

Université Mohamed Premier

Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales

Oujda



MARCHE DE CHANGE

Réalisé par :

- ✦ **Sana EL YATIM**
- ✦ **Meryem ZERGUIT**
- ✦ **Fatima AMNOUN**
- ✦ **Sara EL HOR**
- ✦ **Zouheir AHMED**

Encadré par :

Prof · Yahyaoui

Plan

Introduction

Partie 1 : Cadre général du marché de change

Chapitre 1 : Evolution marchés de change

Chapitre 2 : caractéristiques et composantes du marché de change

Chapitre 3 : Indicateurs économiques influant sur les taux de change

Partie 2 : Fonctionnement du marché de change

Chapitre 1 : Définition, typologie des régimes de change

Chapitre 2: Les taux de change

Chapitre 3: Marché de change Marocain

Partie 3 : Les risques de change

Chapitre 1 : Définition, types des risques de change

Chapitre 2 : La gestion des risques de change

Conclusion

INTRODUCTION

Le dénouement de toute opération effectuée avec l'étranger : importation, exportation, investissement, crédit, ou même les opérations courantes (mission, voyage, ..) se traduit par une conversion des devises par rapport à la monnaie nationale ou l'opération inverse, et donc fait appel au marché des changes.

Dès lors, tous les intervenants économiques se voient obligés de connaître, gérer et manipuler la monnaie et ainsi que les moyens de se couvrir des différents risques liés à la transaction internationale et notamment au change.

Vu l'importance accrue de ce marché et la dépendance des divers secteurs économiques à ses fluctuations, son adaptation aux besoins émergents du développement économique continu était indispensable. De ce fait, ce marché a connu plusieurs mutations au fil du temps. Une question s'impose alors sur les enjeux du marché de change face aux attentes des agents économiques.

Partie 1 : Cadre Général sur le marché de change

Chapitre 1 : Évolution historique du marché des changes

Afin de mieux comprendre les différents développements traités dans notre travail, il est nécessaire d'avoir une présentation sur l'évolution historique du système monétaire internationale. **Le Système Monétaire International** : « est constitué de l'ensemble des règles permettant de gérer, de contrôler ou d'émettre des formes monétaires utilisées régulièrement dans des transactions, de manière à assurer l'intégralité des fonctions de la monnaie internationale par les institutions destinées à faire respecter ou à mettre en œuvre ces règles ». On distingue quatre périodes dans l'organisation monétaire internationale.

1. L'étalon or, la seconde moitié du 19^e siècle dans lequel :

Ce système monétaire international en vigueur entre 1870 et 1914 a permis de garantir la fixité des cours de change et la stabilité des prix :

- L'or restait comme monnaie universelle de règlement.
- Les parités étaient calculées en fonction du poids d'or respectif de différentes monnaies.
- Les liquidités détenues par les banques centrales étaient constituées par les encaisses or.

2. Le système de Bretton-Woods (1944) :

Dans ce système il suffisait de maintenir la parité des monnaies par rapport à une monnaie de réserve, elle-même convertible en or.

- L'étalon était constitué théoriquement par l'or mais en réalité par le dollar américain.
- Les liquidités étaient constituées de dollars et d'or.
- Les accords entre les pays ont permis de donner une valeur à chaque monnaie exprimée en or ou en dollar (jusqu'à 1973).

3. Régime de flottement :

À la suite de crises très importantes, le système monétaire mis en place à Bretton-Woods en 1944, s'est finalement effondré. Ceci fait du fait que les États-Unis avaient accumulé, en raison de déficits de leur balance de paiement, « un stock d'engagement vis-à-vis de l'étranger, sans commune mesure avec leur stock d'or. Cela jusqu'au moment (août 1971) où ils se résolurent à fermer le guichet de l'or, quelques mois avant de dévaluer leur monnaie. Après quelques mois après l'étalon papier (décembre 1971-1973) ou étalon dollar,

le dollar devint flottant en mars 1973 ».A partir 1973 chaque pays est libre de choisir le régime de son choix.

4. Le fond monétaire international:

C'est une institution internationale regroupent 188 pays, qui a pour mission d'assurer la stabilité du système monétaire internationale « **SMI** », et la gestion des crises monétaires et financiers des Etats membres.il fournit aussi des crédits aux pays qui connaissent des difficultés financiers.

Chapitre 2 : caractéristiques et composantes du marché de change

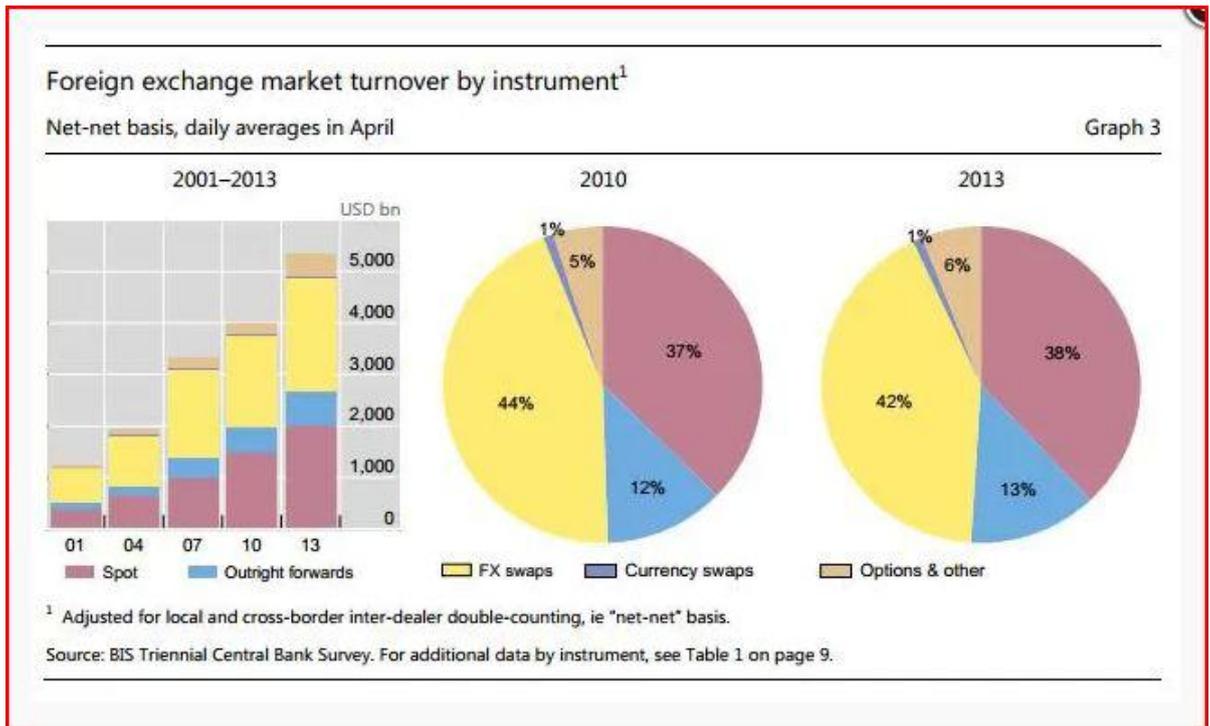
Le marché des changes est le marché sur lequel se retrouvent tous les participants désireux de vendre ou d'acheter une devise en échange d'une autre devise. Dans le jargon financier, il est souvent question du marché Forex pour désigner le marché des changes ; contraction des termes anglais FOReign EXchange.

Le marché de change est aussi le lieu abstrait (non géographique) où s'effectuent les transactions sur les devises. Intégré au plan mondial, impliquant toutes les places financières, il fonctionne de façon permanente 24 heures sur 24 pendant les 5jours sur 7.

A- Les principales caractéristiques :

- **Un marché de taille importante de transactions**

Selon le rapport 83e de la BRI (Banque des Règlements Internationaux), le marché des changes est le plus vaste et le plus liquide au monde du point de vue du volume des transactions. Selon la même source, Ces trois dernières années (2010-2013), les échanges sur le marché des devises ont augmenté de 30%, Le volume d'échange quotidien atteint un niveau record en 2013, s'élevant à 5300 milliards de dollars de moyenne quotidienne.



- **Un marché-réseau dominé par quelques places financières :**

À la différence des marchés boursiers, qui ont une localisation géographique précise, le marché des changes ne connaît pas de frontières : il y a un seul marché de change dans le monde. Les transactions sur devises se font aussi bien et en même temps à TOKYO, LONDRES ou NEW YORK. De part son caractère planétaire, le marché des changes est donc une organisation économique sans véritable réglementation ; elle est auto-organisée par les instances publiques et privées qui y interviennent.

S'agissant des places financières les plus actives en matière de change, ce sont toujours les mêmes. Le Royaume-Uni, les États-Unis, Singapour et le Japon contribuent à eux seuls à 71% des transactions quotidiennes sur les devises étrangères, contre 66% en 2010. Il y a trois ans, Hong Kong s'est hissé au cinquième rang des plus grandes places financières pour les transactions en devises, détrônant ainsi la Suisse.

- **Un marché dominé par quelques monnaies :**

Les opérations sur les marchés de change sont concentrées sur un petit nombre de monnaies, et très majoritairement sur le Dollar.

Selon la Banque des règlements internationaux (BRI) dans son rapport tri-annuel 2013, le dollar reste ultra-dominant et renforce même sa position. Le billet vert était en effet présent d'un côté dans 87% des transactions. Malgré une progression des échanges de 15% depuis 2010, l'euro a quant à lui vu sa part de marché se contracter en étant présent dans 33,4%

des échanges mondiaux à la faveur du yen, qui est désormais présent dans 23% des échanges.

- **Un marché risqué dominé par les opérations à terme :**

Le risque de change est le risque de perte en capital lié aux variations futures du taux de change. Depuis les années soixante-dix, ce risque s'est fortement accru avec le flottement généralisé des monnaies et le développement des transactions commerciales et financières internationales. Le contrat de change à terme est le principal moyen de se couvrir ou de spéculer sur le marché des changes. Ce qui explique pourquoi il domine le contrat de change au comptant : en 1998 63 % des opérations des marchés des changes sont des opérations à terme et 37 % seulement des opérations au comptant. Un contrat de change à terme est un accord pour échanger une monnaie contre une autre à comptant. Un contrat de change à terme est un accord pour échanger une monnaie contre une autre à change à terme : les contrats basés sur les opérations traditionnelles, terme bancaire et "swap" cambiste, sont les plus répandus (57 % des opérations des marchés des changes en 1998) ; ceux basés sur les autres produits dérivés, "futures" et options sur devises restent encore marginaux (6 % des opérations en 1998).

- **Un marché dominé par les banques :**

Trois groupes d'agents opèrent sur le marché des changes :

- le premier groupe est constitué par les entreprises, les gestionnaires de fonds et les particuliers ;
- le deuxième réunit les autorités monétaires (banques centrales) ;
- le troisième groupe rassemble les banques et les courtiers qui assurent le fonctionnement quotidien du marché.

Les agents du premier groupe n'agissent pas directement mais transmettent aux banques des ordres dits "de clientèle" pour l'achat ou la vente de devises. C'est le marché de détail (transactions entre les banques et leurs clients) Les autorités monétaires interviennent sur le marché pour réguler les cours (achat-vente de devises) et éventuellement réglementer les opérations de change (contrôle des changes). Les cambistes des banques et les courtiers sont les seuls intervenants privés à opérer directement sur le marché. Pour cette raison, le marché des changes est d'abord un marché interbancaire de gros. En 1998, près de 90 % des opérations cambiales réalisées entre les banques et les autres intermédiaires financiers.

B- Les composantes du marché de changes

1- Le marché au comptant :

L'objet du marché au comptant est de permettre l'échange de devise instantanément. Concrètement, la livraison des devises a lieu deux jours après la date de négociation, sauf pour l'échange entre les dollars canadien et américain, livrés un jour plus tard.

Le prix auquel l'échange se fait entre deux devises est le taux de change au comptant ou le cours de change au comptant d'une devise exprimé en unités de l'autre devise.

2 – le marché à terme interbancaire :

C'est le second compartiment du marché des changes interbancaires où des contrats sont traités entre deux opérateurs : le prix de la devise est fixé immédiatement mais le règlement de l'opération s'accomplit ultérieurement ; à une échéance spécifiée. Le terme peut varier entre 1, 3 ou 6 mois jusqu'à un an. On peut assimiler ce taux au prix d'une marchandise livrable dans le futur.

Ce contrat est donc "un accord pour échanger une monnaie contre une autre monnaie à une date future à un prix fixé aujourd'hui". L'échange ultérieur de monnaie s'accompagne du taux de change futur qui peut être bénéfique (si le taux de change est en hausse), ou pénalisant (si le taux de change est en baisse) ; c'est le concept "du risque de change".

Chapitre 3: Indicateurs économiques influant sur les taux de change

Les indicateurs économiques permettent de mesurer de façon objective certaines dimensions de l'activité économique. De nombreuses **publications économiques** paraissent régulièrement. Certaines d'entre-elles sont particulièrement suivies et étudiées par les intervenants du forex. Selon leur degré de pertinence, elles vont avoir une influence plus ou moins marquées sur l'évolution des taux de change.

Ces grands indicateurs ou parutions sont essentiellement concentrées sur l'économie américaine du fait de la prédominance économique de cette dernière. Toutefois, un certain nombre d'indicateurs économiques des principaux pays industrialisés peuvent aussi avoir une influence conséquente sur le marché de change mondial.

Ces indicateurs peuvent être issus de publications d'autorités officielles, comme ils peuvent émaner d'institutions privées. Il convient de noter aussi que la lecture de ces indicateurs ne doit pas se faire d'une manière brutale, mais doivent être replacés dans le contexte actuel et comparés avec la même statistique sur la période précédente, sans oublier de tenir compte d'éventuels révisions.

Il est possible de procéder à une catégorisation de ces indicateurs en trois blocs :

☐ Indicateurs de l'offre et de la demande

- **indicateurs d'activité intérieure** : *Produit Intérieur Brut (PIB)*,_emploi production industrielle, l'indice IFO de l'Allemagne, l'indice ISM aux Etats unis,...etc
- **Importations** : balance commerciale et des transactions courantes.
- **consommation des ménages** : ventes en détail, revenus des ménages, indices de confiance des ménages, taux d'épargne, ...etc
- **investissement** : commandes de biens durables, niveau des stocks, ventes, nouvelles commande... etc

☐ Indicateurs des prix et salaires

- **Emploi** : les revendications de chômage, taux de chômage, Nouveaux emplois, emplois non agricoles, ...etc.
- **Prix** : taux d'inflation, Indicateur des prix à la consommation (CPI), L'indice des prix à la production (PPI), Indice des Coûts Salariaux (ICS)

☐ Indicateurs monétaires

- **les taux d'intérêt.**
- **Masses monétaires,**
- **variables de crédit et d'endettement**
- **..etc**

Ces indicateurs permettent de se faire une idée précise sur l'économie d'un pays : récession, croissance, inflation, production, risques, etc. Le tableau ci-dessous indiquent les grandes tendances sur les cours mais ne doivent en aucun cas être lus au premier degré.

Indicateur	Variation	Signification	Influence
P.N.B.	Hausse	Surchauffe de l'économie	Hausse
	Baisse	Ralentissement de l'économie	Baisse
Indice des prix à la production	Hausse	Surchauffe de l'économie	Hausse
	Baisse	Ralentissement de l'économie	Baisse
Commande de biens durables	Hausse	Surchauffe de l'économie	Hausse
	Baisse	Ralentissement de l'économie	Baisse
Production industrielle	Hausse	Surchauffe de l'économie	Hausse
	Baisse	Ralentissement de l'économie	Baisse
Stocks industriels	Hausse	Ralentissement de l'économie	Baisse
	Baisse	Surchauffe de l'économie	Hausse
Indice des prix à la consommation	Hausse	Hausse de l'inflation	Hausse
	Baisse	Dépression	Baisse
Ventes de détails	Hausse	Croissance	Hausse
	Baisse	Dépression	Baisse
Mise en chantier de maisons neuves	Hausse	Croissance	Hausse
	Baisse	Dépression	Baisse
Revenus des ménages	Hausse	Inflation	Hausse
	Baisse	Dépression	Baisse
Chômage	Hausse	Dépression	Baisse
	Baisse	Inflation	Hausse

En résumé, une économie « saine » (inflation contenue, croissance affirmée, budget équilibré, absence de conflit) provoque la confiance des cambistes dans ce pays et entraîne une évaluation du cours de sa devise.

Partie2: Fonctionnement du marché de change

Chapitre 1 : Les régimes de change

Un régime de change est l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes, et donc le comportement du taux de change. Il existe une très grande variété de régimes de change, qui se distribuent entre deux extrêmes : changes fixes et changes flexibles

A- Régime de change fixe :

Un régime de change fixe suppose la définition d'une parité de référence entre la monnaie du pays considéré et une devise (ou un panier de devises), à laquelle la banque centrale s'engage à échanger sa monnaie. Lorsque le marché des changes est libéralisé, le respect de cet engagement lui impose d'intervenir sur le marché des changes dès que le taux de change s'éloigne de la parité établie, par l'achat de la monnaie nationale si la monnaie tend à se

déprécier sur le marché des changes, par sa vente dans le cas contraire. Lorsque le marché des changes est contrôlé, la monnaie est inconvertible, la parité est définie arbitrairement et soutenue artificiellement.

❑ **Les avantages :**

Dans les régimes des changes fixes les agents économiques qui réalisent des transactions extérieures ne s'exposent à aucun risque de change dans la mesure où ils connaissent avec précision le cours avec lequel ils vont convertir le montant de leurs encaissements ou décaissements à terme en devises. Les régimes des changes favorisent de ce fait le développement des échanges internationaux et permettent aux différents pays de profiter des gains qu'ils procurent.

❑ **Les limites :**

- Le cours de référence retenu dans un régime de change fixe ne reflète pas toujours la valeur réelle de la monnaie nationale (la valeur compatible avec les parités des pouvoirs d'achat et des taux d'intérêt) Cette dernière peut être surévaluée ou sous-évaluée. Il s'ensuit le développement d'un marché de change parallèle avec des cours différents des cours officiels déclarés.

-La banque centrale ne peut défendre la parité déclarée que si elle dispose des avoirs en devise nécessaire pour ajuster le cours de référence

-Si le cours de référence retenu ne reflète pas la valeur réelle de la monnaie nationale, une surévaluation de cette dernière peut pénaliser les exportations et aggraver le déficit commercial.

B- Régime de change flottant

Dans un régime de change flexible, à l'inverse, aucun engagement n'est pris au sujet du taux de change, qui flotte librement (flottement pur), en fonction de l'offre et de la demande sur le marché des changes. La politique monétaire retrouve alors son autonomie, mais la banque centrale abandonne le contrôle du taux de change nominal, qui est déterminé sur le marché des changes. Le flottement s'applique donc, en principe, à un marché des changes

libéralisé, même si l'on peut imaginer un régime de flottement impur encadré par un contrôle des changes.

❑ **Avantages**

- Dans un régime de change flexible la balance des paiements s'équilibre automatiquement à travers le marché de change. En effet, les opérations qui s'enregistrent au crédit de cette balance correspondent à une offre de devises contre la monnaie nationale, alors que les opérations de débit correspondent à une demande de devises contre la monnaie locale.
 - rééquilibre automatique : un déficit extérieur entraîne une demande excédentaire de devises étrangères, ce qui déprécie la monnaie nationale = amélioration de la compétitivité. Exportations stimulées, importations freinées = solde commercial se rétablit.
- La politique interne est libérée des contraintes de stabilisation : la politique monétaire peut s'occuper de l'équilibre interne de l'économie.
- Les banques centrales ne sont plus obligées de disposer de réserves : n'intervenant plus sur les taux de change, les banques centrales n'ont plus à détenir des réserves de change coûteux pour les rééquilibrer. Les encaisses contre la spéculation n'étant plus nécessaires, elles servent d'encaisses de transaction. Ainsi, l'adoption des taux flottants lors des crises pétrolières a permis d'utiliser les réserves pour payer la note pétrolière plutôt que pour défendre un taux fixe !

❑ **Les limites :**

- Les cours de changes dans un régime de change flottant enregistrent une volatilité plus grande et cela peut avoir une influence négative, notamment sur les entreprises et le commerce international.
- L'adoption d'un régime de change flottant s'accompagne par une incertitude quant à l'évolution future des taux de change. il s'ensuit un risque de change qui perturbe les transactions extérieures réglées à terme.

C- Les régimes intermédiaires

Les **régimes intermédiaires** se déterminent en fonction des fluctuations que la Banque Centrale du pays concerné autorise autour de sa parité de référence et selon la fréquence des réalignements de sa parité.

- Le **régime de change avec une parité glissante** est un régime dans lequel le taux de change est fixé périodiquement avec des ajustements qui peuvent répondre aux changements de certaines variables prédéterminées

- Le **régime de change avec un glissement actif** permet un ancrage sur les anticipations de prix et d'annoncer à l'avance le taux de dévaluation pour plusieurs mois (exemple dans les pays d'Amérique latine dans les années 1980 afin d'enrayer leur inflation galopante).
- Le **régime de change avec un flottement administré** consiste à avoir un taux de change flottants où les Banques Centrales informent les marchés sur la parité considérée comme souhaitable et pour laquelle elles réalisent des interventions ponctuelles ou coordonnées (c'est le cas notamment de nombreux pays émergents avec entre autre l'Argentine ou Singapour).

Chapitre 2 : Les taux de change

A- Les modalités de cotation

Il existe plusieurs modalités de cotations sur le marché de change au comptant :

*les cotations sur le marché interbancaire des changes : toutes les monnaies sont cotées contre le dollar .cela est du au fait que la plus grande partie des échanges internationaux s'effectuent en dollars.

*les cotations au certain et à incertain : Ce dernier terme est issu d'une mauvaise traduction et il ne signifie pas du tout que la cotation est moins rigoureuse.

Au certain, une unité de la monnaie nationale est exprimée en une quantité variable de la devise étrangère, et inversement, en mode de cotation incertain, on indique quelle quantité de monnaie nationale il faut pour échanger une unité d'une devise

*cours acheteur et vendeur : il existe en fait deux types de cours : le cours auquel la banque achète la devise et le cours auquel la banque vend la devise.ces cours aussi dépendent du support de change utilisé.

B- Les types de taux de change

1. Le taux de change bilatéral nominal :

- **Définition :**

-Prix d'une monnaie exprimée dans une autre/cotation qui donne la valeur d'une monnaie par rapport à une autre.

-Etabli sur le marché des changes par confrontation entre O et D.

Dans un système (ou régime) de change flottants (Libre confrontation entre O et D de monnaie) , le taux de change va varier au cours du temps. Il existe deux types de Variations :

- Dépréciation de la monnaie.
- Appréciation de la monnaie.

- **Dépréciation :**

- Lorsque le prix de la monnaie domestique en monnaie étrangère **diminue**, on parle d'une **dépréciation** de la monnaie domestique par rapport à la monnaie étrangère.
- Dépréciation de la monnaie domestique se traduit par une diminution du taux de change de la monnaie domestique cotée au certain et par une augmentation du taux de change de la monnaie domestique cotée à l'incertain.

- **Appréciation :**

- Lorsque le prix de la monnaie domestique en monnaie étrangère **augmente**, on parle d'une **appréciation** de la monnaie domestique par rapport à la monnaie étrangère.
- Appréciation de la monnaie domestique se traduit par une augmentation du taux de change de la monnaie domestique cotée au certain et par une diminution du taux de change de la monnaie domestique cotée à l'incertain.

L'appréciation et la dépréciation d'une monnaie est uniquement d'application lorsqu'on est en **régime de taux de change flottants**.

NB :

Régime de taux de change flottants : régime où la valeur des monnaies les unes par rapport aux autres évoluent librement en fonction de l'offre et de la demande sur les marchés.

Régime de taux de change fixes : régime où la valeur des monnaies les unes par rapport aux autres sont définies par un acte gouvernemental.

C) TCN et compétitivité :

Appréciation et dépréciations donnent une première intuition sur compétitivité-prix :

- Lorsque monnaie domestique se déprécie, X sont meilleur marché pour RDM (biens domestiques et X libellés en monnaie étrangère sont moins cher) et les M sont plus chères pour résidents (importations libellées en monnaie domestique sont plus chères).

Dépréciation de monnaie domestique diminue prix relatif des X et augmente le prix relatif des M.

- Lorsque monnaie domestique s'apprécie, X sont plus chères pour RDM (biens domestiques et X libellés en monnaie étrangère sont plus chers) et M sont

meilleur marché pour les résidents (M libellés en monnaie domestique sont moins chères).

Appréciation de monnaie domestique augmente le prix relatif des X et diminue le prix relatif des M .

- **TCN** limité pour cpté-prix : ne prend pas en compte prix relatifs entre deux pays, raison pour laquelle on introduit le taux de change bilatéral réel **TCR** .

2. Le taux de change bilatéral réel :

A) Définition :

TCR mesure le pouvoir d'achat relatif de deux monnaies. C'est un meilleur indicateur de compétitivité d'une économie que le TCN .

$$Q = E \cdot P / P^* \quad (4)$$

- **Q** : **taux de change réel** (au certain).
- **E** : **TCN au certain** (nbre d'unités de monnaie étrangères pour une unité de monnaie nat).
- **P** : **prix domestique** (en monnaie domestique) d'un panier de biens.
- **P*** : **le prix étranger** de ce même panier de bien .

Réécriture :

TCR sous forme Logarithmique :

$$q = e + p - p^* \quad (5)$$

- **Q** le *log du taux de change réel (au certain)*
- **E** le *log du taux de change nominal au certain,*
- **P** et **p*** les *log du prix domestique et du prix étranger du panier de biens.*

B) **Lien entre TCN et TCR :**

-TCN sert à exprimer le prix domestique et étranger dans une même unité de mesure, et par la même à pouvoir les comparer.

- Si TCN au **certain**, il convertira le prix domestique en monnaie étrangère.
- Si TCN à **l'incertain**, convertira le prix étranger en monnaie domestique.

-TCR mesure le prix relatif de deux paniers de biens, des produits nationaux par rapport aux produits étrangers en monnaie nationale ; il correspond au rapport de deux pouvoirs d'achat ; c'est donc un indicateur de la compétitivité-prix du pays* et cette dernière(*) est liée positivement au niveau des prix étrangers et négativement au niveau des prix nationaux et au taux de change nominal.

-Le taux de change réel est stable si les variations du taux de change nominal compensent exactement l'écart d'inflation => théorie de la PPA.

3. Taux de change au comptant et taux de change à Terme :

- **Taux de change au comptant** =taux de change utilisé dans les opérations de change au comptant ; c'est celui qui a été défini ci-dessus, appelé aussi **taux nominal ou taux courant**.

Les cotations sur le marché au comptant se traduisent concrètement par deux prix : un cours acheteur et un cours vendeur. En prenant l'exemple de la paire EUR/USD, tous bureau de change affiche en effet à la fois le prix auquel il est disposé à acheter de l'euro contre dollar, c'est son prix **<bid>** et c'est le cours acheteur, et le prix auquel il est prêt à vendre l'euro contre dollar, c'est son prix **<ask>** et c'est le cours vendeur. Le cours acheteur est toujours inférieur au cours vendeur et la différence correspond à la marge du courtier qui vend évidemment plus cher qu'il n'achète.

- **Taux de change à Terme** = taux de change défini pour les opérations de change à terme entre deux devises.

Le taux de change à terme (T) est défini à partir du taux au comptant € en fonction de la relation suivante :

$T = E * (1+r' / 1+r)$, où r et r' sont respectivement les taux d'intérêt pour le terme convenu dans chacun des deux pays.

- Quand $r = r'$, $T = E$: il y a parité des deux taux.
- Quand $r > r'$, $T > E$: le taux à terme cote un « report »

soit une banque qui emprunte pour trois mois au taux r des euros pour pouvoir acheter des dollars de manière à les placer pendant trois mois sur le marché américain au taux r' : pour éviter que l'opération ne soit déficitaire pour elle, la banque revend à terme ces dollars à un taux –le taux à terme- qui doit être supérieur au taux au comptant.

-Quand $r < r'$, $T < E$: le taux à terme cote au contraire un « déport ».

L'intérêt des contrats à terme, est qu'il prévoit le taux de change à terme, cette prévision présente deux intérêts simultanés : celui de protéger contre le risque de change et celui d'en

tirer profit à la même manière du marché au comptant par le biais des opérations d'arbitrages ou celles des spéculations.

Si le taux de change à terme est égal au taux au comptant, on dit que la devise est au pair.

a - L'arbitrage :

Dans une transaction à terme, l'arbitrage naît d'une différence des taux d'intérêt entre deux pays, qui consiste à acheter au comptant et à vendre à terme, en vue de bénéficier du différentiel des taux d'intérêts.

b - La spéculation :

La spéculation résulte des prévisions sur l'évolution du taux de change soit au comptant ou à terme : elle comporte donc des risques car le prix peut être différent de celui qui a été anticipé.

Un spéculateur bénéficie d'un gain quand il y a hausse des cours au comptant par rapport au cours à terme, et il tire profit de la différence entre le prix d'achat à terme et le prix de vente au comptant.

Un spéculateur qui anticipe une baisse des cours des devises à terme peut aussi jouir d'un gain résultant de la différence entre le prix d'achat au comptant et le prix de vente à terme.

Chapitre 3 : Marché de change Marocain

A- Le Régime de change marocain

Le choix pour le Maroc s'est porté sur un régime de change intermédiaire de parité fixe avec un rattachement de la monnaie nationale, dans des marges de fluctuation inférieures à +/- 0,6% de part et d'autre du taux central, à un panier de monnaie.

B- Composition du panier

Le panier de cotation a pour objectif d'assurer la stabilité du dirham en terme de taux de change effectif nominal et d'atténuer l'effet sur le dirham des fluctuations des principales monnaies internationales.

- Depuis 1973, la cotation du dirham est effectuée sur la base d'un panier de devises, reflétant la structure des échanges du Maroc avec l'extérieur.
- En 1990, en perspective de l'accord d'association avec l'Union Européenne et d'une plus grande intégration de notre économie à cette zone, une révision du panier de cotation a été opérée en vue de renforcer la part des monnaies européennes.

- En 1999, l'avènement de l'euro a conduit à une révision de la structure du panier en vue de remplacer les anciennes monnaies européennes par l'euro. De plus, l'adoption de nouveaux cours de référence a permis d'intégrer les fluctuations enregistrées depuis 1990 et ce, en vue de préserver la stabilité de la valeur externe du dirham et de disposer de cours de change actualisés.
- En avril 2001, un réaménagement du panier a été opéré, limitant sa composition à l'euro et au dollar américain avec des pondérations respectives de 80% et 20%. Ce réaménagement avait pour objectif de réduire davantage les fluctuations du dirham vis-à-vis de la monnaie du principal partenaire commercial du Maroc.

C- Mécanisme de cotation

La valeur du dirham contre les monnaies étrangères est déterminée sur la base des cours des devises constituant le panier pondérés de leurs poids respectifs.

Les taux de change établis par Bank Al-Maghrib sont cotés à l'incertain, soit le nombre d'unités de monnaie nationale nécessaire pour obtenir une unité de monnaie étrangère.

Bank Al-Maghrib procède ainsi quotidiennement de 8h30 à 15h30 à travers un système de multi fixing à la cotation des cours de change virement de 16 devises contre dirham et s'engage dans le cadre du marché de change domestique à les négocier avec les banques marocaines.

Par ailleurs, Bank Al-Maghrib procède à titre indicatif et uniquement à des fins de référence à la cotation en milieu de journée d'un certain nombre de devises principales ou appartenant à des pays avec lesquelles le Maroc entretient des relations commerciales significatives.

D- Avantages et apport du marché de change marocain :

L'institution du marché des changes au Maroc, a apporté quatre innovations majeures :

- La fin du monopole de Bank Al-Maghrib en matière de la gestion centralisée des devises du pays ;
- La détermination des taux de change par les banques en fonction de l'offre et de la demande des devises, tout en restant, bien entendu, à l'intérieur des marges d'intervention fixées par la Banque Centrale ;
- Le réajustement des dates de valeur à la norme internationale en raccourcissant le délai d'exécution des transactions, ramené à J+2 au lieu de J+4 comme ce fut le cas auparavant ;

- Enfin, l'introduction des techniques de couverture contre le risque de change telles qu'elles se pratiquent.

E- Les limites du marché de change marocain :

- L'absence de cotation à terme par Bank Al Maghrib induit un manque de référence sur les engagements à échéance. Ce qui constitue un handicap pour les opérateurs qui interviennent sur le marché à terme.
- les opérations de swaps sont trop peu utilisées par les banques. Bien qu'elles soient légalement autorisées par la Banque centrale, les opérateurs n'en perçoivent pas encore l'utilité. Et pourtant, les swaps apportent un complément appréciable en matière de couverture du risque de change.
- Les décalages notés fréquemment entre les réajustements des cours officiels de BAM et l'évolution des devises au marché extérieur.
- Enfin, l'absence de techniques de couverture contre la variabilité des taux d'intérêt risque de limiter l'utilisation des swaps par les opérateurs qui souhaitent avoir une vision globale de la couverture des risques dans le cadre d'une véritable gestion financière.

Partie 3 : Les risques de changes

Chapitre 1 : Définition, types des risques de change

✓ Définition

C'est un risque associé à toute transaction sensible aux variations de la valeur d'une monnaie par rapport à une autre. Son évaluation et les couvertures associées sont fonction de la devise de règlement (certaines devises sont plus volatiles que d'autres), de la durée de l'exposition (quelques jours, quelques mois voire plusieurs années) et de la nature de l'opération (exportations, importations, investissements, recettes sur investissements).

- **Le risque de change** est le risque lié à la variation du cours des devises, c'est un risque sensiblement attaché au facteur temps, à ce niveau il convient de le distinguer de risque lié aux opérations de change.
- **Le risque de change** désigne les pertes éventuelles encourues par l'entreprise du fait des variations de parités de change entre la monnaie nationale et la monnaie étrangère. Les fluctuations des cours de devises peuvent engendrer soit des gains, soit des pertes de change.

A- Les différents types des risques de changes

1. Le Risque résultant des opérations commerciales :

Toute entreprise qui réalise des transactions commerciales libellées en devise est soumise à un risque de change en effet toute entreprise exportatrice de biens ou services, payés en devise à une certaine échéance, est exposée à une baisse éventuelle de la devise de facturation, à l'inverse, toute entreprise importatrice est confronté à un risque de change lorsque la devise de facturation croît entre la période de la commande à celle du règlement du prix d'importation en devise.

2. Le risque provenant des activités financières :

Toute entreprise qui prête ou emprunte en devises étrangers à court, moyen ou long terme s'expose à un risque de change.

Une entreprise, en empruntant, crée **une appréciation** de la devise dans laquelle est libellé son emprunt, car elle pouvait être amenée à payer un montant plus élevé que celui qu'elle a contracté.

Egalement, **une entreprise qui prête** prend le risque de voir **déprécier** la devise dans laquelle elle a libellé son prêt, ce qui aura pour effet de diminuer le capital qui lui sera remboursé.

3. Le risque lié aux investissements directs à l'étranger :

Appelé aussi risque de consolidation, lorsque une société qui détient des filiales à l'étranger est exposée au risque de change puisqu'il y a des échanges de flux monétaires entre elle et ses filiales. Lors de la consolidation une dépréciation de la devise fait apparaître **des écarts de conversion négatifs**.

Chapitre 2 : La gestion du risque de change :

Les entreprises peuvent gérer en interne le risque de change. Cependant, elles sont de plus en plus nombreuses à utiliser les produits proposés par les banques ou moins fréquemment les techniques d'assurance proposées par les assureurs crédit.

1. La gestion interne du risque de change :

La gestion interne consistant soit à prévenir ou à limiter l'exposition au risque de change. Nous allons présenter les techniques les plus courantes :

➤ **La clause de change contractuelle ou clause d'indexation :**

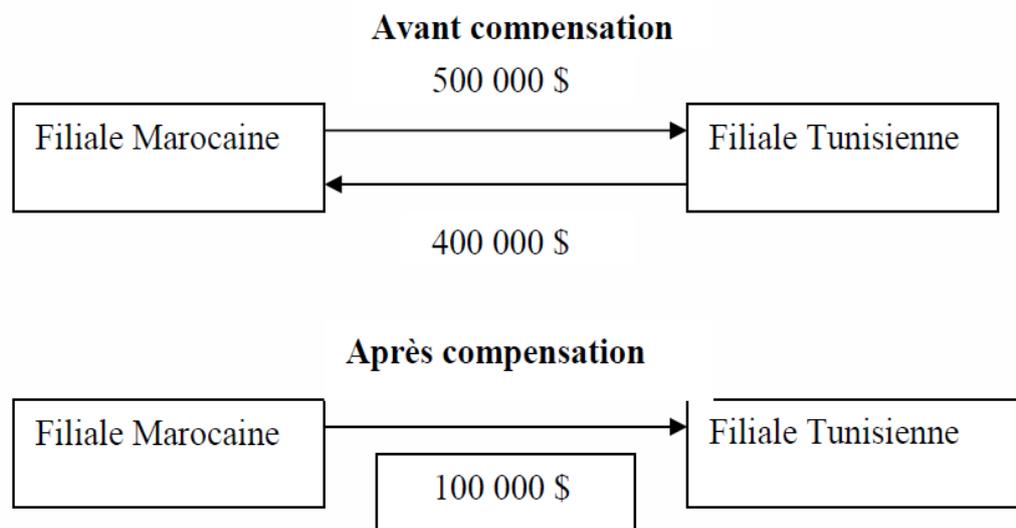
Clause rédigée dans les contrats de vente visant à prévoir contractuellement les modalités de partage du risque de change entre l'acheteur et le vendeur. Le contrat prévoit **par exemple**, qu'une partie de la variation de cours intervenant entre la date de facturation et la date de paiement sera partagée par l'exportateur à concurrence de la moitié, l'importateur supportant l'autre moitié.

➤ **Le netting ou compensation multilatérale :**

C'est une pratique courante dans les grands groupes internationalisés qui permet de réduire le nombre et le montant des transferts entre la société mère et les filiales.

Exemple :

La filiale marocaine d'une firme multinationale américaine possède une créance de 500 000 \$ sur la filiale tunisienne, laquelle possède une créance de 400 000 \$ sur la filiale marocaine. La compensation bilatérale consiste à faire apparaître une position nette de 100 000 \$ de la filiale marocaine sur la filiale tunisienne qui fera seule.



➤ **Le termaillage :**

Technique qui consiste à accélérer ou retarder les encaissements ou les décaissements des devises étrangères selon l'évolution anticipée leur taux de change.

SITUATION DE L'OPERATEUR	DEBITEUR	CREANCIER
dépréciation de la devise	accélérer le règlement	retarder le règlement
appréciation de la devise	retarder le règlement	accélérer le règlement

➤ **Les swaps en devises :**

C'est un accord FX entre 2 parties d'échanger un montant fixe de 1 devise contre une autre et, après une certaine période de temps déterminée, de redonner les montants initiaux que inversés. . L'opération permet de fermer la position de change de chaque entreprise dans la devise de l'autre. Ceci annule le risque de change.

2. La couverture du risque de change par les techniques bancaires :

De nos jours, les établissements bancaires jouent souvent un rôle d'intermédiaire entre le marché et les entreprises afin de minimiser, au moindre cout les pertes susceptibles d'affecter les revenus de l'entreprises libellés en devises, et ceux-ci a travers :

- Les couvertures à terme.
- Les avances en devises.
- Les options de change.

➤ **Les couvertures à termes : (forward)**

La couverture à terme est une des techniques les plus utilisée par les entreprises étant donnée sa simplicité d'emploi.

Il s'agit d'un **contrat** par lequel un acheteur (banque ou client) et un vendeur (banque ou client) conviennent de l'achat ou de la vente d'un **montant défini** d'une devise contre une autre à un **cours de change définitif** et à une **échéance future**.

Donc deux techniques sont possibles, l'achat à terme et la vente à terme :

- **Cas de l'exportateur**

Pour se couvrir contre le risque de change, l'exportateur vend à terme les devises correspondant au montant de l'exportation. (L'exportateur se couvre contre une baisse du cours de la devise en vendant à terme cette devise.)

- **Cas de l'importateur**

Pour se couvrir contre le risque de change, l'importateur achète à terme les devises correspondant au montant de l'importation autrement dit L'importateur se couvre contre une hausse de cours de la devise en achetant à terme des devises.

Atouts et limites du change à terme :

Avantages	Le cours est garanti et connu dès la couverture. Cette technique ne nécessite aucun suivi administratif. Elle est souple d'utilisation (échéance sur mesure, couverture pour de nombreuses monnaies).
Inconvénients	L'impossibilité de profiter d'une évolution favorable des cours; L'obligation de respecter les échéances de flux à la date fixée.

Formule de calcul du CAT :

C.A.T = Cours Spot +/- Le report ou déport

$$CT = CC * [1 + (Td * j / 360)] / [1 + (Tn * j / 360)]$$

- **CT**= cours à terme
 - **CC**= cours au comptant
 - **J** = nombre de jours
 - **Td** = taux d'intérêt sur la devise
 - **Tn** = taux d'intérêt sur la monnaie nationale
- ✓ **Le report** : il y a report si le taux d'intérêt de la devise étrangère cotée est inférieur au taux du MAD (ou devise de contrepartie).
- ✓ **Le déport** : il y a déport lorsque le taux d'intérêt de la devise étrangère cotée est supérieur au taux MAD (ou de la devise de contrepartie).

Exemple de couverture d'une importation

Un importateur marocain achète des matières premières d'un exportateur américain pour 1 000 000 USD, payable à deux mois. La facturation a lieu en USD et que l'exportateur marocain a opté pour l'euro comme devise de conversion.

Les cours sont les suivants :

-Cours au comptant EUR/USD : 1,1930 - 1,1950.

-Cours à deux mois EUR/USD : 1,1890 - 1,1920.

L'importateur veut se couvrir sur le marché à terme. Il achète à terme des dollars américains à

la banque. Il s'assure ainsi d'un montant certain à payer dans deux mois de : $1\,000\,000 / 1,1890 = 841\,043$ EUR.

Si deux mois plus tard, le cours est de 1,195 EUR/USD, en achetant ces devises à ce taux, il n'aurait déboursé pour payer son fournisseur que la somme de 836 820 EUR. L'importateur pourrait regretter de s'être couvert.

A l'inverse, si le cours comptant dans deux mois est de 1,175 EUR/USD et qu'il avait acheté les devises à ce moment là, il aurait du déboursé la somme de 851 064 EUR, soit plus que ce qu'il n'a dépensé en achetant à terme.

Le résultat est toutefois que dès le départ, l'importateur est certain du montant exact dans sa propre monnaie qu'il devra déboursé à terme.

➤ **Avances de devises :**

Elles constituent à la fois une protection contre le risque de change et un moyen de financement. Les entreprises importatrices et exportatrices peuvent y avoir recours.

• **Avance à l'exportation :**

L'avance en devise est un emprunt auprès d'une banque d'un montant en devise remboursable à l'échéance. La banque ne livre pas ces devises au client mais leur contre valeur en monnaie nationale. Cette technique offre la possibilité à l'exportateur de bénéficier immédiatement de trésorerie en dirham.

• **Avance à l'importation :**

L'avance en devises à l'importation est un prêt qu'accorde la banque à l'importateur pour lui permettre de régler immédiatement une facture d'un fournisseur étranger. L'importateur remboursera sa banque à une date ultérieure. Lors de sa demande à la banque l'importateur devra présenter la facture de son fournisseur étranger ainsi qu'un ordre de virement ainsi qu'un document douanier attestant la réalité de l'opération.

L'avance en devise présente les avantages suivants :

- ✓ Les exportateurs et les investisseurs bénéficient d'un financement souple. Ils peuvent choisir librement la monnaie des avances à recevoir et le montant des devises.
- ✓ Les avances en devises permettent une couverture totale contre le risque de change dans le cas où l'avance est libellée dans la même devise que celle de la facturation.

Cependant, il y a lieu de relever quelques points faibles.

- ✓ Dans le cas où les avances sont libellées dans une autre devise que celle de la facturation, les exportateurs ne sont pas couverts contre le risque de change.

➤ Les options de devises :

C'est une technique qui permet de couvrir contre l'appréciation ou la dépréciation de même devise, il existe deux types d'options, les options d'achat ou les options de vente. Le détenteur d'une option peut donc décider librement de l'exercer, c'est-à-dire d'acheter ou de vendre la devise au prix d'exercice. Mais il peut également renoncer à utiliser ce droit si le cours qu'il peut obtenir sur le marché des changes est plus avantageux pour lui.

Exemples :

Couverture de change d'une importation par achat d'une option de vente :

Une entreprise importe des M.P pour un montant de 1 million d'USD le 1er mars 2012. Ces sont payables à trois mois. L'importatrice veut se couvrir contre une hausse du dollar par rapport à l'euro. Le cours comptant est de 1EUR= 1,34 USD. La banque propose à l'importateur l'option de vente suivante :

- prix d'exercice : 1 EUR = 1,34 USD ;
- échéance = juin 2012 ;
- prime = 3 %.

Lors de l'achat de l'option de vente, l'importateur paie la prime d'un montant de $1\ 000\ 000 \times 0,03 = 30\ 000$ USD, soit $30\ 000 / 1,34 = 22\ 388$ EUR. Ainsi, l'importateur s'assure d'un coût maximal dans trois mois de $1\ 000\ 000 / 1,34 + 22\ 388 = 768\ 656$ EUR.

A l'échéance, trois cas peuvent se présenter :

- le dollar s'est apprécié : 1 EUR = 1,32 USD. L'importateur exerce son option et le prix de son importation s'élèvera à 768656 EUR ;
- le dollar s'est déprécié : 1 EUR = 1,37 USD. L'importateur n'exerce pas son option et achète sur le marché comptant le dollar. Le prix de son importation en euros, en tenant compte de la prime versée = $1\ 000\ 000 / 1,37 + 22\ 388 = 752\ 315$ EUR, montant inférieur à celui calculé ci-dessus
- le dollar est inchangé : 1 EUR = 1,16 USD. Il est indifférent d'exercer ou non l'option. Le prix de son importation est de 887 931 EUR.

L'importateur, en se couvrant par l'achat d'une option de vente, s'assure un coût maximal de la devise, mais peut bénéficier d'une baisse éventuelle de la devise.

3. La gestion du risque de change à l'export par les techniques d'assurance :

Couvrir le risque de change sur contrat de commerce courant et sur contrat de biens d'équipements légers ou lourds. Simples d'utilisation et adaptées aussi bien à des PME qu'à des grandes entreprises, certaines polices sont délivrées pour le compte de l'État.

On distingue les polices qui garantissent un cours et indemnisent uniquement en cas de perte des polices qui proposent un cours de référence avec participation aux bénéfices en cas d'évolution favorable de la devise étrangère. Les assureurs proposent souvent des couvertures pour les flux export et parfois aussi pour les flux import.

➤ **L'offre Coface :**

a) Couverture en période de négociation :

L'assurance **change négociation** et l'assurance **change négociation avec intéressement** sont des polices adaptées à la négociation des contrats et donc au risque de change incertain.

À l'initiative des pouvoirs publics, elles ont été mises en place pour couvrir le risque de change des exportateurs de grands contrats d'équipement.

Le principe ressemble à une couverture à terme, un cours de change de référence est garanti, il sera ensuite appliqué pour la période de remboursement de l'acheteur. Toutes les polices supposent le paiement d'une prime d'assurance qui se décompose en deux parties : une prime de mise en place et une prime de succès (dans le cas où l'entreprise emporte le contrat au terme de la négociation).

L'assurance change négociation ne permet pas la renégociation du cours garanti tandis que la version avec intéressement autorise l'exportateur à changer de cours de référence si l'évolution de la devise étrangère lui est favorable.

Coface propose aussi une police CIME (pour les exportateurs de flux dans 6 devises différentes.) Contre le paiement d'une prime, l'exportateur bénéficie d'un cours de change sur une période donnée pour un montant de CA en devises négocié d'avance. Cette police prévoit plusieurs niveaux d'intéressement en cas d'évolution favorable de la devise étrangère.

b) L'assurance change négociation :

Typologie des produits :

Un produit adapté déclinable en deux versions :

- l'assurance change négociation avec une couverture à hauteur de 100 % de la perte de change.
- l'assurance change négociation avec intéressement qui permet, en outre, de bénéficier de 50 % ou 70 % de la hausse pendant la négociation commerciale. Le taux d'intéressement est fixé dès la souscription de la garantie.

- **Prime :**

La prime varie en fonction de la durée de négociation, de la devise garantie, du choix ou non d'un intéressement.

- une partie est perçue dès la fixation du cours garanti (remboursable partiellement en cas d'échec de vos négociations).
- le solde de la prime n'est payable que si le contrat commercial est signé.
- un minimum de prime de 150 EUR est appliqué pour toutes les garanties.

Exemple :

Une société a répondu à un appel d'offres et se trouve engagée dans une offre pour 2 millions de dollars américains sur 6 mois, durée de la validité de l'offre.

- Montant garanti de l'offre : USD 200 000
- Durée des négociations : 6 mois
- Cours garanti : EUR 1 = 1,25 USD

Cas 1 : Version Négociation

Hypothèse 1 : Cours de liquidation à l'échéance de paiement : 1 EUR = 1,29 USD	Hypothèse 2 : Cours de liquidation à l'échéance de paiement : 1 EUR = 1,22 USD
Perte indemnisée par Coface : EUR 49 610	Gain de change reversé à Coface : EUR 39 340

Pour une prime totale d'EUR 2 500 environ selon le barème de l'assureur.

Cas 2 : Version Négociation avec intéressement à 50 %

La devise s'est appréciée contre l'euro pendant la période de négociation et l'entreprise a opté à la signature du contrat d'assurance change pour un intéressement de 50 %.

Cours à la date de révision : EUR 1 = USD 1,23 Nouveau cours garanti : EUR 1 = USD 1,24 Hypothèse 1 : Cours de liquidation à l'échéance de paiement : 1 EUR = USD 1,29	Hypothèse 2 : Cours de liquidation à l'échéance de paiement : 1 EUR = USD 1,22 Gain de change : EUR 2 644
Perte indemnisée par Coface : EUR 6 252	Gain de change reversé à Coface : EUR 1 322 car l'intéressement est égal à 50 %

Pour une prime totale d'EUR 3 500 environ selon le barème de l'assureur.

c) L'assurance change contrat :

Descriptif : L'ensemble des échéances du contrat d'exportation sont couvertes à hauteur de 100 % de la perte de change.

➤ **Prime :**

Elle varie en fonction du délai nécessaire à la conclusion et /ou l'entrée en vigueur du contrat et de la devise.

Elle est payée en totalité lors de la fixation du cours garanti. Un minimum de prime de 150 EUR est appliqué.

Conclusion

Le marché des changes n'est pas une fin en soi, sa force réside dans l'usage qui en est fait, son efficacité dépend des acteurs qui l'animent ; la moralité et les qualifications professionnelles de ces derniers conditionnant largement son bon fonctionnement.

Au Maroc, si le choix du régime de fixité a permis d'atténuer l'impact des fluctuations des monnaies étrangères, elle constitue en revanche un frein à la productivité dans un monde globalisé. Le Haut commissaire au Plan, Mr Ahmed Lahlimi Alami, a annoncé le 22 Janvier 2014, que les prévisions de croissance pour 2014. Un ralentissement de croissance expliqué par le HCP par l'impact du contexte international difficile qui pèse sur l'économie nationale, mais aussi à cause du régime de change adopté par le Maroc, qui selon Mr Alami « ne permet pas à l'économie, par les mécanismes du marchés, à adapter son niveau de compétitivité ».

Face à ce contexte, Bank Al Maghrib, et Sous l'effet des exhortations du FMI, préconise le transfert vers un régime de change plus flexible dans la perspective d'une évolution vers un régime de ciblage d'inflation.