

LA PRISE EN COMPTE ET LA VALORISATION DU RISQUE DANS LES ACHATS PUBLICS : ENSEIGNEMENTS ET PERSPECTIVES POUR LE MINISTÈRE DE LA DÉFENSE

Cyr-Denis Nidier, secrétaire général de l'OED, Vincent Roiron, responsable de la cellule ingénierie financière et Arnaud Voisin, chargé d'études (OED)

Il est commun de considérer que «l'Etat est son propre assureur», un adage d'autant plus souvent employé qu'il ne résulte d'aucun principe général de droit public¹. Il traduit de façon imparfaite l'idée selon laquelle l'Etat pallie les échecs du marché, dans le domaine de l'assurance comme dans l'ensemble des activités économiques. Cette pratique donne à l'Etat la latitude d'apprécier s'il est économiquement opportun pour lui de se prémunir contre les risques.

La question du risque et de sa maîtrise prend une importance croissante, dans un contexte de maîtrise des dépenses de l'Etat et de réforme des politiques publiques. Les programmes d'armement, sujets à des retards et à des surcoûts, posent avec acuité la question de la maîtrise de leur coût global de possession. A cette problématique récurrente s'ajoute désormais le développement de l'externalisation, la mise en place d'un nouveau régime de commande publique, le contrat de partenariat, et l'autorisation législative donnée au ministère de la défense de couvrir le risque de hausse des prix de ses achats de produits pétroliers.

En prenant pour point de départ les fondements économiques du recours ou non à l'assurance, cet Ecodef s'efforce de présenter les enjeux de la prise en compte du risque dans le calcul économique et les différentes méthodes permettant de maîtriser ces aléas, qui se traduisent par des surcoûts potentiellement élevés.

Si l'Etat possède une capacité de mutualisation des risques supérieure à celle de certains agents privés, celle-ci peut conduire à des situations économiques sous-optimales. Aussi, il convient de distinguer les risques considérés comme non assurables et les risques que le marché peut aujourd'hui porter.

La prise en compte de ces risques passe par le calcul d'espérances de coût, dont les limites peuvent être repoussées grâce à des techniques de simulation ou de modélisation utilisées par les entreprises dans leurs choix d'investissement.

La couverture de ces risques passe par le recours à des tiers, notamment dans le cadre des contrats publics, et par l'achat d'instruments d'assurance, et dans certains cas, d'instruments financiers de couverture.

I. ASSURANCE OU NON ASSURANCE, LES APPORTS DE LA THÉORIE ÉCONOMIQUE

L'Etat détient la possibilité de choisir de s'assurer ou non. La théorie économique apporte des éléments d'appréciation sur cet arbitrage. Elle permet de définir les conditions dans

¹ Direction des affaires juridiques du ministère de la Défense «L'Etat assureur : assurance ou non assurance ?» Etudes juridiques

lesquelles l'assurance est une solution optimale. Elle permet également d'identifier les risques diversifiables², que le secteur privé est à même de gérer dans de meilleures conditions économiques.

1.1. La prise en compte du risque par la puissance publique : mutualisation des risques ou assurance ?

Les échecs de marchés peuvent provenir de trois sources.

En premier lieu, la réalisation (ou occurrence) d'un risque peut dépasser les capacités des assurances privées. Une catastrophe naturelle comme une éventuelle crue de la Seine à Paris ou un attentat terroriste de l'ampleur du 11 septembre 2001, touchent un nombre élevé d'agents économiques, dans différents secteurs d'activité, au même moment. Les risques associés à ces événements sont de ce fait peu diversifiables et peuvent affecter les assureurs comme leurs réassureurs, par un effet de cumul. En l'absence d'intervention de l'Etat, l'assurance privée conduit à un échec de marché.

Sur un mode mineur, un risque donné peut donner lieu à des primes telles que la constitution d'un marché de l'assurance est impossible. Par exemple, l'Etat ne trouverait probablement pas d'offre de couverture économiquement soutenable s'il cherchait à assurer le matériel de guerre contre leur possible destruction lors d'un conflit. En effet, les assureurs tendent à segmenter leur clientèle, en isolant les risques les plus coûteux pour eux, cette discrimination s'opérant par le coût de la prime d'assurance ou la définition de seuils de franchise. Par exemple, dans le domaine civil, la responsabilité des professions médicales (arrêt Perruche) conduit certaines d'entre elles à devenir difficilement assurables³.

Autre paramètre pris en compte par les assureurs, la probabilité d'occurrence (c'est à dire celle de réalisation) d'un risque. De trop grandes incertitudes sur les risques ou leur environnement rendent difficile voire impossible l'évaluation de l'occurrence d'un sinistre. Un risque rare ou inédit, sans données historiques permettant d'en calculer la fréquence, sera mal évalué. La volatilité de ces risques est telle que le calcul d'une espérance de coût, base du calcul de la prime, conduit à mettre en cause la capacité financière du marché de l'assurance à y faire face. De ce fait, il n'existe pas de marché d'assurance permettant de transférer le risque au secteur privé et l'Etat doit intervenir pour corriger l'échec de marché.

Si le principe de l'Etat-assureur est économiquement fondé dans les cas décrits plus haut, il convient en revanche de s'interroger sur la validité de ce principe lorsque la puissance publique est confrontée à des risques assurables par le marché.

Par exemple l'agence spatiale américaine, la NASA, n'assure pas ses lancements de satellites, alors que l'Agence spatiale européenne se couvre contre ce risque. Les probabilités de défaut d'un lanceur sont connues et le risque binaire (satellite

détruit ou non). Un calcul relativement simple (espérance de coût d'un lancement prenant en compte la probabilité de perte du satellite contre coût certain du lancement, du satellite et de son assurance) permet de choisir la solution économiquement la plus avantageuse. En toute rigueur, ce calcul coût-avantage devrait prendre en compte la disponibilité des fonds publics : l'Etat disposera-t-il des capitaux nécessaires pour construire dans des délais acceptables un nouveau satellite ? Même s'il disposait des crédits nécessaires, sous forme d'une provision, le retard se traduirait par une perte d'utilité, que le calcul de la valeur actuelle nette permet d'appréhender.

On pourrait considérer que l'Etat, en raison de la diversité de ses activités, mutualise mieux les risques que ne pourrait le faire le secteur privé. Le risque supporté par l'Etat dans un projet déterminé devrait être apprécié en fonction d'un portefeuille comprenant l'ensemble des projets publics. Cette diversification aboutirait à une situation où la réalisation d'un risque donné ne représenterait qu'une fraction infime des disponibilités financières. A ce stade, le raisonnement porte sur l'optimisation de l'usage des fonds publics. Il n'est pas nécessairement souhaitable de mutualiser les risques associés aux investissements : combiner des investissements rentables avec des investissements qui le sont moins dans d'autres états de la nature peut réduire le montant de l'investissement public total, aboutissant à une situation sous-optimale.

1.2. Le partage des risques : risques diversifiables et risques non assurables

L'inexistence d'un marché de l'assurance spécifique est un argument qui tend aujourd'hui à perdre une partie de sa pertinence. Les techniques financières comme la titrisation contribuent à des diversifications compatibles avec la couverture de bon nombre de ces risques. Ces instruments connaissent des limites, certes, mais leurs excès masquent l'existence de véritables marchés d'assurance pouvant conduire la puissance publique à recourir à leurs services. La double amélioration des techniques financières et d'assurance permet la création de nouveaux produits d'assurance et de couverture de risque.

Pour prendre un exemple particulièrement significatif, le ministère de la Défense britannique se couvre contre le risque de change de ses achats à l'étranger, qui représentent annuellement 1 milliard de \$ et 1 milliards d'€. Le ministère français de la défense s'apprête à mettre en service un mécanisme pour ses achats pétroliers⁴. Le développement de produits financiers

² Ce sont les risques qui ne se réaliseront que pour un petit nombre d'assurés (assurance automobile) ou qui ne se réaliseront pas tous en même temps (inondation locale, incendie).

³ Commissariat général du Plan (2005) «L'Etat et l'assurance des nouveaux risques», rapport du groupe Télémaque présidé par J-P Betbéze, mai.

⁴ Article 86 et la loi de finances rectificative pour 2003

permettant de couvrir les risques relatifs aux matières premières (pétrole et énergie en général, matières premières, voire risques climatiques) repousse la frontière des risques ne pouvant être couverts, sans pour autant la faire disparaître.

Dans le cadre des partenariats public-privé, le partage des risques entre la puissance publique et le prestataire permet de sortir la logique d'auto assurance de l'Etat, au profit d'un transfert des risques assurables au secteur privé. Du point de vue macroéconomique, l'Etat se donne l'opportunité de se consacrer aux risques résultant des échecs de marché. Du point de vue microéconomique, il optimise l'usage des fonds publics, à condition de mettre en place une évaluation économique et financière robuste de ses projets d'investissement, et plus généralement de ses choix publics.

II. LA PRISE EN COMPTE DU RISQUE PAR LE RECOURS AU CALCUL ÉCONOMIQUE

Le calcul économique peut prendre en compte le risque de différentes manières. Il peut constituer une composante du taux d'actualisation public⁵. D'autres solutions, plus satisfaisantes, consistent à recourir à un calcul de probabilité, puis à des méthodes de simulation.

2.1. Le calcul de l'espérance de coût

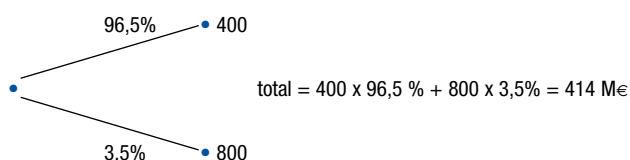
La prise en compte du risque dans les projets publics se limite généralement à prévoir des modalités destinées à le réduire (dispositions contractuelles notamment). Or, les conséquences financières du risque peuvent être valorisées et l'efficacité des mesures de réduction du risque évaluée.

Afin d'illustrer ce mécanisme, prenons l'exemple d'un lancement de satellite. L'incertitude liée au lancement est simple : mise en orbite ou perte. Les coûts du satellite, du lancement, de la probabilité d'échec du lanceur et de la prime de risque demandée par l'assureur sont connus (tableau ci-dessous).

Coût du satellite	300M€
Coût du lancement	100M€
Taux d'échec d'Ariane 4	3,5%
Prime d'assurance sur le lancement du satellite	2,5%

Coût du lancement sans assurance

- En cas de réussite (96,5% des cas), le lancement coûte 400M€
- En cas d'échec, (3,5% des cas) le coût pour l'Etat est de 800 M€ (lancement d'un nouveau satellite).



L'espérance de coût d'un lancement sans assurance est égale au coût du lancement corrigé par la probabilité d'échec :

$$400 \times 0,965 + (800 \times 0,035) = 414 \text{ M€}$$

Coût du lancement avec assurance

En cas de réussite, le lancement coûte 407,5 M€ (400 M€ auxquels s'ajoute la prime d'assurance de 2,5% sur la valeur du satellite, soit 7,5 M€).

En cas d'échec, le lancement coûte 407,5 M€ (le coût initial du lancement, le second lancement et le nouveau satellite étant remboursés)

Comparaison des coûts

L'assurance contractée pour le lancement devrait permettre une économie espérée de 1,6% par rapport à l'espérance de coût du lancement auto-assuré par l'Etat.

$$\frac{414 - 407,5}{407,5} = 1,6\%$$

Moyennant un coût supplémentaire de 2,5 % du satellite, le risque de payer le coût d'un second lancement (400 m€) en cas d'échec (3,5% de probabilité) est écarté.

2.2. Les simulations et la modélisation

Dans le cadre d'un projet plus complexe, le calcul de l'espérance de coût est appliqué à chacune de ses étapes, en prenant en compte les risques qui lui sont associés. Par exemple, la phase de construction d'une nouvelle infrastructure présente deux risques majeurs : la nature du terrain (risque géologique) et la nouveauté des techniques de construction employées. Pour simplifier, on supposera ces risques indépendants les uns des autres.

Coût de construction prévu	: 100
Risque géologique	: +20 avec une probabilité de 10%
Risque technique	: +30 avec une probabilité de 15%

Impact des risques :	
Géologique :	$(100 \times 0,9) + (120 \times 0,1) = 102$
Technique :	$(100 \times 0,85) + (130 \times 0,15) = 104,5$

De ces deux risques de surcoût découlent 4 scénarios :

- Aucun risque ne se réalise : coût = 100
- Le risque géologique se réalise : coût = 102
- Le risque technique se réalise : coût = 104,5
- Les deux risques se réalisent : coût = 106,5 (100 + 2 + 4,5)

⁵ »Calcul économique et taux d'actualisation : application aux choix d'investissement de la Défense», Ecodef n°36, nov.-janv. 2005.

Dans la réalité, ce sont plusieurs centaines de risques qui sont recensés et valorisés, sur le principe décrit ci-dessus, ce qui permet de créer une multitude de scénarios. Les simulations de Monte-Carlo (appelées aussi modèle de Hertz), réalisées par logiciel, permettent de donner le profil de risque du projet. Dans l'évaluation préalable d'un contrat de partenariat, elle permet de comparer les risques de chaque solution, publique et privée.

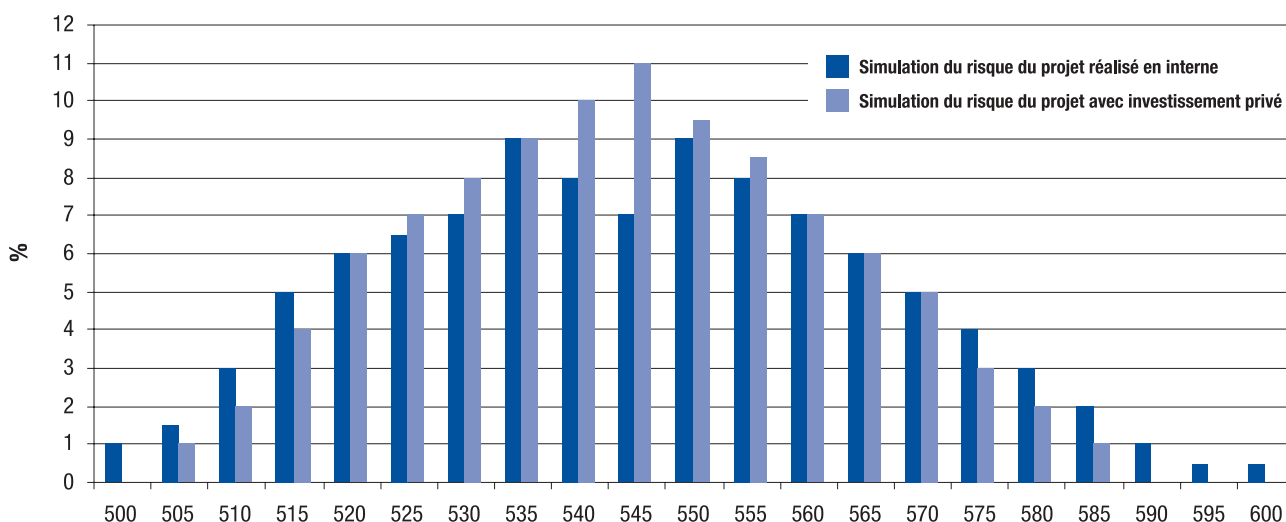
Les limites de l'utilisation de la seule espérance de coût et l'intérêt des méthodes de simulation

Afin d'illustrer l'intérêt d'une analyse des risques plus poussée,

prenons l'exemple d'une comparaison de coût public-privé dans laquelle les espérances de coût du projet public et des deux projets de financement privés alternatifs ont la même valeur, soit 545 M€. On se place dans une situation où, sur la seule foi de l'espérance des coûts, les projets ne peuvent être discriminés.

Dans le premier cas la distribution des risques des deux projets montre que le recours à un partenariat public-privé présente un moindre risque par rapport au projet réalisé avec une acquisition classique. Dans ce dernier, l'étendue des coûts possibles est plus limitée et la distribution des probabilités plus régulière.

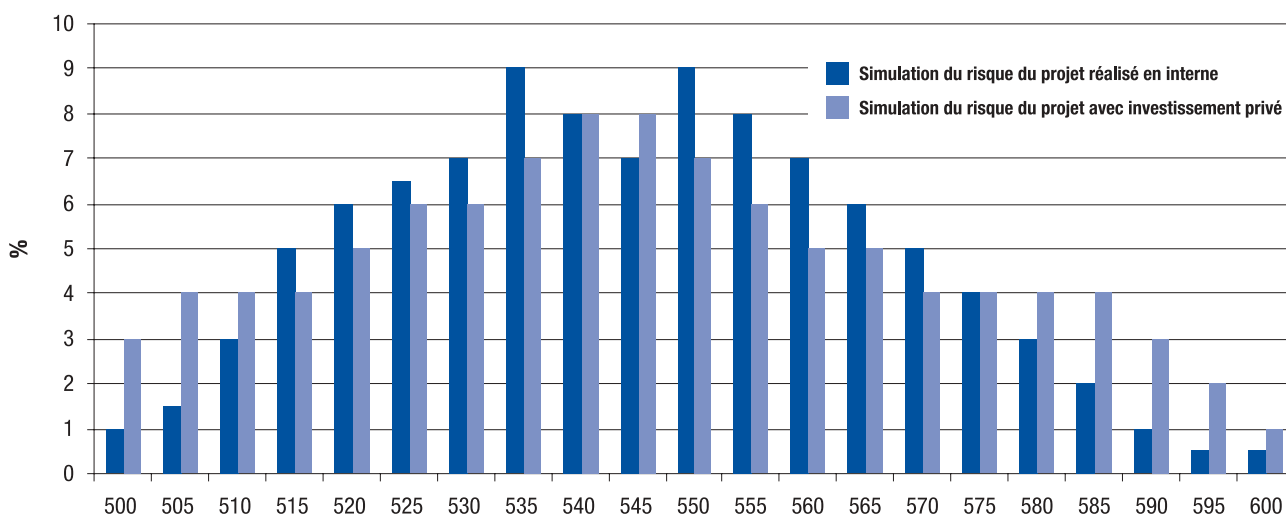
Comparaison favorable au choix d'un contrat de partenariat



Dans le second cas, la distribution des risques du projet à financement privé est plus défavorable que celle du financement

public classique. En effet, les risques de surcoûts importants sont élevés (partie droite de l'histogramme) et l'incertitude sur le coût est considérable.

Comparaison favorable à une réalisation publique du projet



Les simulations de Monte-Carlo ont l'avantage d'être relativement simples à mettre en œuvre. Elle supposent toutefois que l'investissement est déjà réalisé. Les méthodes recourant aux options réelles permettent de se placer en amont de la décision d'investissement.

Fondée par Henry (1974), Myers (1979), McDonald&Siegel (1984), la théorie des options réelles connaît de nombreux développements. Synthétisée, notamment par Dixit&Pindyck (1994). La théorie des options réelles offre un cadre plus réaliste que l'actualisation classique, en prenant en compte les coûts irrécupérables qui résultent de l'investissement et la flexibilité dont dispose le décideur pour adapter ses choix aux évolutions de l'environnement du projet.

EXEMPLE

Un individu souhaite acquérir un bien immobilier pour 150 000 euros. L'acquisition est intégralement financée par un crédit sur 10 ans remboursable *in fine*. Si l'acquisition est réalisée dans l'année courante, t , le taux d'intérêt du crédit est fixe et de 10 %. Il y a une chance sur deux que le taux de l'année suivante, $t+1$, soit le même, 10 %, et une chance sur deux qu'il descende à 8%. Le taux d'actualisation de l'individu est de 5 %.

Si l'individu réalise l'investissement en t , la VAN du projet est :

$$\frac{150 \times (1,10)^{10}}{(1,05^{10})} = 238,8 \text{ Keuros}$$

Si l'individu décide d'attendre $t+1$ pour investir, la VAN en t est :

$$\frac{(0,5 \times 150 \times 1,10^{10}) + (0,5 \times 150 \times 1,08^{10})}{(1,05^{11})} = 208,4 \text{ Keuros}$$

(le calcul introduit des pondérations par les probabilités).

Ainsi, par le seul fait de repousser d'un an son acquisition, l'individu réalise un gain de $238,8 - 208,4 = 30,4$ Keuros.

Toutefois, dans cette configuration, l'individu décide en t d'investir en $t+1$.

La logique des options réelles considère au contraire directement la décision en $t+1$. Autrement dit, puisque l'individu n'investit que dans la meilleure configuration, soit le taux à 8%, la valeur du projet est dans ce cas :

$$\frac{150 \times 1,08^{10}}{1,05^{11}} = 189,3 \text{ Keuros}$$

Donc, la capacité de décider ultérieurement apporte une valeur supplémentaire, soit $208,4 - 189,3 = 19,1$ Keuros

Au total, la capacité de différer la décision à la date $t+1$ par rapport à la décision à la date t permet de réduire le coût actualisé du projet de $19,1 + 30,4 = 49,5$ Keuros.

Cet exemple illustre la différence entre le critère de la VAN et l'approche «option réelle» dans la prise en compte de l'incertitude. Dans le premier cas, l'incertitude est appréhendée, mais de manière statique puisque la décision est toujours prise à la date t . Dans le second, c'est la décision qui est différée et le calcul élimine le cas défavorable⁶.

On distingue donc la capacité de différer le lancement du projet qui explique les 3/5 de l'économie totale, et la capacité de différer la décision pour 2/5. Autrement dit, étant donné la capacité de différer le lancement du projet, celle de différer la décision augmente de 60% l'économie attendue.

De manière analogue à une option financière, la décision d'investir génère un coût net mais peut être différée à une date ultérieure. Il est alors possible de bénéficier d'un contexte plus favorable à la réalisation de l'investissement. Dans sa version la plus simple, la théorie des options réelles permet de déterminer la date optimale d'investissement dans un contexte d'incertitude. Dans des développements plus raffinés, elle permet de considérer des décisions d'entrée et de sortie de l'investissement, d'adaptation de sa dimension ou d'investissement par étapes. Grâce à la prise en compte explicite de l'incertitude et de la capacité à différer la décision, la valeur de l'investissement obtenue par la méthode des options réelles peut différer largement de la VAN. Schématiquement, la valeur de l'option réelle (ou des options réelles) est ajoutée à la VAN. Il s'agit donc d'un approfondissement de l'évaluation financière de l'investissement.

III. LES MÉCANISMES DE COUVERTURE DU RISQUE : LE CAS DES CONTRATS PUBLICS ET DES INSTRUMENTS FINANCIERS DE COUVERTURE

3.1. Les clauses contractuelles de partage des risques

Les clauses de partage des risques influent sur l'économie générale d'un projet. Dans les contrats à coûts remboursés,

⁶ Sur le plan technique, le calcul de la VAN se contente de faire un solde actualisé de flux financiers et éventuellement de prendre en compte l'incertitude par la valeur espérée, dans un cadre statique, tandis que la méthode des options réelles, beaucoup plus sophistiquée et élégante, traite la décision dans un cadre dynamique et stochastique, la programmation dynamique stochastique, ou le contrôle stochastique.

l'Etat rembourse les coûts de production du prestataire, tout en lui garantissant une marge. Adaptés à des projets très risqués, ils étaient devenus la norme en matière de Défense, entraînant une forte dérive des coûts. Ils correspondaient également à une logique d'arsenal, où l'Etat était à la fois le producteur et le client : transférer une partie du risque de construction au fournisseur n'avait de ce fait guère de sens. En revanche, la privatisation croissante de l'industrie de Défense et la réduction des budgets d'équipement a encouragé les marchés forfaitaires, où le prestataire est incité à l'efficacité par le versement d'un prix fixe. En effet, s'il supporte des risques de dépassement du forfait, il bénéficie en revanche des gains de productivité qu'il peut réaliser, en produisant à un coût inférieur au forfait.

Dans la pratique, ces deux types de contrats existent rarement dans leur forme la plus pure : les contrats réels sont plus ou moins proches du remboursement de coût ou du forfait. La théorie économique, vérifiée par son application aux contrats de Défense existants, montre que plus le mécanisme de paiement se rapproche d'une formule forfaitaire, plus il est efficace pour inciter l'industriel à augmenter sa productivité.

La production d'un matériel complexe se traduit rarement par un contrat unique et prend généralement la forme d'une série de marchés, passés au fur et à mesure des étapes du programme. La théorie indique que le pouvoir incitatif des contrats décroît au fil du temps : si le prestataire est très efficace dans la réalisation du premier contrat, l'Etat peut estimer qu'il n'a pas fixé ses exigences à un niveau réaliste et les porter à la hausse. Aussi, le prestataire est-il tenté de ménager ses efforts dans la perspective des contrats futurs. Cette tendance est contrebalancée par le fait que l'Etat acquiert une connaissance croissante des coûts de production au fil des contrats. Il faut toutefois qu'il s'organise pour capitaliser ces connaissances et les utiliser dans la négociation des contrats futurs.

Les contrats de partenariat étendent et rationalisent le principe de répartition des risques, en confiant leur gestion à la partie la plus à même de les gérer. Le cas de la PFI portant sur la rénovation et l'exploitation du siège du ministère britannique de la Défense témoigne parfaitement de cette logique. Le choix public n'a pas reposé sur la seule comparaison des coûts en statique (autour de 746 M£ pour les deux solutions), mais s'est appuyé sur l'évolution possible des coûts respectifs des solutions publiques et privées. La solution de la PFI a été retenue dans la mesure où elle garantissait l'acteur public contre le risque de dépassements de coûts⁷.

Le surcoût éventuel du financement privé est compensé par la plus grande maîtrise des conséquences financières de ces dépassements pour l'Etat. Dans le cadre d'un contrat de partenariat, l'acheteur public ne supporte aucun coût dans la phase de construction de l'infrastructure. Le consortium privé doit non seulement absorber d'éventuels surcoûts vis-à-vis de son devis, mais ne peut, en outre, aspirer à recevoir un paiement tant que l'équipement n'est pas en exploitation. Ce

faisant, la structure contractuelle lui fournit les incitations nécessaires pour limiter au maximum ces dépassements. En outre, lors de la phase d'exploitation, d'éventuels surcoûts ne seront pas pris en compte dans la fixation des paiements de l'acteur public. Ceux-ci se font, en effet, selon un «tarif binôme» reposant sur un terme fixe, correspondant à la mise à disposition de l'équipement et sur un terme variable, corrélé à son utilisation.

3.2. Les instruments financiers de couverture et de gestion du risque

Le développement d'instruments financiers de couverture du risque est très ancien, puisque dès l'Antiquité les fermiers Romains pouvaient vendre à terme leur production, ce qui leur permettait de connaître à l'avance leur revenu. Mais ce n'est que dans les années 1980 que le marché des instruments de couverture a véritablement pris son essor avec le développement des produits optionnels (la première option ayant été négociée en 1973 au sein d'un marché organisé par le Chicago board of trade) et des contrats d'échange financier, plus communément appelés swaps.

Les instruments financiers permettant de couvrir les risques sont de trois types :

- a - Les achats et ventes à termes : développés au départ pour les produits agricoles, ils recouvrent aujourd'hui une gamme beaucoup plus large de sous-jacents : matières premières, devises, taux d'intérêts, énergie, titres financiers, indices peuvent désormais être également achetés à terme. Lorsqu'ils sont négociés au sein d'un marché organisé (une bourse), on parle parfois de futures (notamment pour les taux d'intérêts ou pour le pétrole), lorsqu'ils sont achetés de gré à gré entre deux contreparties (c'est-à-dire un acheteur et un vendeur), on parle parfois de forwards. Dans tous les cas, il s'agit d'un contrat entre deux parties communément appelées contreparties.
- b - Les options sont des instruments offrant à celui qui les achète le **droit**, mais pas l'obligation, d'acheter ou de vendre un sous-jacent à un prix déterminé à l'avance appelé prix d'exercice. Lorsque l'option est levée (ou exercée), le vendeur de l'option a quant à lui l'**obligation** de vendre ou d'acheter le sous-jacent au prix d'exercice. Le vendeur d'option perçoit une prime⁸ au moment de la vente de l'option,

⁷ EcoDef n° 30 (2003) «La rénovation du siège du Ministry of Defence (MOD) britannique, un exemple de partenariat public-privé immobilier au Royaume-Uni», novembre.

⁸ Le terme de prime au lieu de prix s'est imposé car les personnes qui concourent les premières options étaient des actuaires issus du monde de l'assurance. La différence principale entre les options et les assurances reste que l'option repose sur l'anticipation rationnelle de ce que devrait être la progression du cours du sous-jacent, alors que le calcul de la prime d'assurance repose principalement sur l'observation statistique de la probabilité d'occurrence du risque.

qui lui reste acquise si l'option n'est pas levée. Il s'agit de l'instrument le plus pur de couverture du risque puisqu'il n'ouvre aucune obligation pour son acheteur. A contrario, il peut paraître cher puisque l'acheteur devra déboursier comptant le montant de la prime.

- c - Le contrat d'échange ou swap est un contrat par lequel deux contreparties conviennent de s'échanger le prix d'un sous-jacent à un prix convenu à l'avance. Le swap crée donc une double obligation, contrairement à une option, en contrepartie il n'a pas de prix, ou prime, ce qui ne signifie pas qu'il n'ait pas un coût puisque «l'acheteur» ne bénéficiera pas d'une baisse du prix du sous-jacent, par exemple, et qu'inversement le «vendeur» ne bénéficiera pas d'une hausse de ce prix. Certains praticiens et théoriciens ne considèrent pas les swaps et les options comme un instrument de couverture, mais comme un simple instrument de gestion du risque permettant de le connaître à l'avance puisqu'ils ont l'inconvénient de rigidifier le budget. Le swap peut s'interpréter comme une série d'achats à termes (ou une série de ventes à terme) à prix nul (mais qui peut avoir un coût...).

Lors d'une réunion récente de l'Association Française des Trésoriers d'Entreprise, les intervenants notaient qu'en pratique, plus le risque à couvrir était vital pour l'entreprise, plus elles avaient tendance à choisir une couverture optionnelle par

rapport à une gestion du risque reposant sur un instrument à terme ou un swap. De manière assez symétrique, le caractère stratégique du poste carburant pour une armée de l'air, associé au désir de ne pas perdre les bénéfices d'une baisse des cours, conduit à préférer l'utilisation de produits optionnels aux swaps. Le choix d'un swap exposerait en effet l'armée de l'air au risque de baisse du cours des carburants, car elle ne bénéficierait alors pas de cette baisse et ne pourrait pas utiliser les crédits à une autre fin.

L'Etat envisage aujourd'hui l'utilisation d'instruments de gestion et de couverture du risque dans le cadre de ses achats. C'est ainsi qu'il sera demandé aux prestataires gestionnaires de flotte de ne faire courir aucun risque de taux d'intérêt à l'Etat, mais on pourrait également envisager des clauses établissant qui, de l'Etat ou de l'industriel, couvrirait le risque matière première dans des contrats d'armement, par exemple. Celui qui gère le risque devant être celui qui le connaît ou qui bénéficierait des meilleures conditions sur les marchés : on peut par exemple supposer que l'Etat bénéficierait de meilleures conditions financières que les groupes de défense pour couvrir le risque d'inflation, alors que les groupes de défense connaissent mieux leur risque énergétique car ils restent maître de leur consommation. Le cas des matières premières est a priori plus complexe et nécessiterait probablement un examen plus poussé pour savoir qui connaît le mieux ce risque spécifique.



POUR MIEUX RECEVOIR ECODEF

- si vous ne souhaitez plus être abonné,
- si l'adresse du dernier envoi n'est pas correcte,
- si vous souhaitez être abonné par messagerie électronique (format pdf)

Nom et adresse de l'établissement ou de la personne destinataire du bulletin :

.....

.....

.....

.....

Adresser votre réponse, par courrier, fax ou courriel, à :
Ministère de la défense - Secrétariat général pour l'administration - Direction des affaires financières
Observatoire économique de la défense - A l'attention de Simone JAURY
14, rue Saint-Dominique - 00450 Armées

ou
Fax : 01 42 19 45 43 - courriel : oed@defense.gouv.fr ou simone.jaury@defense.gouv.fr



L'observatoire économique de la défense diffuse Ecodef par messagerie électronique (format pdf).

Si vous êtes intéressés par cette formule, veuillez adresser votre E-mail à :
oed@sga.defense.gouv.fr

DÉCOUVREZ DES PUBLICATIONS DU SÉCRÉTARIAT GÉNÉRAL POUR L'ADMINISTRATION SUR

Internet › www.defense.gouv.fr/sga
Intranet › www.sga.defense.gouv.fr

OU SUR SIMPLE DEMANDE À
SGA/Com au 01 42 19 77 46



Internet › www.defense.gouv.fr/sites/sga • Intranet › www.sga.defense.gouv.fr

É C O D E F

Observatoire Économique de la Défense (SGA/DAF/OED)
14, rue Saint Dominique • 00450 Armées

Pour vous abonner :
Fax : 01 42 19 45 43 - Email : oed@sga.defense.gouv.fr
Rédacteur en chef : Cyr-Denis Nidier

ISSN 1293-4348 • Impression : SMG/Impressions • Tél : 01 42 19 40 91
Conception et réalisation graphique : Pascal Ilic SGA/com 2005