), sont en principe comptabilisés en capitaux propres, mais dans une ligne distincte (réserves liées aux variations de juste valeur). En ce qui concerne les obligations et (dans certains cas) les dettes, la variation de change est enregistrée directement au compte de résultat et impacte les fonds propres de l'entreprise par intégration de celui-ci aux capitaux propres consolidés.

Quelles que soient ces différences de traitement comptable, les variations du dollar ont donc, hors couverture, un impact potentiellement important sur les fonds propres des groupes qui investissent et/ou se financent en dollars et, par ricochet, sur des agrégats clés comme leur rapport dettes sur fonds propres (*gearing*) ou leurs ratios de solvabilité (notamment pour les compagnies d'assurance et les établissements bancaires).

123

Cependant, si actifs et passifs évoluent au bilan dans les mêmes proportions en cas de fluctuations du billet vert, autrement dit si les actifs en dollars ont été financés en dollars ou si les passifs en dollars ont été investis en dollars, il n'y aura pas d'effet net sur les capitaux propres⁶.

Impact sur la valeur de marché

La valeur de marché d'une entreprise dépend, en principe, de la valeur actualisée de ses *cash-flow* futurs anticipés. De ce fait, si une entreprise voit ses revenus fortement impactés par les variations du dollar, que ce soit par le canal des exportations, en raison de sa structure de coût, du fait de l'activité opérationnelle de ses filiales, ou de ses choix d'investissements, son cours de Bourse sera exposé aux variations du dollar.

Le marché qualifie parfois de « valeur dollar » les actions des entreprises dont les ventes et les résultats financiers sont très sensibles aux fluctuations de la devise américaine, notamment parce qu'elles facturent en dollars tout en supportant la plupart de leurs coûts en euros (EADS,

Safran, STMicroelectronics...). Sans nécessairement présenter un tel *currency mismatch*, les multinationales fortement présentes aux États-Unis ou en zone dollar (Asie du Sud-Est notamment) réagissent aux variations du dollar. C'est le cas d'AXA, qui en 2007 a réalisé environ un quart du total de ses profits aux États-Unis.

L'exposition des compagnies d'assurance

Trois grandes caractéristiques limitent l'exposition structurelle au risque de change des compagnies d'assurance.

En premier lieu, elles ne sont pas exportatrices, l'assurance restant pour l'essentiel un marché local avec une offre de produits et de services principalement destinée à la clientèle du pays (en raison notamment des différences importantes de législation d'un pays à l'autre). Les grands groupes d'assurance sont, en quelque sorte, des acteurs « multidomestiques⁷ ».

Deuxièmement, les compagnies d'assurance supportent l'essentiel de leurs coûts dans leur devise de facturation. Il en va ainsi pour leurs coûts salariaux : les stratégies d'*off-shoring* et de délocalisation, sans être inexistantes, sont de portée limitée dans le secteur de l'assurance, notamment du fait de l'importance stratégique des réseaux locaux de distribution. D'autre part, elles règlent les sinistres ou paient les prestations dues aux assurés dans la devise de souscription des polices, à de rares exceptions près comme les grands programmes de réassurance qui sont souvent libellés en dollars alors que les sinistres peuvent se matérialiser dans des pays de devises différentes.

Enfin, les compagnies d'assurance se doivent de respecter un principe dit de « congruence » entre leurs actifs et leurs passifs. Ce principe est à la fois :

- un principe réglementaire : en France, le Code des assurances dispose ainsi que « les engagements pris dans une monnaie doivent être couverts par des actifs congruents, c'est-à-dire libellés ou réalisables dans cette monnaie » (art. R332-1) ;

- un principe de bonne gestion actif-passif : financer des actifs par des passifs libellés dans la même devise évite d'exposer les capitaux propres à une volatilité excessive des taux de change. C'est un enjeu important, puisque les capitaux propres entrent dans le calcul de la marge de solvabilité que les compagnies d'assurance doivent être en mesure de suivre et de prévoir.

Plus limitée que celle d'autres secteurs, l'exposition des compagnies d'assurance au risque de change (et donc notamment au dollar) n'est pas pour autant négligeable.

D'une part, elles peuvent être, comme tous les groupes multinationaux, exposées au risque de conversion sur les résultats en devises

de leurs filiales à l'étranger. AXA a réalisé, par exemple, 26 % de son résultat net en dollars en 2007 par l'intermédiaire de ses filiales américaines : AXA Equitable (épargne, vie et retraite), AllianceBernstein et AXA Rosenberg (gestion d'actifs). Cette part a été encore plus significative chez d'autres assureurs comme Aegon (71 % du résultat net du groupe est réalisé aux États-Unis), Zurich (50%), Swiss Re (42 %), Hannover Re (37 %). Ont suivi ING et Scor (23 %)⁸.

D'autre part, et dans la même logique, les grands groupes d'assurance sont exposés au risque de change sur la valeur de leurs participations nettes dans les filiales, qui (s'il n'est pas couvert) peut entraîner une forte volatilité des fonds propres dans leur bilan consolidé.

Enfin, il peut arriver que les compagnies d'assurance choisissent de déroger ponctuellement au principe de congruence entre leurs actifs et leurs passifs : elles y sont (dans certaines limites) autorisées par les textes⁹ et peuvent éventuellement y avoir intérêt, par exemple pour obtenir des rendements financiers plus élevés ou des conditions de financement plus favorables (taux d'intérêt plus bas, plus grande liquidité ou profondeur des marchés) que ceux disponibles dans la devise de congruence. Mais, dans ces cas-là, les compagnies ont un intérêt à se couvrir contre le risque de change qui en résulte ; c'est, en tout cas, le choix fait par AXA.

LE CAS D'AXA : EXPOSITION ET POLITIQUE DE COUVERTURE

Pour des raisons liées à l'histoire du groupe et à sa stratégie de diversification, une part importante de la valeur d'actif net d'AXA est libellée dans des devises autres que l'euro, et notamment en dollars. De la même façon, environ 50 % des résultats d'AXA ont été libellés dans des devises autres que l'euro (environ 25 % en dollars).

Cette très grande diversification illustre la capacité du groupe à saisir les opportunités de croissance externe et à créer de la valeur dans ses filiales. Elle est l'un des moteurs principaux de la solidité financière (par une réduction de la concentration de ses risques) et de la croissance bénéficiaire d'AXA.

Pendant longtemps, AXA a fait le choix de ne pas couvrir son exposition au risque de change. Il est vrai que la théorie économique n'impose pas aux entreprises multinationales de se couvrir contre les fluctuations des devises, dans la mesure où :

- les actionnaires peuvent se couvrir eux-mêmes en diversifiant leur portefeuille de participations (panier de valeurs exposées à différentes zones géographiques et devises) ;
- l'entreprise peut juger suffisant de couvrir son exposition au change sur

les actions en se composant un portefeuille de titres géographiquement diversifiés.

De fait, beaucoup d'acteurs multinationaux (y compris dans le secteur de l'assurance) ne se couvrent pas aujourd'hui.

Depuis 2001, AXA a fait le choix de mettre en place une stratégie de couverture qui vise à limiter et à contrôler son exposition au risque de change, à la fois à court terme et à long terme. Cette stratégie ne vise nullement à prendre des positions sur l'évolution du cours des devises dans une démarche plus ou moins spéculative tournée vers la recherche d'un profit (comme peuvent le faire, par exemple, certains compartiments des banques d'investissement, dont c'est le métier), mais poursuit deux objectifs économiques bien précis :

- protéger les fonds propres consolidés du groupe et, par là, sa marge de solvabilité contre une volatilité excessive des taux de change (couverture de long terme) ;

- contenir et lisser l'impact négatif sur les résultats consolidés du groupe d'une dépréciation trop marquée des devises étrangères (dollar, yen...) dans lesquelles AXA génère ses revenus (couverture court terme qui porte sur les résultats de l'exercice à venir).

Cette stratégie de couverture concerne au total une dizaine de devises¹⁰, mais son volet « dollar », qui nous intéresse ici, est prépondérant. Elle repose sur trois piliers.

La couverture des participations nettes en dollars dans ses filiales

L'actif net d'AXA libellé en dollars, qui correspond au montant de ses participations nettes dans ses filiales AXA Equitable, AllianceBernstein et AXA Rosenberg, était de 15,7 Md\$ au 31 décembre 2007, soit 23 % des capitaux propres du groupe. Si l'on tient compte également des 7,6 MdHKD de participations nettes dans sa filiale AXA China Region basée à Hong Kong, le pourcentage monte à 24 %.

Comme indiqué plus haut, à chaque clôture, les actifs et les passifs des filiales « dollar » d'AXA sont réévalués au cours euro/dollar de clôture, et les écarts de change en résultant sont comptabilisés en « écarts de conversion » au niveau des capitaux propres consolidés du groupe. Si le dollar se déprécie (soit d'une clôture à l'autre, soit entre le jour de l'acquisition réalisée et le jour de clôture), cette dépréciation impacte négativement les fonds propres du groupe (et, par là, son *embedded value*¹¹) et ses ratios de solvabilité.

Sur l'ensemble du bilan d'AXA, on estime généralement qu'une dépréciation de 10 % des devises par rapport à l'euro pèse à hauteur d'environ -6 % sur la valeur d'actif net du groupe, en l'absence de couverture.

Pour éviter une telle volatilité, AXA a mis en place une stratégie de

couverture de la valeur de ses investissements nets dans ses filiales (*net investment hedge*), qui permet de protéger à la fois les acquisitions initiales et la création de valeur induite par le savoir-faire et les investissements du groupe au fil du temps. Cette stratégie réduit très significativement la sensibilité du bilan aux variations de change puisque, après couverture, l'impact d'une dépréciation de 10 % sur la valeur d'actif net n'est plus que de -3 % environ (soit une réduction de moitié).

Cette stratégie emprunte deux voies. La première consiste à financer l'acquisition faite en dollars par une dette de même montant (émission obligataire ou emprunt bancaire) elle-même libellée en dollars. En cas de dépréciation du dollar, la valeur de l'actif net de la filiale diminue mais la dette qui l'a financée est allégée d'autant, ce qui permet une couverture économique à 100 %. Si l'entreprise est en mesure de prouver que la dette émise l'a été dans le but de couvrir cet actif net, les normes IFRS (International Financial Reporting Standards) prévoient que la variation de change affectant la dette puisse être comptabilisée en écart de conversion, comme celle affectant l'actif net, ce qui permet de neutraliser tout effet de change sur les capitaux propres consolidés du groupe.

L'opportunité de s'endetter dans une devise donnée ne peut s'apprécier au seul regard de la couverture qu'elle procure contre le risque de change. Doivent aussi être prises en compte les conditions de financement intrinsèques dans cette devise, à la fois en termes de niveau relatif des taux d'intérêt (*spreads*), de liquidité et de profondeur du marché obligataire concerné.

Ces considérations sont parmi celles qui peuvent conduire à privilégier une seconde voie : l'utilisation d'instruments dérivés et notamment de *swaps* de devises (*currency swaps*). Dans ce cas, l'acquisition en dollars n'est pas financée par une dette en dollars, mais, par exemple, par une émission en euros qui sont ensuite échangés (*swapés*) contre des dollars au moyen d'une opération d'achat au comptant-vente à terme de dollars, ce qui revient *de facto* à constituer une dette synthétique en dollars (prêt en euros associé à un emprunt en dollars sur la même durée). Comme dans le premier cas, le gain ou la perte de change sur l'instrument de couverture est enregistré en écart de conversion, ce qui permet de neutraliser au niveau des capitaux propres la variation de change enregistrée sur l'actif net de la filiale.

AXA utilise l'une et l'autre voie : au 31 décembre 2007, les couvertures mises en place pour protéger l'actif net de ses filiales en dollars s'établissaient à 11,3 Md\$ (7,7 M€), dont 7,7 Md\$ *via* des *currency swaps* et le solde (3,6 Md\$) *via* des dettes libellées en dollars.

En l'absence de couverture de change, les capitaux propres consolidés du groupe auraient été inférieurs de 702 M€ avant impôt en 2007.

Tableau 2
Historique sur quatre ans de l'impact
sur les capitaux propres du groupe AXA
des couvertures de change mises en place sur le dollar
 (en M€ avant impôt)

2007	2006	2005	2004
+702	+810	-818	+450

Source : AXA, novembre 2008.

Au plan fiscal, lorsqu'AXA réalise une opération de couverture de ses participations nettes dans ses filiales au moyen d'instruments dérivés, ses titres de participation restent comptabilisés au coût historique, alors que le profit, ou la perte de change, sur le dérivé est pris en compte au 31 décembre dans le résultat fiscal, ce qui le fait fluctuer et peut avoir un impact en trésorerie important.

La couverture des portefeuilles d'investissements des filiales

128

Les compagnies d'assurance ont la particularité d'encaisser les primes des assurés avant de régler les sinistres ou de verser les prestations dues aux assurés. En contrepartie des primes collectées, elles constituent au passif des réserves qui leur permettront, le moment venu, de faire face à leurs engagements.

Ces réserves sont en principe investies dans la même devise en application du principe de congruence évoqué plus haut. Mais certaines entités peuvent décider de déroger ponctuellement à cette règle, notamment pour rechercher des actifs à meilleur rendement ou pour tenir compte des caractéristiques de certains marchés¹². Les entités suisses d'AXA ont, par exemple, réalisé une part de leurs investissements (obligations notamment) en dollars plutôt qu'en francs suisses en raison des possibilités de placement à long terme limitées et de taux d'intérêt traditionnellement faibles sur le marché helvétique.

Dans ce cas-là, AXA impose aux responsables de la gestion actif-passif dans les filiales de couvrir l'exposition au risque de change à travers l'utilisation de dérivés de change du type *forwards*¹³ (cas d'AXA France sur son exposition dollar), *futures*¹⁴, contrats à terme et, plus rarement, options de change (par exemple : la Suisse couvre une partie de son exposition aux obligations américaines par une stratégie *call/put*).

Le principe est que tandis que l'actif couvert (le sous-jacent) évolue dans un sens sous l'effet d'une variation de change, le dérivé utilisé

pour le couvrir évoluera en sens inverse, ce qui permet de neutraliser l'effet net du change sur le bilan. C'est cette protection « économique » que recherche AXA, tout en acceptant les imperfections comptables, liées à la complexité de son traitement dans les normes IFRS.

Un problème se pose pour les actions : les variations de change les affectant sont en principe comptabilisées en capitaux propres en « réserves liées aux variations de juste valeur », tandis que celles sur les instruments dérivés sont enregistrées en compte de résultat. De fait, les effets de change sur le sous-jacent et le dérivé n'impactent pas exactement les mêmes lignes du bilan, ce qui est source de complexité et introduit une certaine volatilité au niveau des différentes composantes des fonds propres¹⁵. Deux solutions ont été conçues dans le cadre des normes IFRS pour pallier cette difficulté :

- l'option de juste valeur (*fair value option*) qui permet de comptabiliser les variations de change sur les actions en compte de résultat (alignement sur le régime des dérivés) ;

- la « couverture de juste valeur » qui permet, dès lors que l'entreprise parvient à établir que les instruments dérivés font partie d'une relation de couverture qualifiée, que les variations de change affectant le dérivé et le sous-jacent soient toutes enregistrées en compte de résultat. Mais cette couverture de juste valeur est extrêmement délicate à mettre en œuvre sur le plan opérationnel, car elle est à la fois restrictive (impossibilité de faire de la macrocouverture, chaque action devant être considérée individuellement) et particulièrement lourde à documenter sur le plan comptable.

Au total, le risque de change pesant sur le portefeuille de titres d'AXA est limité, les engagements en devises étant largement adossés à des actifs de même devise ou couverts.

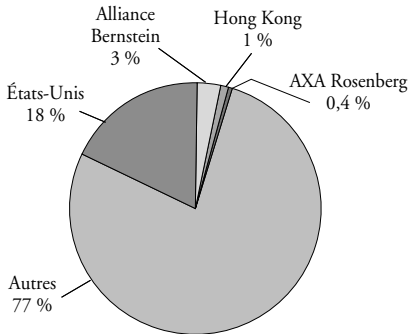
La couverture du risque de conversion en euros des résultats en dollars

En application de la norme comptable IAS 21, les produits et les charges des entités du groupe, dont la devise fonctionnelle est le dollar, sont convertis en euros dans les comptes consolidés au taux de change moyen de la période. En conséquence, si le billet vert se déprécie, la contribution de ces entités aux résultats du groupe en euros sera négativement impactée, indépendamment de leur performance intrinsèque.

AXA est concerné par les variations du dollar compte tenu du poids du chiffre d'affaires et des profits qu'elle réalise traditionnellement en dollars. En 2007, AXA a ainsi réalisé 22 % de son chiffre d'affaires total et 27 % de ses résultats opérationnels en dollars. En vie, épargne et retraite, ces pourcentages ont atteint 29 % et 33 %. Sur le segment

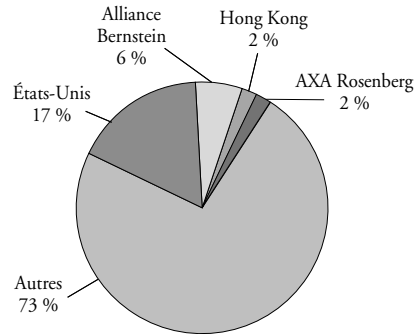
gestion d'actifs, le poids du dollar est largement prépondérant (71 % du chiffre d'affaires et des résultats en 2007)¹⁶.

Graphique 3
Part du chiffre d'affaires d'AXA
généré en dollars
(exercice 2007)



Source : AXA.

Graphique 4
Résultats opérationnels d'AXA
générés en dollars
(exercice 2007)



Source : AXA.

La dépréciation du dollar au cours des dernières années (-16 %, par exemple, en moyenne annuelle entre 2004 et le premier semestre 2008) a pesé négativement sur les résultats consolidés du groupe, mais aussi sur la perception par le marché de notre croissance bénéficiaire et, par là, sur la valeur du titre AXA. À l'inverse, un groupe européen comme Zurich Financial Services a pu bénéficier du fait qu'il présentait ses comptes en dollars, l'effet de conversion tirant à la hausse la progression apparente de son chiffre d'affaires et de ses profits consolidés.

Pour mieux rendre compte aux marchés de la réalité de ses performances opérationnelles, AXA présente la variation de ses indicateurs d'activité et de ses résultats à taux de change constants.

Au-delà de cette nécessaire transparence, AXA a mis en place une stratégie de couverture de ses résultats en devises pour contenir et lisser l'impact potentiellement défavorable des taux de change sur ses résultats consolidés. Cette stratégie passe par l'utilisation d'instruments dérivés, principalement des options de change. L'achat de ces options donne au groupe l'assurance, en cas de dépréciation du dollar par exemple, de pouvoir vendre des dollars contre des euros à un taux préagréé (*strike* de l'option). Le *pay-off* de l'option (montant versé à AXA par la contre-partie si l'option est exercée) est alors égal à la

différence positive entre le cours journalier moyen du dollar (selon les cours donnés par la Banque centrale européenne) et le *strike* de l'option. Le nominal de l'option est calibré au vu de la contribution attendue des filiales américaines d'AXA aux résultats opérationnels du groupe.

Cette couverture *via* des options permet de se protéger contre un choc de change tout en gardant l'*upside*, c'est-à-dire le bénéfice d'une éventuelle appréciation du dollar¹⁷. Elle a un coût qui est d'autant plus élevé que le cours de protection (*strike*) est proche du cours de change à la date d'achat de l'option et que l'horizon de la protection est long. AXA a fait le choix de ne se couvrir qu'à un an. Ce choix vise bien à sûr à limiter le coût de la couverture, mais il reflète aussi la philosophie de la politique de couverture : l'objectif n'est pas de prendre des positions sur les évolutions à terme de la parité euro/dollar, mais simplement de protéger à court terme le résultat consolidé contre le risque d'une évolution défavorable et non anticipée du dollar. Qui dit couverture ne dit pas immunité : à moyen-long terme, AXA serait affecté par une baisse du dollar comme les autres entreprises présentant leurs comptes en euros. Mais sa stratégie de couverture lui permet à court terme de cantonner l'impact négatif de cette baisse et de la lisser dans le temps.

En l'absence de couverture, le résultat d'AXA aurait été en 2007 inférieur de 76 M€ avant impôt et de 50 M€ après impôt, ce qui représente un gain d'environ 1 % dans l'un et l'autre cas.

131

Tableau 3
Historique sur quatre ans des résultats de la couverture
des résultats en dollars du groupe
(en M€)

	2007	2006	2005	04
Prime payée	-38	-14	-31	-11
<i>Pay-off</i> reçu	+114	+7	+6	+37
Gain (+) ou perte (-) net pour AXA (avant impôt)	+76	-7	-25	+26

Source : AXA, novembre 2008.

Dans la mesure où AXA communique aux marchés la parité euro/dollar sur la base de laquelle le groupe se couvre (couverture du dollar à 1,475 au 30 juin 2008, par exemple), la stratégie de couverture a pour autre avantage de donner aux marchés une plus grande visibilité sur l'évolution à court terme de la contribution des filiales « dollar » et donc sur les résultats consolidés du groupe.

La gouvernance de la politique de couverture

La politique de couverture contre le risque de change est mise en œuvre à différents niveaux :

- au niveau des filiales opérationnelles, elle s'inscrit dans le cadre de la gestion actif-passif relevant des *chief investment officers* locaux et vise à protéger notre portefeuille d'investissements ;
- au niveau des holdings et notamment de la holding de tête AXA SA, qui assure le *net investment hedge* et la couverture de l'effet de conversion sur les résultats consolidés, elle est encadrée par un « standard » de gestion du risque de change mis au point par la direction financière et validé par le directoire.

Un *reporting* mensuel consolidant les expositions de change (mais aussi de taux et de liquidité) du groupe est établi par la direction financière. Ce *reporting* est régulièrement communiqué au Comité financier du Conseil de surveillance d'AXA, qui valide les stratégies de couverture mises en place.

En conclusion, l'exposition au risque de change du groupe AXA est à la fois naturellement limitée par ses caractéristiques structurelles (groupe multidomestique, absence de *currency mismatch* au compte de résultat, principe de congruence dans la gestion actif-passif), couverte par une stratégie volontariste et multivolets qui a été mise en œuvre dans la continuité depuis 2001, et étroitement pilotée et contrôlée par des mécanismes de gouvernance bien établis. Comme tous les grands acteurs multinationaux, le groupe est certes attentif aux variations du dollar, mais celles-ci ne conditionnent ni sa stratégie d'acquisition, fondée sur les fondamentaux économiques et financiers des compagnies potentiellement ciblées et les multiples relatifs, ni sa politique de gestion d'actifs. Bref, si le dollar est après l'euro la principale monnaie fonctionnelle d'AXA, il n'est plus un « problème » pour le groupe au sens où l'entendait en son temps John Connally.

NOTES

1. Source : Pouvelle C., « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », *Bulletin de la Banque de France*, n° 147, mars 2006.
2. La volatilité du taux de change effectif des futurs pays de la zone euro (contre le panier de devises de ses partenaires commerciaux) était ainsi entre 50 % et 80 % plus élevée que ce qu'elle est devenue après 1999 avec l'introduction de la monnaie unique, en raison de la disparition des fluctuations de change intraeuropéennes.
3. Dans cette section, l'exposition des entreprises au risque de change est analysée de façon « brute », sans prise en compte de leurs éventuelles stratégies de couverture.
4. Situation de *price maker* permettant à l'entreprise de passer des hausses de prix sur ses clients, ou à l'inverse de *price taker* la rendant peu autonome dans sa politique de prix.
5. Devise du principal environnement économique dans lequel opère l'entité.
6. Il demeure, en revanche, un effet sur le ratio de *gearing*, puisque la dette, elle, évolue.
7. Ils peuvent néanmoins avoir certaines activités internationales comme l'assurance grands risques et la gestion d'actifs.
8. Source : CA Cheuvreux, « Dollar Recovery and Hardening Rates », *Insurance News*, 24 octobre 2008.
9. En France, par exemple, le Code des assurances (art. R332-1-1) prévoit explicitement que « les entreprises d'assurance peuvent, à concurrence de 20 % de leurs engagements, ne pas couvrir ceux-ci par des actifs congruents ».
10. AXA couvre également son risque de change relatif à d'autres devises comme le yen, la livre sterling, le dollar canadien, le franc suisse, le dollar australien, le forint hongrois, la couronne tchèque et le won coréen.
11. L'*embedded value* correspond à la valeur intrinsèque d'une compagnie d'assurance-vie. Elle est définie comme la valeur actuelle des montants futurs probables distribuables à l'actionnaire, hors ventes futures. Elle prend en compte, d'une part, la richesse des actionnaires dans la société et, d'autre part, la richesse des actionnaires dans les profits futurs. Elle est ainsi constituée de deux éléments qui sont communément appelés actif net réévalué (ANR) et valeur de l'In Force (VIF).
12. Au niveau de la holding de tête AXA SA, il n'y a pas (ou quasiment pas) d'investissements de portefeuille.
13. Les *forwards* sont des contrats à terme conclus de gré à gré et dont le débouclage intervient à une date spécifiée et pour un montant défini à l'avance.
14. Les *futures* sont des contrats à terme dont le débouclage intervient à une date spécifiée et pour un montant défini à l'avance et pour lesquels il existe un marché où ils peuvent être négociés.
15. Pour la couverture des obligations, la situation est en revanche plus simple, les variations de change affectant le sous-jacent étant pour l'essentiel (partie correspondant au coût amorti) comptabilisées en résultat, comme le dérivé.
16. On peut noter que les filiales de gestion d'actifs AllianceBernstein et AXA Rosenberg ne sont pas sensibles au seul dollar, car elles gèrent des fonds internationaux dans de multiples devises avec des coûts sur tous les continents.
17. AXA choisit parfois de plafonner le bénéfice potentiellement tiré d'une appréciation du dollar pour réduire le coût de l'option de change (système dit de « tunnel »).

