

Note Focus

N° 31

JANVIER 2006

RISQUE DE CHANGE EN MICROFINANCE : DEFINITION ET MODES DE GESTION

Introduction

Nombreuses sont les institutions de microfinance (IMF) emprunteuses qui ne gèrent pas convenablement leur exposition au risque de change. Le risque de change comprend au moins trois éléments : 1) risque de dévaluation ou de dépréciation ; 2) risque de convertibilité ; et 3) risque de transfert.

La dévaluation ou la dépréciation se produit généralement en microfinance lorsqu'une IMF contracte une dette en devises, le plus souvent en dollars ou en euros, et prête ensuite ces fonds en monnaie nationale (MN). L'IMF détient donc une dette dans une monnaie forte et des actifs dans une monnaie nationale (dans ce cas, on dit qu'il y a un écart de devises, ou position de change défavorable, dans le bilan de l'IMF). Les fluctuations des valeurs relatives de ces deux monnaies peuvent affecter négativement la viabilité financière de l'organisation.

Le risque de convertibilité représente un autre élément possible du risque de change. Pour les besoins de cette Note, le risque de convertibilité s'entend comme le risque que le gouvernement ne vende pas de devises aux emprunteurs ou autres détenteurs d'obligations libellées en monnaie forte. Le risque de transfert est le risque que le gouvernement ne permette pas aux devises de quitter le pays, quelle qu'en soit la source.

Étant donné que les IMF opèrent dans les pays en développement où le risque de dépréciation de la monnaie est le plus élevé, elles sont particulièrement vulnérables au risque de change. Et comme l'observerait probablement tout vétéran des restructurations de la dette souveraine des années 80 et 90, les risques de convertibilité et de transfert, quoique moins répandus que le risque de dévaluation ou de dépréciation, se produisent aussi périodiquement dans les pays en développement. Toutefois, une étude récente des IMF effectuée par le Groupe consultatif d'assistance aux pauvres (CGAP)¹ indique que 50 % des IMF n'ont mis en place aucune disposition pour se protéger contre le risque de change. Celles qui ne se protègent pas contre le risque—ou qui ne le font que partiellement—ont plusieurs raisons d'agir ainsi. Il n'est pas toujours nécessaire de se couvrir à 100 % contre le risque de change. Cependant, les réponses à l'enquête font apparaître une méconnaissance générale du risque de change et du niveau de l'exposition des IMF à ce type de risque.

La présente Note Focus vise avant tout à sensibiliser le secteur de la microfinance aux questions liées au risque de change. Elle explique tout d'abord ce que l'on entend par risque de change.

¹ CGAP/MIX Survey of Funding Needs (voir Ivatury, G., and J. Abrams, "The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges" présenté au Symposium de KfW sur le développement du secteur financier).



Les auteurs de la Note Focus sont Scott Featherston, consultant, Elizabeth Littlefield, Directrice du CGAP et Patricia Mwangi, spécialiste de la microfinance, CGAP.

Le Groupe consultatif d'assistance aux pauvres (CGAP), est un consortium regroupant 31 agences de développement qui appuient la microfinance. Pour en savoir plus sur le CGAP, consulter le site Web www.cgap.org.

Ensuite, elle examine les techniques utilisées par les IMF et les investisseurs pour gérer ce risque. Enfin, elle recommande des méthodes permettant de gérer le risque de change ou d'éviter de s'y exposer.

Qu'est-ce que le risque de change dans le domaine de la microfinance ?

Le plus souvent, le risque de change naît lorsque les fluctuations des valeurs relatives des monnaies affectent la position concurrentielle ou la viabilité financière d'une organisation.² Dans le cas des IMF, ce risque de dévaluation ou de dépréciation se produit généralement lorsqu'elles empruntent de l'argent dans une devise et le prêtent en monnaie locale.

Le financement en devises présente de nombreux avantages potentiels pour les IMF. Il peut fournir des capitaux qui ne sont pas toujours disponibles sur place ; il peut aider à mobiliser des fonds sur le marché intérieur ; ses conditions peuvent être généreuses et souples ; les bailleurs de fonds extérieurs peuvent devenir de futurs investisseurs ; et le financement en devises est souvent plus accessible que les fonds disponibles sur le marché intérieur.

Si les dettes libellées en devises (prêts en dollars ou en euros, par exemple) sont compensées par un montant égal d'actifs libellés dans la même devise (placements en dollars ou en euros, par exemple), une fluctuation du taux de change n'affectera pas l'IMF. Mais si les dettes en devises ne sont pas compensées par des actifs en devises, alors il y a déséquilibre de la position de change. L'IMF peut subir des pertes considérables lorsque la monnaie locale se déprécie (ou perd de la valeur) par rapport à la devise, ce qui signifie que la valeur des actifs de l'IMF baisse par rapport à celle de ses dettes.³ Le montant en monnaie locale nécessaire pour couvrir la dette en devises augmente.

Par exemple, supposons qu'une IMF emprunte 500 000 dollars. Il s'agit d'un prêt in fine à 3 ans⁴, au taux d'intérêt fixe de 10 % par an, les paiements d'intérêt s'effectuant tous les 6 mois. À la date du prêt, le taux de change est de 1 dollar pour 10 unités de monnaie nationale (MN). Le prêt de l'IMF équivaut au début à 5 millions de MN.

² Voir Eun, C., and B. Resnick. 2004. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin, p. 26

³ Voir Annexe A pour en savoir plus sur les raisons des variations de la valeur relative des monnaies.

⁴ Un prêt in fine est un prêt dont les paiements d'intérêt s'effectuent pendant toute sa durée de vie, le principal n'étant remboursé qu'à l'échéance du prêt.

Si la monnaie nationale perd de sa valeur au rythme régulier de 5 % tous les 6 mois, à la date d'échéance du prêt l'IMF aura besoin de 6,7 millions de MN pour rembourser le principal en dollars. Du fait de cette dépréciation,⁵ le taux fixe initial de 10 % l'an a, en fait, grimpé à 21 %.⁶ La dépréciation à elle seule augmente le taux d'intérêt de 11 %, soit plus de 100 % par rapport au taux d'intérêt nominal fixe initial.

Si la valeur de la monnaie nationale du pays en développement s'effondrait à 1 dollar pour 30 MN au cours de la première année du prêt, l'effet serait pire. L'IMF aurait besoin de 15 millions de MN pour rembourser le principal en dollars à l'échéance du prêt—soit une augmentation de 300 % du montant en MN. Le taux d'intérêt effectif serait de 59 %, soit 400 % de plus par rapport au taux annuel fixe de 10 % initial.⁷

Cet exemple ne dit pas tout sur le risque de change. Outre le risque de change, les IMF peuvent aussi être affectées par les risques de convertibilité et de transfert dans la même mesure que toute autre institution ayant une obligation transfrontalière libellée en monnaie forte. Dans un cas comme dans l'autre—risque de convertibilité et risque de transfert—l'IMF est capable d'effectuer ses remboursements en monnaie forte, mais ne peut le faire en raison des restrictions ou interdictions imposées par les autorités nationales à la vente ou au transfert de devises hors du pays.

Que font les IMF et les investisseurs face au risque de change ?⁸

Les entités exposées au risque de change disposent de trois options. Tout d'abord, elles peuvent choisir de ne rien faire et d'accepter les conséquences des variations de la valeur des monnaies ou la possibilité que leur gouvernement impose des restrictions à la disponibilité ou au transfert de devises. (Une telle démarche n'est pas recommandée, tout au moins

⁵ On calcule ce taux d'intérêt effectif en déterminant le taux de rentabilité interne, c'est-à-dire le taux d'actualisation qui permettrait d'obtenir des flux de trésorerie d'une valeur actuelle nette de zéro.

⁶ Voir Scénario 1 à l'Annexe B.

⁷ Voir Scénario 2 à l'Annexe B.

⁸ Cette section s'inspire de plusieurs études publiées récemment, et notamment, Holden, P., and S. Holden, 2004, *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*; Crabb, P., 2003, *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions, 2003*; and Women's World Banking, 2004, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*.

Exemple 1. Instruments de couverture classiques

Thaneakea Phum Cambodia (TPC) est une IMF basée au Cambodge qui accorde souvent des prêts en baht thaïlandais (THB) à des clients vivant à la frontière du Cambodge et de la Thaïlande. Au début de 2003, TPC a contracté un emprunt de 655 100 euros à court terme (3 mois) et prêté ces fonds en THB. Pour se couvrir contre les mouvements défavorables du taux de change euro-baht, TPC a conclu un contrat à terme. Ce contrat l'obligeait à vendre des baht et à acheter des euros à l'avenir en une quantité lui permettant de rembourser son emprunt de 655 100 euros y compris l'intérêt couru. Grâce à la conclusion de ce contrat à terme, TPC a pu limiter son exposition aux mouvements défavorables du taux de change entre l'euro et le baht.

(Source : Société générale)

dans le cas de fortes expositions). Ensuite, elles peuvent se protéger contre les risques liés à leur exposition. Par exemple, elles peuvent acheter un instrument financier qui les protégera contre les conséquences des mouvements défavorables des taux de change. Enfin, après un examen attentif des risques, elles peuvent adopter une position dans laquelle leurs risques sont partiellement couverts. L'enquête du CGAP⁹ montre que 25 % seulement des IMF qui ont des emprunts libellés en devises se couvrent contre le risque de dépréciation ou de dévaluation, et 25 % ne le font que partiellement. Elles sont encore moins nombreuses à prendre des mesures pour limiter ou minimiser le risque de convertibilité et de transfert.

La couverture a un coût, et n'est pas sans difficulté. Étant donné que les marchés financiers des pays où interviennent la plupart des IMF sont peu évolués, le coût de la couverture, conjugué aux transactions de change modestes qu'effectuent généralement les IMF, peut être considérable et sembler prohibitif. Dans certains pays, l'instrument de couverture peut ne pas être disponible. En outre, l'échéance du prêt en monnaie forte est souvent plus longue que celle des instruments de couverture disponibles. Néanmoins, certains investisseurs et IMF du secteur de la microfinance parviennent à se protéger ou couvrir d'une manière ou d'une

autre leur exposition au risque de change. Les méthodes les plus souvent utilisées sont brièvement examinées ci-après.

Instruments de couverture classiques

Il existe divers instruments classiques pouvant servir à se couvrir contre le risque de change :

- **Contrats à terme de gré à gré et contrats à terme normalisés**—Accords par lesquels les deux parties s'engagent à échanger ou vendre des devises à un certain prix dans le futur. (Voir Exemple 1.)
- **Swaps**—Accords par lesquels les parties s'engagent à échanger (ou vendre) simultanément un montant de devises maintenant et à revendre (ou racheter) cette devise dans le futur.
- **Options**—Instruments qui donnent le droit, mais sans obligation, d'acheter (option d'achat) ou de vendre (option de vente) une devise dans le futur, une fois que la valeur de cette devise atteint un prix convenu à l'avance, le prix d'exercice.

Avantages

- Le recours aux instruments de couverture classiques élimine l'exposition d'une IMF aux pertes de capital consécutives à la dépréciation de la monnaie locale.
- Le recours à ces instruments donne accès à des capitaux qui pourraient ne pas être disponibles sur le marché intérieur ou à des capitaux assortis de conditions plus généreuses et plus souples que celles qui sont offertes sur ce marché.
- Le recours à ces instruments permet d'éliminer le risque de convertibilité ou de transfert par le biais de swaps.

Pourquoi les IMF ne se couvrent-elles pas contre le risque de change ?

La couverture coûte trop cher	20 %
La monnaie nationale semble stable	20 %
L'IMF peut absorber le risque	20 %
Autres raisons*	40 %

*Les autres raisons comprennent :

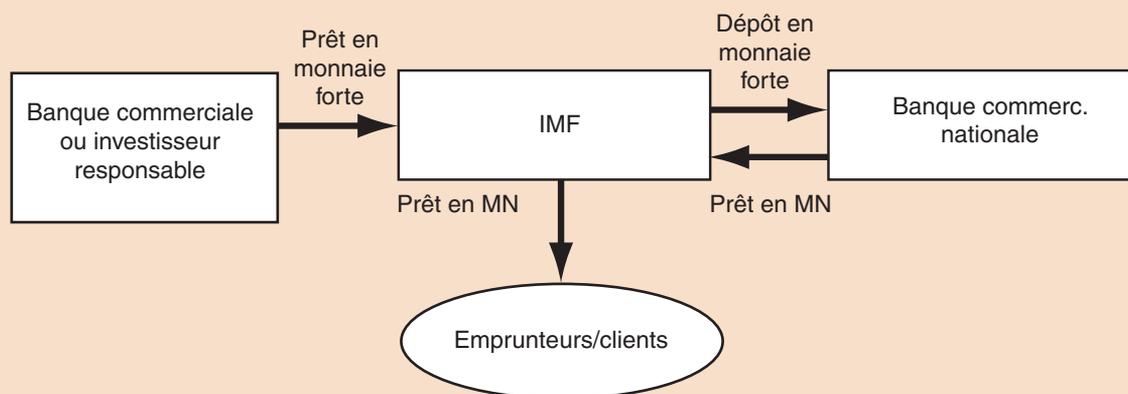
« Nous n'y avons jamais vraiment pensé ! »

« [L'instrument de couverture] n'est pas facile à obtenir. »

« [La couverture] n'est pas intéressante pour nous parce qu'elle coûte trop cher. » « Le risque est intégré dans les taux d'intérêt que nous appliquons [aux clients]. »

⁹ Sur les 216 IMF qui ont répondu à l'enquête du CGAP, 105, soit environ la moitié, ont indiqué qu'elles avaient des emprunts en monnaies fortes.

Graphique 1. Financement adossé



Inconvénients

- Bon nombre de marchés financiers des pays où interviennent la plupart des IMF n'offrent pas ces instruments ; cependant, il semble que ces instruments commencent à faire leur apparition dans certains pays en développement.¹⁰
- Le coût de l'utilisation de ces instruments risque d'être prohibitif en raison de la taille modeste des transactions de change généralement effectuées par les IMF. De même, la durée des prêts en devises est souvent supérieure à celle des instruments de couverture disponibles sur les marchés financiers locaux plus étroits.
- Les questions de solvabilité peuvent rendre l'achat de ces instruments dérivés difficile pour les IMF.

Prêts adossés

Les prêts adossés représentent actuellement la méthode la plus utilisée par le secteur de la

¹⁰ L'Afrique du Sud, le Brésil, la Corée, la Hongrie, l'Inde, l'Indonésie, le Mexique, les Philippines, la Pologne, la Slovaquie, la Tchécoslovaquie, la Thaïlande et certains autres pays, ont, à des degrés divers, des marchés de ces instruments dérivés (ibid, page 15).

microfinance pour se couvrir contre le risque de dévaluation ou de dépréciation.¹¹ Cependant, ce mécanisme peut exposer l'IMF au risque de crédit de la banque locale, dans la mesure où un dépôt en devises est effectué dans cette banque locale pour l'inciter à consentir à l'IMF un prêt libellé en monnaie nationale.

En outre, la plupart des prêts adossés sont structurés de telle manière qu'ils ne font rien pour protéger l'IMF des risques de convertibilité et de transfert.

En règle générale, dans ce type de schéma, l'IMF contracte un prêt en devises et le dépose dans une banque locale. L'IMF utilise ce dépôt comme garantie en espèces ou comme une forme de caution donnant à la banque locale un droit contractuel sur le dépôt, pour contracter un emprunt libellé en MN en vue de financer son portefeuille de prêts. Le prêt en MN n'est normalement pas considéré comme une dette. Autrement dit, le dépôt en devises offre une garantie totale à la banque locale. Une fois que l'IMF rembourse le prêt en MN, la banque locale libère le dépôt en devises, qui est alors utilisé pour rembourser le prêt initial libellé en devises. (Voir Graphique 1 et Exemple 2.)

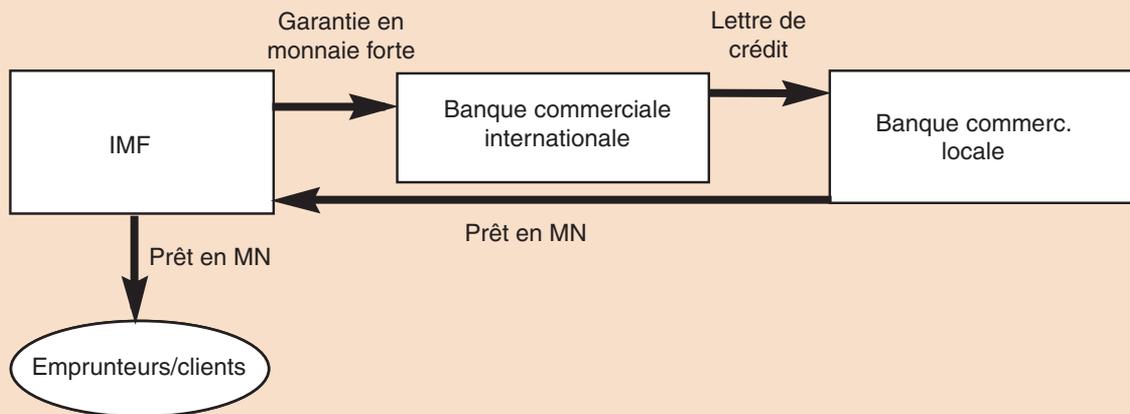
¹¹ Holden et Holden, p. 8.

Exemple 2. Prêts adossés

Les affiliés colombiens et dominicains de Women's World Banking's (WWB) déposent leurs prêts en dollars dans une banque commerciale. Celle-ci, à son tour, accorde un prêt en MN à ces institutions. Le dépôt en dollars est considéré comme garantie pour le prêt en MN. Dans certains pays, une même banque peut à la fois recevoir de tels dépôts et accorder de tels prêts, alors que dans d'autres— la Colombie, par exemple—c'est une banque étrangère affiliée qui peut recevoir le dépôt en dollars alors qu'une banque locale accorde le prêt en MN. WWB examine attentivement la solidité financière de l'institution recevant le dépôt. Elle vérifie aussi l'existence et le niveau de l'assurance dépôt disponible pour protéger contre le risque que ses affiliés perdent leur dépôt en cas de défaillance de l'institution qui le détient.

(Source : WWB, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*, 2004)

Graphique 2. Lettres de crédit



Avantages

- N'est pas exposé à des pertes de capital en cas de dépréciation de la MN.
- Donne accès à des capitaux qui peuvent ne pas être disponibles sur le marché national et peut mobiliser des fonds en MN.
- Donne accès à des capitaux susceptibles d'offrir des conditions plus généreuses et plus souples que celles disponibles localement.

Inconvénients

- Est encore exposé à une augmentation du coût du service de la dette en cas de dépréciation de la MN.
- Doit payer un intérêt sur le prêt en MN ainsi que la différence entre l'intérêt appliqué sur le prêt en monnaie forte et l'intérêt perçu sur le dépôt en monnaie forte.
- Est exposé aux risques de convertibilité et de transfert qui pourraient limiter l'accès aux devises ou interdire les transferts de devises hors du pays, empêchant ainsi une IMF solvable de rembourser son prêt en monnaie forte. Dans ces conditions, il est peu probable qu'un investisseur s'engage.
- Est exposé au risque de crédit sur le dépôt en monnaie forte en cas de défaillance de la banque locale.

Lettres de crédit

La méthode de la lettre de crédit est semblable à bien des égards à celle des prêts adossés et est utilisée par certaines grandes IMF. L'IMF accorde une garantie en monnaie forte, généralement sous forme de dépôt en espèces, à une banque commerciale internationale qui, à son tour, donne une lettre de crédit à une banque locale. Parfois, la banque locale est directement affiliée à la banque commerciale internationale (en tant que succursale ou société soeur) ou bien la banque locale peut entretenir des relations de banque correspondante avec la banque internationale. Il arrive aussi que les deux banques ne soient pas liées. La banque locale, utilisant la lettre de crédit comme garantie, accorde un prêt en monnaie nationale à l'IMF. (Voir Graphique 2 et Exemple 3.)

Avantages

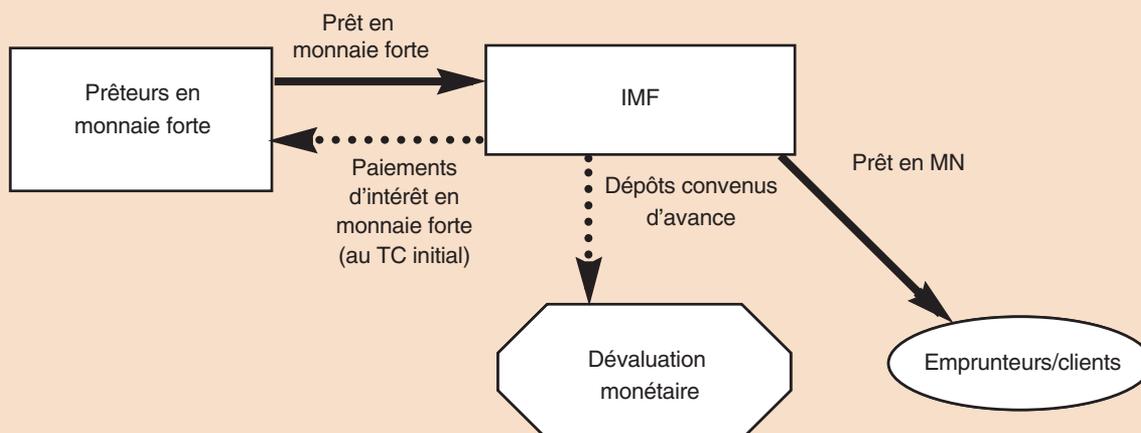
- N'est pas exposé à des pertes de capital en cas de dépréciation de la MN (protège du risque de dévaluation ou de dépréciation).
- Peut faire levier sur le dépôt en espèces et la lettre de crédit pour obtenir un prêt plus important en monnaie nationale.
- Donne accès aux capitaux qui peuvent ne pas être disponibles sur le marché local et permet de mobiliser des fonds en MN.

Exemple 3. Lettres de crédit

Al Amana (AA), une IMF basée au Maroc, a récemment demandé de l'aide à l'USAID pour augmenter son portefeuille de prêts en monnaie nationale. L'USAID lui a accordé un prêt en dollars. AA a déposé les fonds dans une succursale de la Société générale (SG) aux États-Unis. Utilisant ce dépôt comme garantie, la SG a donné une lettre de crédit en euros à la Société générale marocaine de banque (SGMB) au Maroc. En contrepartie de cette lettre de crédit, la SGMB a accordé à AA un prêt libellé dans la monnaie nationale du Maroc—le dirham. Cette opération a permis de limiter l'exposition de AA aux fluctuations défavorables du taux de change entre le dollar et le dirham.

(Source : Société générale)

Graphique 3. Prêts en MN remboursables en monnaie forte avec un compte de dévaluation monétaire



- N'est pas exposé au risque de crédit de la banque locale parce qu'aucun dépôt en monnaie forte n'est effectué auprès de la banque locale.
- N'est pas exposé au risque de convertibilité ou de transfert parce que la monnaie forte ne traverse pas les frontières.

Inconvénients

- Reste exposé à une augmentation du coût du service de la dette en cas de dépréciation de la MN.
- Est plus difficile à obtenir que les prêts adossés.
- Certaines banques locales ne sont pas disposées à accepter une lettre de crédit à la place d'autres formes de garantie. Ces banques peuvent demander certaines garanties de crédit supplémentaires sous la forme de garantie en espèces, de gage du portefeuille de prêts, etc. Par ailleurs, les frais de la lettre de crédit viennent s'ajouter au coût de la transaction.

Prêts en monnaie nationale remboursables en monnaie forte avec compte de dévaluation monétaire

Dans cette opération,¹² un bailleur de fonds accorde à une IMF un prêt en monnaie forte remboursable en monnaie forte au taux de change qui était en vigueur à la date du prêt. L'IMF convertit ce prêt en monnaie nationale pour renforcer son portefeuille de prêts. Pendant toute la durée du prêt, en plus de ses paiements réguliers d'intérêts, l'IMF dépose également des montants convenus d'avance¹³ en monnaie forte dans un « compte de dévaluation monétaire. » (Voir Graphique 3 et Exemple 4.)

À l'échéance du prêt, le principal est remboursé au taux de change initial, et toute différence est couverte par le compte de dévaluation monétaire. Si le montant de ce compte est supérieur aux besoins le solde est rendu à l'IMF. S'il est inférieur, le

¹² Ces opérations sont examinées plus en détail dans WWB, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*, p. 6.

¹³ Le montant de ces dépôts est déterminé par une évaluation de la dépréciation historique de la monnaie nationale par rapport à la monnaie forte.

Exemple 4. Prêts en MN remboursables en monnaie forte avec compte de dévaluation monétaire

La Fondation Ford (FF) a accordé un prêt en dollars à Kenya Women Finance Trust (KWFT). Le prêt a été converti en MN. Le principal dû par KWFT à l'échéance est fixé au montant décaissé en MN. Pour se protéger contre la dépréciation du shilling kényan, la FF a établi un compte de dévaluation monétaire, financé au départ par une subvention de la FF. KWFT est tenu de déposer dans le compte des montants en dollars prédéterminés (fondés sur la dépréciation moyenne sur 10 ans du shilling kényan par rapport au dollar). À l'échéance, KWFT rembourse le montant en principal fixé en monnaie nationale converti en dollars au taux de change en vigueur, en plus des fonds détenus dans le compte de dévaluation. Si ces fonds ne suffisent pas pour couvrir le principal en dollars, la FF assume cette perte. Si les fonds sont supérieurs aux besoins, l'excédent est rendu à KWFT.

(Source : WWB, *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*, 2004)

prêteur assume la perte. Ainsi, dans cette opération, le risque de change est partagé entre l'IMF et le prêteur. Cet arrangement peut être adapté au niveau de risque que chacun est disposé à assumer.

Avantages

- Le risque de dépréciation de la MN est partagé entre l'IMF et le prêteur et le risque de l'IMF est plafonné.
- Donne accès à des capitaux qui peuvent ne pas être disponibles sur le marché local et peut mobiliser des fonds en monnaie nationale.
- Offre potentiellement des conditions plus généreuses et plus souples que sur le marché local.

Inconvénients

- Outre les paiements réguliers d'intérêts, des montants en monnaie forte doivent être déposés dans le « compte de dévaluation monétaire. »
- Demeure exposé au coût imprévisible du financement en monnaie nationale des intérêts et des dépôts sur le compte de dévaluation si la MN se déprécie.
- En fonction du lieu où le compte de dévaluation monétaire est tenu, peut être exposé aux risques de convertibilité et de transfert. Les risques sont limités si le compte est situé à l'étranger.

Limites prudentielles autoimposées

Étant donné les difficultés et les coûts liés à la mise en œuvre des dispositifs de couverture du risque de change, certaines IMF—soit de leur plein gré, soit sous l'impulsion des investisseurs ou des autorités de contrôle—limitent leurs dettes en devises.¹⁴ Ce faisant, elles ne se couvrent pas contre les mouvements défavorables de la valeur relative des monnaies, mais elles limitent leur exposition à ces mouvements. Les limites qu'elles s'imposent sont fonction du niveau de risque qu'elles sont disposées et aptes à supporter, mais d'une manière générale, les IMF appliquent des limites de 20 à 25 % du total

¹⁴ Pour les IMF soumises à la réglementation prudentielle, par exemple celles qui reçoivent des dépôts du public et les utilisent pour octroyer des crédits, les autorités de contrôle bancaire peuvent ne pas tolérer une asymétrie entre les monnaies dans lesquelles sont libellés l'actif et le passif des IMF réglementées. Ces autorités peuvent imposer des limites—par exemple, l'interdiction d'effectuer des transactions en devises—qui rendent impossible l'achat par une IMF d'un instrument de couverture en devises.

des dettes.¹⁵ Pour définir une limite prudentielle appropriée, les IMF doivent aussi tenir compte du niveau de leurs fonds propres et de la capacité de ces fonds propres à supporter des augmentations des dettes à la suite d'une dépréciation de la monnaie nationale. Par exemple, une IMF pourrait limiter ses engagements en devises à 20 % de ses fonds propres et, peut-être, créer un poste de provisions dans son bilan pour couvrir les pertes potentielles de change. Plus les fonds propres d'une IMF sont faibles en pourcentage de l'actif total, plus la limite imposée aux dettes en devises doit être basse en pourcentage de ces fonds propres.

Avantages

- Exposition limitée aux pertes de capital et à l'augmentation du coût du service de la dette suite à la dépréciation de la MN.
- Les frais de couverture du risque ou de crédit adossé sont évités.
- Accès à des capitaux qui peuvent ne pas être disponibles sur le marché local et capacité à mobiliser des fonds en monnaie nationale.

Inconvénients

- Le montant de l'emprunt en monnaie forte étant limité, les avantages de cet emprunt ne sont pas exploités.

Indexation de prêts sur la monnaie forte

Cette méthode permet aux IMF de répercuter le risque de change sur leurs clients.¹⁶ Les taux d'intérêt appliqués par les IMF sont indexés sur la valeur de la monnaie forte de leurs financements. Lorsque la monnaie nationale se déprécie, les taux d'intérêt augmentent. Cela permet à l'IMF de mobiliser les montants supplémentaires en MN nécessaires pour assurer le service de la dette en monnaie forte. En d'autres termes, l'IMF ne prend aucun risque de dévaluation ou de dépréciation. Il en résulte un risque de dévaluation ou de dépréciation pour les clients de l'IMF, sauf dans les rares cas où le revenu des clients est libellé en monnaie forte ou est aligné sur celle-ci.¹⁷

¹⁵ Entretien avec la Société financière internationale, août 2004.

¹⁶ Voir Crabb, *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions*, p. 3.

¹⁷ Dans certains cas, les IMF peuvent agir encore plus directement en accordant à leurs clients des prêts libellés en devises. Il est plus probable que cette situation se produise dans les pays où les clients des IMF travaillent dans une économie « dollarisée » et réalisent des revenus libellés en dollars.

Avantages

- N'est pas exposé aux pertes de capital ou à l'augmentation du coût du service de la dette suite à une dépréciation de la MN.
- Donne accès à des capitaux qui peuvent ne pas être disponibles sur le marché local et peut mobiliser des fonds en monnaie nationale.
- Donne accès à des capitaux qui peuvent offrir des conditions plus généreuses et plus souples que le marché local.

Inconvénients

- Clients—ceux qui sont le moins capables de comprendre le risque de change—sont exposés à des pertes de capital et à l'augmentation du coût du service de la dette en cas de dépréciation ou de dévaluation de la MN.
- Augmente la probabilité de défaillance des clients de l'IMF en cas de dépréciation de la MN.
- Demeure exposé aux risques de convertibilité et de transfert.

Aucune de ces techniques n'est parfaite : elles présentent toutes des avantages et des inconvénients. Les méthodes les plus intéressantes et les plus efficaces—instruments classiques—sont souvent soit indisponibles, soit problématiques en raison de la taille modeste des transactions et de l'échéance plus longue des prêts caractéristiques des IMF. Les autres techniques sont assez lourdes à mettre en œuvre et peuvent être coûteuses.

Recommandations

Il ressort de l'enquête du CGAP qu'une proportion importante des IMF qui ont des dettes en monnaie forte ne comprennent pas le niveau de risque que créent ces engagements ou ne gèrent pas ce risque aussi efficacement qu'elles devraient le faire. Le risque de change peut être compliqué et difficile à comprendre, et les IMF n'ont pas toujours accès aux instruments généralement utilisés pour gérer ce risque. Le secteur doit s'intéresser davantage au risque de change et chercher à mieux comprendre les techniques servant à le gérer—y compris l'éviter en recourant si possible aux sources de financement en monnaie nationale. Des recommandations générales à l'intention des opérateurs du secteur de la microfinance sont présentées ci-après.

IMF

Lors du choix de leurs financements, les IMF devraient accorder une priorité élevée aux sources nationales ou aux emprunts extérieurs libellés en monnaie nationale. Une simple comparaison des taux d'intérêt nationaux et des taux d'intérêt étrangers

peut être trompeuse dans le choix de la source de financement. Des taux nationaux plus élevés dénotent le plus souvent une inflation intérieure plus élevée et doivent être pris comme le signal que la monnaie nationale va se déprécier par rapport à celle du pays qui a une inflation moins élevée.

Si les IMF doivent contracter des dettes en devises, il leur faut adopter des positions leur permettant de limiter leur exposition au risque de change. Il existe toute une gamme d'instruments à la disposition des IMF pour leur permettre de se prémunir contre les effets imprévisibles et potentiellement dévastateurs des fluctuations des taux de change. Les IMF doivent analyser et adopter ensuite les méthodes les plus appropriées pour atténuer leur exposition à ce risque.

Les IMF doivent suivre une formation ou chercher des conseils pour les aider à négocier les meilleures conditions avec les bailleurs de fonds extérieurs et nationaux, y compris en cherchant à obtenir si possible des prêts en monnaie nationale. Il n'est pas inutile de recourir à un conseiller juridique compétent pour s'assurer que la documentation et les dispositifs qui en résultent sont bien mis en œuvre, en particulier dans le cas des démarches plus compliquées adoptées pour limiter le risque de change.

Les personnes chargées de la fonction de trésorerie au sein des IMF doivent apprendre à reconnaître et gérer le risque de change en tant qu'aspect important de la gestion du risque financier dans son ensemble. Toutefois, il ne s'agit pas uniquement d'une question de gestion. Les conseils d'administration et les instances dirigeantes des IMF doivent aussi veiller à ce que leurs IMF établissent des paramètres et des limites de risque appropriés, et ils doivent avoir un moyen d'évaluer le respect de ces politiques et paramètres.

Investisseurs

Les investisseurs sont généralement plus avisés sur le plan financier que les IMF à qui ils accordent des prêts. Ils doivent donc assumer davantage de responsabilité en matière de gestion du risque de change. Ils doivent tenir compte du fait qu'un prêt en monnaie forte peut gravement nuire à une IMF. Ils doivent veiller à ce que leurs emprunteurs non seulement comprennent la portée du risque de change qu'ils assument, mais aussi qu'ils disposent de plans appropriés pour le gérer.

Autres acteurs du secteur

Le secteur de la microfinance doit encourager le développement des marchés de capitaux locaux pour accroître l'accès aux financements en monnaie nationale.

Les organismes de notation doivent inclure le risque de change dans leur évaluation de la solvabilité des IMF. Cela sensibilisera davantage à la question du risque de change dans le secteur et encouragera les IMF et les investisseurs à s'informer sur la question.



Annexe A

Les raisons des variations de la valeur des monnaies.

Les variations de la valeur relative des monnaies dans le temps constituent un phénomène complexe. Les économistes ont passé un nombre incalculable d'heures au fil des ans à essayer de comprendre et d'expliquer ce phénomène. Les principes clés qui expliquent la volatilité des taux de change sont présentés ci-après dans leurs grandes lignes.

Mouvement de la monnaie et taux d'intérêt et d'inflation

Les taux d'intérêt varient d'un pays à l'autre. Les taux d'intérêt nominaux peuvent paraître plus bas aux États-Unis et en Europe qu'ils ne le sont dans d'autres régions. Cette situation fait que les emprunts en monnaie forte semblent meilleur marché parce que le prix de ces emprunts—les taux d'intérêt nominaux dont ils sont assortis—est moins élevé que le taux des emprunts libellés en monnaie locale. C'est une des raisons pour lesquelles les IMF peuvent être attirées par les emprunts en monnaie forte. Cependant, une simple comparaison des taux d'intérêt ne représente qu'un aspect de la question que les IMF doivent examiner lorsqu'elles évaluent le coût des emprunts en monnaie forte. Il faut aussi évaluer l'inflation et les taux de change.

Lorsque l'inflation est élevée, les banques sont tenues d'offrir des taux d'intérêt élevés pour attirer l'épargne. Elles doivent en revanche appliquer des taux d'intérêt élevés aux prêts qu'elles accordent pour couvrir les paiements d'intérêt qu'il leur faut verser aux épargnants. Une inflation élevée entraîne donc des taux d'intérêt nationaux élevés.

Mais une forte inflation entraîne aussi la dépréciation de la monnaie. L'inflation est essentiellement la dépréciation d'une monnaie par rapport aux biens et services qu'elle peut acheter. Si la monnaie d'un autre pays se déprécie plus lentement par rapport aux mêmes biens et services—autrement dit, si l'inflation dans cet autre pays est plus faible—alors la valeur de la première monnaie par rapport à la seconde va se déprécier. La nature de cette dépréciation est fonction, dans une large mesure, du type de régime de change d'un pays.

Régimes de taux de change¹⁸

Les gouvernements disposent généralement de trois types de régimes de change,¹⁹ bien qu'il existe de nombreuses variations de ces trois possibilités générales. Le régime adopté est fonction des objectifs économiques et monétaires du gouvernement. En opérant le choix d'un régime, les gouvernements doivent réaliser un arbitrage entre trois objectifs : la stabilité du taux de change, la liberté des mouvements transfrontaliers des capitaux et l'autonomie de la politique monétaire. Deux seulement de ces trois objectifs peuvent être réalisés par l'adoption de telle ou telle politique de change. Un gouvernement peut fondamentalement choisir entre un régime de taux de change flottant, un régime souple avec contrôle des flux de capitaux et un régime de taux fixe.

Ces régimes de change affectent le risque de l'emprunteur de diverses manières. Si la monnaie du pays a un taux flottant, sa valeur fluctuera au jour le jour, mais dans le temps, elle devrait s'ajuster en fonction des niveaux relatifs d'inflation et de taux d'intérêt nominal. Si la monnaie est rattachée par un système souple à une monnaie forte, sa valeur devrait être stable (mais pourra être ajustée par le gouvernement). Elle est aussi exposée à des dépréciations importantes en cas de crises monétaires découlant des différences de niveaux d'inflation ou de sorties massives de capitaux. Si un pays a un régime de change fixe dans le cadre d'une union monétaire commune ou de la dollarisation, sa monnaie sera stable par rapport à la monnaie à laquelle elle est rattachée parce qu'il n'exerce aucun contrôle sur la politique monétaire. Son taux d'inflation serait similaire à celui du pays auquel sa monnaie est rattachée.²⁰ Si le taux de change de la monnaie d'un pays est fixe dans le cadre d'une caisse d'émission, il est également probable que sa monnaie soit stable,

¹⁸ Cette section s'inspire de Obstfeld and Krugman, *International Economics: Theory and Policy*; DeGrauwe, *International Money*; and Fischer, *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*

¹⁹ Voir La liste des pays et leur régime de change dans le rapport annuel 2004 du Fonds monétaire international à l'adresse Internet www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2004/eng/pdf/file4.pdf.

²⁰ Une exception se produit si ce pays se retire de l'union monétaire commune ou met fin à sa dollarisation.

mais peut être exposée à de graves crises comme on l'a vu en Argentine, par exemple.

Taux de change au fil du temps

Pratiquement tous les pays en développement connaissent une dépréciation de leur monnaie, d'une manière ou d'une autre, au fil du temps. La Figure 1A montre comment les monnaies de certains pays en développement se sont comportées par rapport au dollar au cours des deux dernières décennies. Elle dépeint aussi certaines des crises notables survenues ces derniers temps.

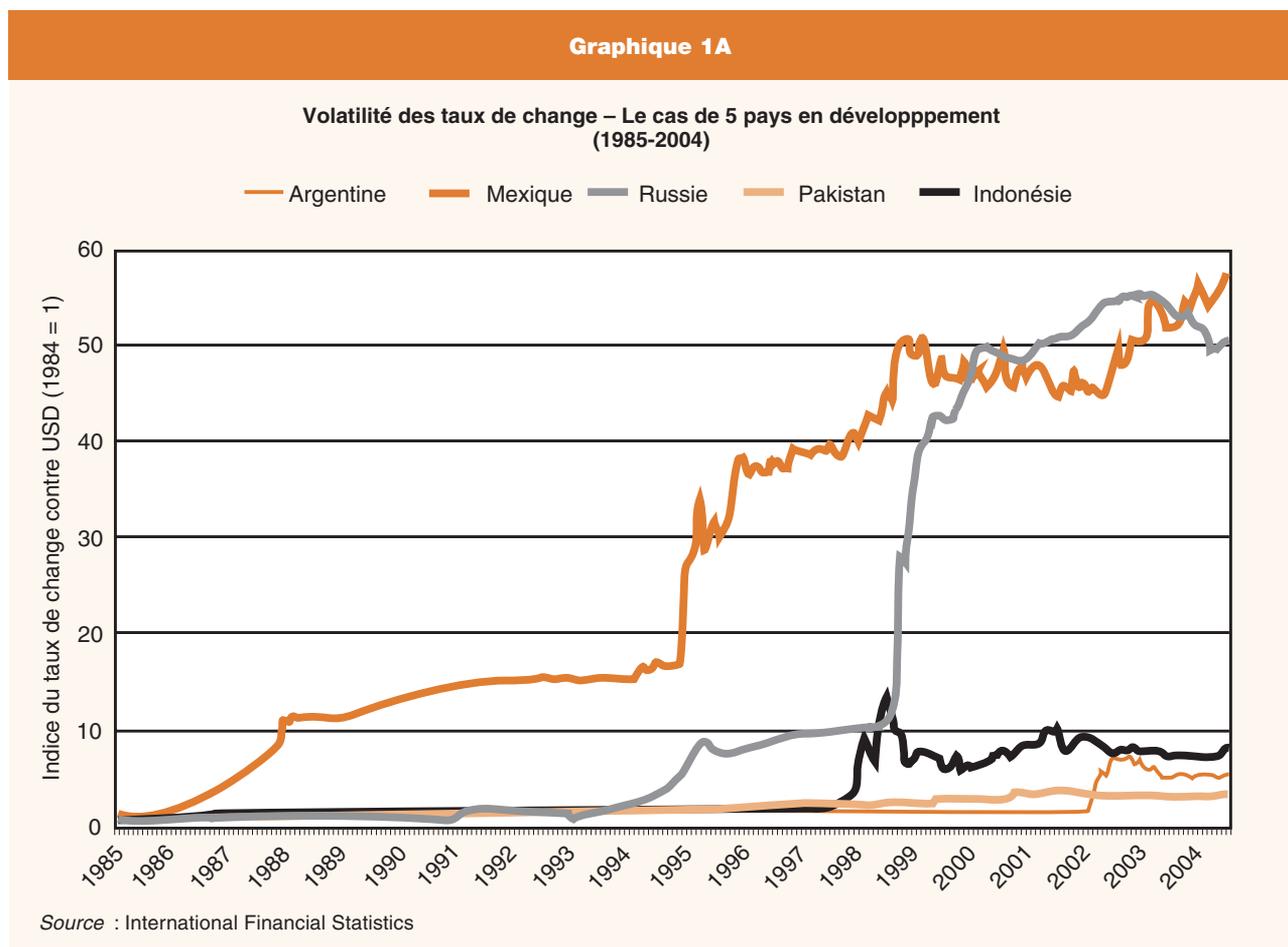
Comme l'indique le graphique, les monnaies peuvent se déprécier considérablement en peu de temps. Le peso mexicain, par exemple, qui vaut maintenant moins de 2 % de sa valeur de 1985, s'est déprécié en majeure partie de 1994 à 1999. La baisse de la valeur du rouble russe a été encore plus spectaculaire. À l'instar du peso mexicain, il vaut à présent moins de 2 % de sa valeur de 1985 ; la majeure partie de la dépréciation s'est produite de 1998 à 1999. La valeur de la roupie

indonésienne est à présent légèrement supérieure à 10 % de son niveau de 1985. Et que dire du peso argentin ? Entre décembre 2001 et février 2002 sa valeur a diminué de plus de moitié. Les monnaies du Nigeria, de l'Ouganda et de la Turquie, qui n'apparaissent pas dans la Figure 1, ont perdu depuis 1985 plus de leur valeur qu'aucune des monnaies représentées.

Ces types de mouvements de la valeur des monnaies peuvent ruiner une IMF si elle détient des dettes importantes non couvertes en devises. Les scénarios présentés dans l'Annexe C montrent ce à quoi une IMF peut s'attendre dans la réalité. Comme des chercheurs l'ont montré,²¹ il est difficile de prédire les fluctuations de taux. Ni les économistes professionnels, ni les financiers (spéculateurs à part) ne tentent de prévoir les niveaux des taux de change. La stratégie la plus prudente pour les IMF consiste, en conséquence, à couvrir leur risque de change—même si le coût d'une telle couverture semble prohibitif.

²¹ Voir Obstfeld and Krugman, p. 349.

Graphique 1A





Annexe B

Scénario 1—Dépréciation régulière de la MN de 5 % tous les 6 mois

Dans ce scénario, on suppose qu'une IMF a emprunté 500 000 dollars pour financer son portefeuille en expansion. Le prêt est à 3 ans, in fine²² au taux d'intérêt fixe de 10 % par an, les paiements d'intérêt s'effectuant tous les 6 mois. Le prêt commence à courir en janvier 2000. Les taux de change nominaux et les flux de trésorerie sont présentés au Tableau 1B et dans la Figure 1B.

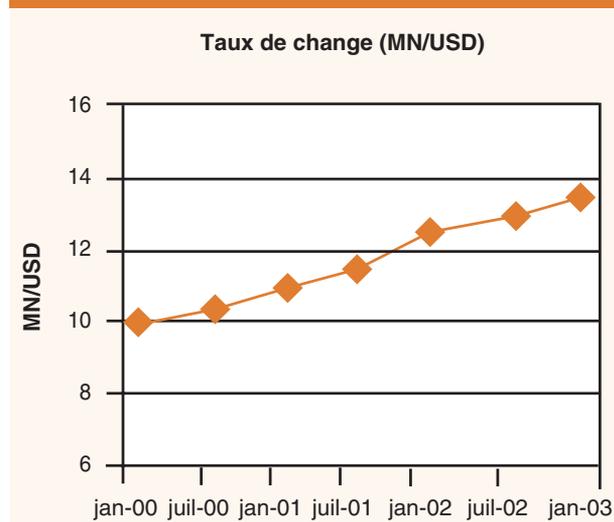
Dans ce scénario, le montant en principal de 500 000 dollars était équivalent à 5 millions de MN, en janvier 2000, alors que le taux de change était de 1 dollar contre 10 MN. À l'échéance du prêt en janvier 2003, l'IMF a besoin de 6,7 millions de MN pour rembourser le principal en dollars, soit une augmentation nominale de l'ordre de 34 % en MN. Cette augmentation est imputable à la baisse entre janvier 2000 et janvier 2003 de la valeur relative de la MN par rapport à la monnaie forte.

Le taux d'intérêt nominal moyen du prêt en dollars sur sa durée de vie était de 10 %. Le taux d'intérêt effectif est de 21 % compte tenu de la dépréciation du taux de change.²³ Ainsi, la dépréciation de la MN vis-à-vis du dollar ajoute

²² Un prêt in fine est un prêt dont l'intérêt est payé pendant toute sa durée, alors que le capital n'est pas remboursé avant l'échéance du prêt.

²³ On calcule ce taux d'intérêt effectif en déterminant le taux de rentabilité interne, c'est-à-dire le taux d'actualisation qui permet d'obtenir une valeur actuelle nette des flux de trésorerie égale à zéro.

Graphique 1B



effectivement 10 % au taux d'intérêt, soit une augmentation de 100 % par rapport au taux d'intérêt nominal fixe initial. (Voir Tableau 1B.)

Scénario 2—Effondrement de la MN après un an

Dans ce scénario, on suppose une fois de plus qu'une IMF a emprunté 500 000 dollars pour financer son portefeuille en expansion. Le prêt est également à 3 ans, in fine au taux d'intérêt fixe de 10 % par an, les paiements d'intérêt s'effectuant tous les 6 mois. Le prêt commence à courir en janvier 2000 comme dans le premier scénario. Toutefois, au lieu d'une dépréciation régulière de la MN comme dans l'exemple précédent, la valeur s'effondre, tombant d'un taux de change de 1 dollar contre 10 MN à 1 contre 30 en un an. Les taux de change nominaux et les flux de trésorerie de ce scénario sont présentés au Tableau 2B et dans la Figure 2B.

Dans ce scénario, le principal de 500 000 dollars était équivalent à 5 millions de MN, en janvier 2000, alors que le taux de change était de 1:10. À l'échéance du prêt en janvier 2003, l'IMF a besoin de 15 millions de MN pour rembourser le principal en dollars, soit une augmentation nominale de l'ordre de 300 % en MN. Cette augmentation est imputable à la dépréciation de la MN entre janvier 2001 et janvier 2002.

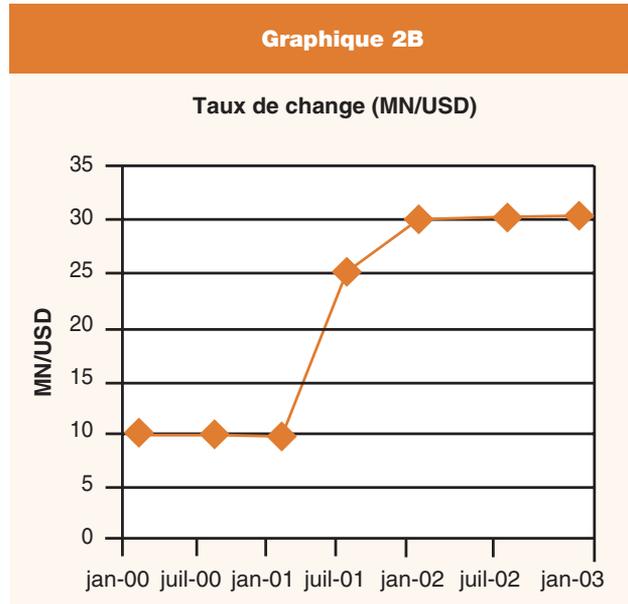
Le taux d'intérêt nominal moyen du prêt en dollars sur sa durée de vie est de 10 %. Le taux d'intérêt moyen équivaut à 59 % compte tenu de la crise du taux de change. (Ce taux d'intérêt effectif se calcule de la même manière que dans le scénario précédent.) Ainsi, la dépréciation de

Tableau 1B

	Jan 00	Juil 00	Jan 01	Juil 01	Jan 02	Juil 02	Jan 03
Taux d'intérêt en USD (%)	10	10	10	10	10	10	10
Flux de trésorerie (milliers USD)	500	-25	-25	-25	-25	-25	-525
Taux de change (MN/USD)	10	10.5	11.0	11.6	12.2	12.8	13.4
Flux de trésorerie (milliers MN)	5,000	-263	-276	-289	-304	-319	-7,036

la MN vis-à-vis du dollar ajoute effectivement près de 50 % au taux d'intérêt payé, soit une augmentation de 400 % par rapport au taux d'intérêt nominal fixe initial.

	Jan 00	Juil 00	Jan 01	Juil 01	Jan 02	Juil 02	Jan 03
Taux d'intérêt en USD (%)	10	10	10	10	10	10	10
Flux de trésorerie (milliers USD)	500	-25	-25	-25	-25	-25	-525
Taux de change (MN/USD)	10	10	10	25	30	30	30
Flux de trésorerie (milliers MN)	5 000	-250	-250	-625	-750	-750	-15 750



Annexe C

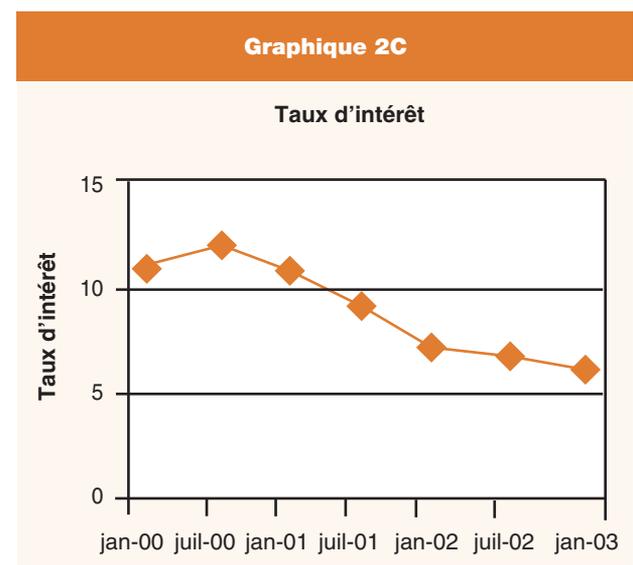
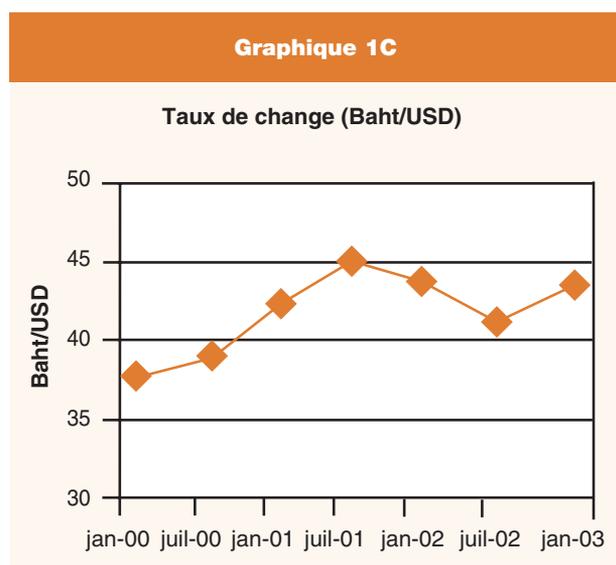
Scénario 1—Prêt en monnaie forte pour financer des activités de microfinance en Thaïlande, 2000–2002

Dans ce scénario, on suppose qu'une IMF a emprunté 300 000 dollars pour financer son portefeuille en expansion en Thaïlande. Le prêt est à 3 ans, in fine, au taux d'intérêt égal au LIBOR plus 5 % (l'intérêt étant versé tous les 6 mois). Le prêt commence à courir en janvier 2000. Les taux d'intérêt et de change nominal sont présentés dans

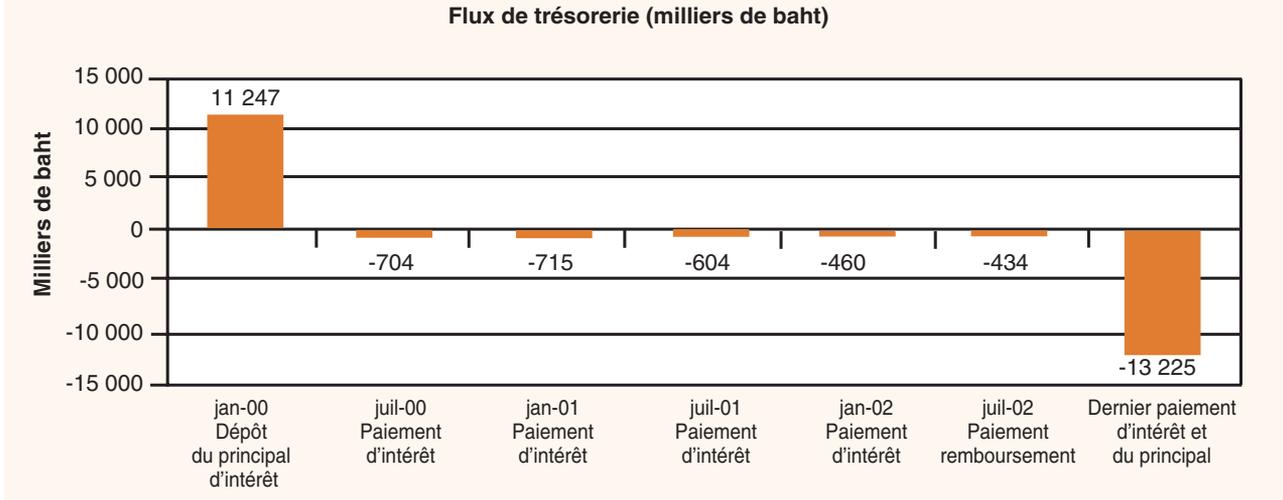
les Figures 1C et 2C. Les flux de trésorerie associés à ce prêt sont représentés dans la Figure 3C.

Le principal d'un prêt de 300 000 dollars était équivalent à 11,247 millions de baht thaïlandais (THB) en janvier 2000. À l'échéance du prêt en janvier 2003, l'IMF a besoin de 12,816 millions de THB pour rembourser le principal en dollars, soit une augmentation nominale de l'ordre de 14 %, en THB, imputable à la dépréciation du baht de janvier 2000 à janvier 2003.

Le taux d'intérêt nominal moyen du prêt en dollars sur sa durée de vie est de 9,08 %. Le



Graphique 3C

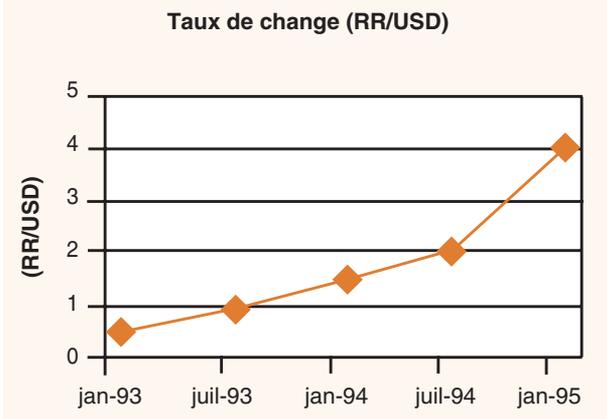


taux d'intérêt moyen équivalent passe à 14,05 % lorsqu'on tient compte de la dépréciation du taux de change. Ainsi, la dépréciation du baht vis-à-vis du dollar ajoute effectivement 5 % au taux d'intérêt, soit une augmentation de 55 % par rapport au taux d'intérêt nominal moyen initial. Le taux des prêts sur le marché national de la Thaïlande durant cette période était en moyenne légèrement supérieur à 10 %.²⁴

Les paiements semestriels d'intérêt diminuent en MN, bien que la MN se soit légèrement dépréciée par rapport au dollar. Cette évolution est attribuable à la baisse des taux d'intérêt variables.

²⁴ Statistiques financières internationales

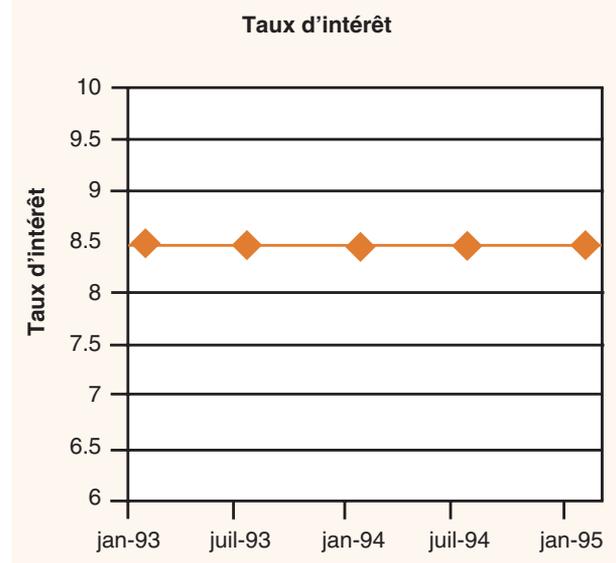
Graphique 4C



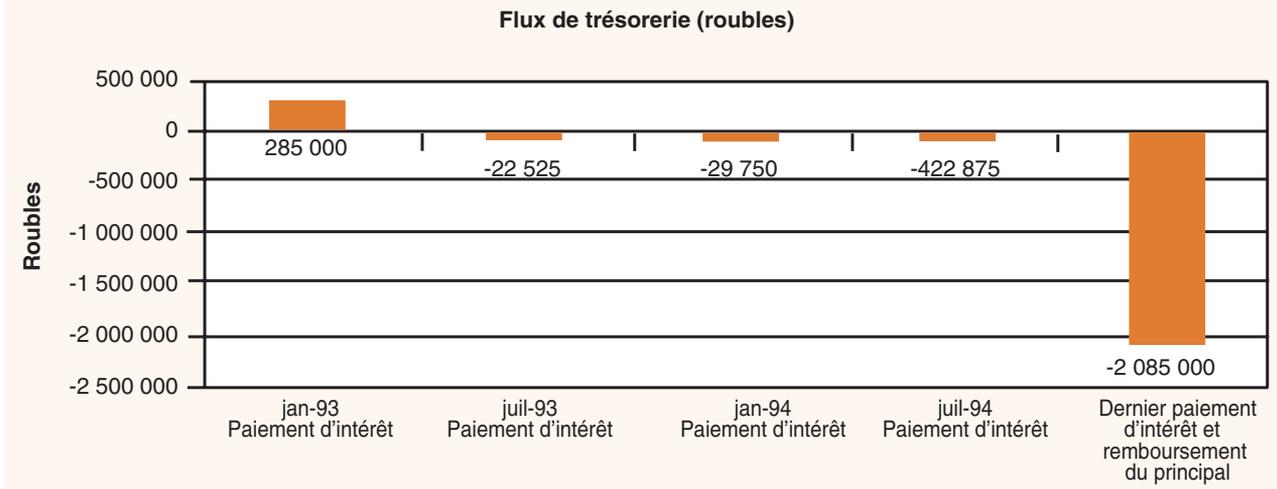
Scénario 2—Prêt en monnaie forte pour financer des activités de microfinance en Russie, 1993–1994

Suite à l'implosion de la Russie au début des années 90, le rouble (RR) a subi une dévaluation sensible pendant les années qui ont suivi. Pour montrer l'incidence de la crise de cette monnaie sur la dette en monnaie forte d'une IMF, supposons que cette IMF contracte un prêt à 2 ans, in fine, d'un montant de 500 000 dollars, assorti d'un taux d'intérêt fixe de 8,5 % (l'intérêt étant versé tous les 6 mois), courant à partir de janvier 1993. Les taux d'intérêt et de change nominal sont présentés dans

Graphique 5C



Graphique 6C



les Figures 4C et 5C. Les flux de trésorerie associés à ce prêt sont représentés dans la Figure 6C.

Dans ce scénario, les paiements semestriels d'intérêt, en RR, augmentent au fil du temps en raison de la dépréciation rapide de cette monnaie. Le montant du paiement initial exigible en juin 1993 était de 22 525 roubles. Le dernier paiement d'intérêt s'est chiffré à 85 000 roubles—soit une augmentation de 300 % environ. Pour ce qui est du principal, le montant du prêt de 500 000 dollars était équivalent à 285 000 roubles en janvier 1993. À l'échéance, après 2 ans, il avait atteint 2 millions de roubles. Ce dernier montant représente une augmentation nominale de plus de 600 % et traduit la dépréciation considérable du rouble au début des années 90.

Le taux d'intérêt nominal moyen du prêt en dollars entre janvier 1993 et janvier 1995 est de 8,5 % (taux fixe). (Voir Tableau 1C.) Si l'on tient compte de la dépréciation du taux de change, le taux d'intérêt moyen équivalent est supérieur à 138 % (taux calculé de la même manière que dans

le précédent exemple). Ainsi, la dépréciation du rouble ajoute plus de 130 points au taux d'intérêt en monnaie forte. Les taux de prêt sur le marché intérieur se sont chiffrés en moyenne à 320 % environ au cours de cette période, même s'il était difficile, voire impossible, de mobiliser des fonds en monnaie nationale.²⁵

²⁵ Statistiques financières internationales

Tableau 1C

	Jan 93	Juil 93	Jan 94	Juil 94	Jan 95
Taux d'intérêt en dollars (%)	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Remboursement (milliers USD)	500	-21,3	-21,3	-21,3	-521,3
Taux de change (RR/USD)	0,57	1,06	1,4	1,99	4
Remboursement (milliers RR)	285	-22,5	-29,8	-42,3	-2 085



Bibliographie

- Bahtia, R. January 2004. *Mitigating Currency Risk for Investing in Micro finance Institutions in Developing Countries*. Social Enterprise Associates.
- Barry, N. May 2003. "Building Financial Flows That Work for the Poor Majority." Presentation to Feasible Additional Sources of Finance for Development Conference.
- Conger, L. 2003. *To Market, To Market*. Microenterprise Americas.
- Council of Microfinance Equity Funds. 15 April 2004. *Summary of Proceedings—Council Meeting*. Open Society Institute. Crabb, P. March 2003. *Foreign Exchange Risk Management Practices for Microfinance Institutions*. Opportunity International. De Grauwe, P. 1996. *International Money*. Oxford University Press.
- Eun, C., and B. Resnick. 2004. *International Financial Management*. McGraw Hill Irwin.
- Fischer, S. 2001. *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* International Monetary Fund.
- Fleisig, H., and N. de la Pena. December 2002. "Why the Microcredit Crunch?" *Microenterprise Development Review*, Inter-American Development Bank.
- Holden, P., and S. Holden. June 2004. *Foreign Exchange Risk and Microfinance Institutions: A Discussion of the Issues*. MicroRate and Enterprise Research Institute.
- Ivatury, G., and J. Abrams. November 2004. "The Market for Microfinance Foreign Investment: Opportunities and Challenges." Presented at KfW Financial Sector Development Symposium.
- Ivatury, G., and X. Reille. January 2004. "Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors." *Focus Note No. 25*. CGAP.
- Krugman, P., and M. Obstfeld. 2003. *International Economics: Theory and Policy*. Addison Wesley. Jansson, T. 2003. *Financing Microfinance*. Inter-American Development Bank.
- Pantoja, E. July 2002. *Microfinance and Disaster Risk Management: Experience and Lessons Learned*. World Bank.
- Silva, A., L. Burnhill, L. Castro, and R. Lumba. January 2004. Development Foreign Exchange Project Feasibility Study Proposal—Draft.
- VanderWheele, K., and P. Markovitch. July 2000. *Managing High and Hyper-Inflation in Micro finance: Opportunity International's Experience in Bulgaria and Russia*. U SAID.
- Vasconcellos, C. 2003. *Social Gain*. Microenterprise Americas.
- Women's World Banking. 2004. *Foreign Exchange Risk Management in Microfinance*. WWB.

NoteFocus

n° 31

N'hésitez pas à faire lire cette Note à vos collègues ou à nous demander des exemplaires supplémentaires de ce numéro ou d'autres études.

Le CGAP vous invite à lui faire part de vos commentaires sur cette Note.

Toutes les études du CGAP sont disponibles sur le site web du CGAP : www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, N.W.
MSN P3 - 300
Washington, DC 20433 États-Unis

Tel : 202 473 9594

Fax : 202 522 3744

Courriel :
cgap@worldbank.org