

LE CASH AT RISK : PILOTER SES LIQUIDITÉS

Le Cash at Risk est une mesure statistique des niveaux de liquidité de l'entreprise. A l'instar de la Value at Risk (VaR), il mesure le niveau d'encaisse le plus faible redouté en situation non catastrophique. Formellement, on exclut les configurations « catastrophiques » de probabilité 1 % (ou 5 % ou 0,1 % selon les seuils que l'entreprise se donne). Pour cela, il convient de probabiliser les entrées et les sorties de cash dans l'entreprise. Une telle approche présente un grand intérêt, car elle oblige à identifier les facteurs de risques auxquels l'entreprise est soumise. Comme la VaR, elle nécessite d'être complétée pour ne pas conduire à une mesure trop fruste des risques. Une mesure « multi-horizons » de Cash at Risk réduit les inconvénients de la VaR, et est plus conforme à la vision dynamique d'une trésorerie d'entreprise sur plusieurs mois. La mise en place de Stress Tests permet également de renforcer le cadre de gestion de la liquidité.

> La gestion de la liquidité

Les budgets issus de la vision comptable de l'entreprise sont « traduits » en flux d'encaissements et de décaissements par le trésorier. Ce dernier se doit d'assurer la capacité de l'entreprise à faire face à ses dépenses. Il pilote donc le financement de l'entreprise en prévoyant sa position de trésorerie. A court terme, il s'appuie sur le budget annuel, et à long terme, il dispose du plan d'investissement. La position de trésorerie fait alors apparaître des besoins de financement à évaluer le plus finement possible pour ne pas alourdir inutilement la ligne des frais financiers, ou des excédents de trésorerie dont le placement sera à optimiser. La gestion budgétaire doit donc permettre d'assurer la gestion de la liquidité de l'entreprise. Dans ce domaine, plus les prévisions sont fines, plus la politique mise en place pour gérer les financements ou les placements sera efficace.

La gestion de la liquidité s'opère à travers la gestion du bas de bilan et le pilotage risque/rendement dans des conditions opérationnelles normales. En tant que telle, la liquidité se mesure à partir de la comparaison des échéances contractuelles des dettes et des estimations des autres entrées/sorties de trésorerie. Celles-ci sont incertaines, y compris sur des horizons courts.

En modélisant cette incertitude au travers de facteurs de risques dont la loi de probabilité est estimée, la liquidité peut être mesurée grâce au Cash at Risk, qui s'appuie sur les principes de la Value at Risk (VaR). Il revient à mesurer le solde de liquidité résultant d'un ensemble d'encaissements ou de décaissements, avec une certitude de x%, à un horizon donné (6 mois, un an). Il conduit le trésorier à gérer l'exposition de l'activité de l'entreprise aux variations des conditions économiques et plus généralement des facteurs de risques susceptibles d'affecter les entrées et sorties de trésorerie (croissance accélérée, augmentation des coûts d'approvisionnement, baisse du chiffre d'affaires et donc du poste client, hausse des stocks,...). Ces variations peuvent avoir plusieurs répercussions sur les conditions d'exploitation de l'entreprise :

- Révision de la politique de financement ou de refinancement,
- Remise en cause des stratégies de couverture par des variations de taux d'intérêts,
- Limitation de la capacité de l'entreprise à avoir recours à un financement complémentaire en raison d'un endettement trop important,
- Dégradation de la « note » de l'entreprise.

Le calcul du Cash at Risk repose sur une méthode en trois étapes :

ETAPE 1

Identification des facteurs de risques susceptibles d'affecter les flux monétaires.

v

v

v

ETAPE 2

Quantification des sensibilités ou élasticités économiques et comportementales : les scénarios de mouvement des marchés ou des facteurs de risques plus généralement vont impacter les volumes de production, parfois les prix de vente (tarifs), les réactions de la concurrence, un changement d'approvisionnement, etc. C'est à ce niveau que se différencient des approches « économiques » du Cash at Risk qui prennent en considération le métier de l'entreprise et des approches purement financières ou statistiques. Il n'existe pas de modélisation générique car les élasticités sont spécifiques à chaque entreprise.

v

v

v

ETAPE 3

Scénarisation stochastique (méthode Monte Carlo) ou économique (Stress Tests) du futur : projection des cash flows sur x périodes sur les différents scénarios et identification de la distribution de probabilité des agrégats suivis : trésorerie, revenu net, dette sur fonds propres,...

Cette scénarisation permet la modélisation de la « réponse » de l'entreprise aux chocs sur les facteurs de risques ; à nouveau, cette prise en compte de la réponse de l'entreprise est plus ou moins sophistiquée :

- La structure d'optimisation du capital et des stratégies dérivées,
- L'évaluation d'une couverture statique ou dynamique et des politiques d'emprunt et d'investissement,
- L'approche permet également d'inclure le risque de contrepartie et la mesure des expositions.

Il est naturellement possible de ne détailler l'approche qu'au travers de certains des facteurs de risques, laissant inchangées les pratiques traditionnelles de gestion de la liquidité.

> Comment approfondir la gestion des cas extrêmes ?

Les Stress Tests

La VaR et les approches statistiques ont été sévèrement mises en cause dans la crise récente du fait de leur incapacité dans les établissements bancaires à mesurer ex ante les risques, notamment ceux de liquidité.

De la même manière, le Cash at Risk « traditionnel » ne suffit pas pour prendre en compte le risque de liquidité des entreprises. En effet, cette méthode ne permet pas de traiter des événements extrêmes comme les crises de liquidité que nous avons connues récemment encore. L'utilisation de scénarios de crise, les **Stress Tests**, doivent compléter le Cash at Risk.

Les Stress Tests représentent des scénarios hypothétiques (ou historiques, ou adverses⁽¹⁾) sur les facteurs de risques. Ils sont là pour identifier les vulnérabilités et la déformation du bilan. Ces analyses permettent en retour de définir des plans de contingence en cas de crise, i.e. la meilleure parade à mettre en place en cas d'alerte. Ils sont reconnus comme un élément à part entière du contrôle interne. La VaR, quant à elle, mesure le risque de perte « hors situation de crise ». Une variante de la VaR, la C-VaR, prend en compte les queues de distribution et reste une mesure statistique simple. Elle ne permet toutefois pas de modifier, comme dans le cas d'un Stress Test, les « réponses » de l'entreprise à un choc.

La VaR Multi-horizons

Au-delà de la gestion bilancielle liée à un exercice budgétaire, la pertinence est de construire une vision sur l'ensemble de l'année des gaps de trésorerie de l'entreprise.

Une approche fondée sur la VaR Multi-horizons⁽²⁾ permet de générer des reportings projetant le niveau de liquidité minimal pour un niveau de risque donné à toutes les dates entre 1 jour et 1 an. On peut alors simuler des portefeuilles ou emprunts de façon à respecter des contraintes à différentes dates. Bien que probabiliste, cette approche aboutit à quantifier l'incertitude autour d'un prévisionnel de trésorerie de toute façon incertain. Elle offre une gestion réellement dynamique en mesurant mieux les conséquences, les décisions aux différents horizons ; y compris la mise en place de stratégies optionnelles.

Des scénarios spécifiques de stress sont simples à ajouter. Cela inclut les scénarios de stress adverses, qui visent à mesurer la capacité de l'entreprise à gérer des situations économiques extrêmes, voire proches du dépôt de bilan.

> Un outil de pilotage

La gestion de la liquidité peut se faire à partir de données budgétaires traditionnelles. L'introduction d'une approche risque est facilement réalisable. Elle constitue un complément d'analyse pour la prise de décision en couplant la dimension risque à celle purement économique. Le Cash at Risk permet d'inclure la gestion prévisionnelle dans la politique globale de gestion des risques et de doter l'entreprise d'outils de pilotage supplémentaires sur la base d'une réflexion spécifique à ses métiers ●

> Une mise en œuvre source de valeur

La vision de la gestion de la liquidité proposée ici est source de valeur pour l'entreprise : meilleure visibilité et meilleur pilotage de la trésorerie – et donc optimisation financière. Sa mise en œuvre oblige également à une identification des facteurs de risques de l'entreprise, ce qui, en soi, est une clef pour un bon pilotage, et s'articule en trois étapes :

ETAPE 1

L'état des lieux repose sur quatre analyses :

- Les cycles de trésorerie : leur existence et leur cause sont à identifier.
- Les informations à disposition du trésorier : les données prévisionnelles à différents horizons, les estimations de fin d'année pour le début d'exercice suivant, les outils pour disposer de ces informations.
- Les sources de financement de l'entreprise.
- L'impasse de liquidité de l'entreprise à différents horizons.



ETAPE 2

L'identification et la quantification des risques sont gérées au sein de deux dossiers :

- L'analyse des facteurs de risques de l'activité, dont quelques exemples ont été donnés plus haut.
- La modélisation des élasticités économiques des revenus et dépenses de l'entreprise à ces facteurs de risques.



ETAPE 3

Le pilotage repose, quant à lui, sur la mise en place de modèles de simulation (et donc de calcul des risques) et de reportings, et l'établissement de préconisations.

Le niveau de profondeur ou d'exhaustivité en termes de facteurs de risques ou de méthode (Cash at Risk simple, Stress Tests, Plans de contingence, Multi-horizons, ...) est à définir en fonction des préférences de l'entreprise, et en tout cas, peut être mis en place progressivement.

(1) Voir Lettre OTC Conseil N°38 - avril 2009 : « Vulnérabilité et Stress tests adverses » - (2) OTC Conseil conduit un projet collaboratif labellisé par le Pôle de Compétitivité Finance Innovation (Paris MIM) sur la VaR Multi-horizons.