

# LA GESTION DU RISQUE DE CHANGE

A. Bendriouch

## PLAN

### LE MARCHE DES CHANGES

#### *Les composantes du marché des changes*

- Le marché au comptant
- Le marché du dépôt
- Le marché à terme

#### *Les différents régimes de changes*

- Les régimes de changes fixes
- Les régimes de changes flottant librement

### LE RISQUE DE CHANGE

#### *Le risque de transaction*

- Le cas de l'importateur
- Le cas de l'exportateur
- La position de change
- Politique de couverture

#### *Le risque de perte de compétitivité*

- Cas de l'exportation : un exemple
- Cas de l'importation : un exemple
- Règles générales

#### *Estimation de l'évolution des taux de change*

- L'analyse économique
- L'analyse statistique

### LES TECHNIQUES DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE

#### *Les techniques internes :*

- Le choix de la monnaie de facturation
- Le termaillage
- Les clauses d'indexation dans les contrats
- Les compensations internes
- Les swaps

#### *Les techniques externes :*

- L'assurance change
- La couverture sur les marchés des changes à terme
- La couverture sur le marché monétaire
- Les marchés d'options de devises

*Le choix d'une technique de couverture : synthèse*

## LE MARCHE DES CHANGES

### *Les composantes du marché des changes*

Le marché des changes peut être scindé en trois catégories :

- Le marché au comptant
- Le marché du dépôt
- Le marché à terme

#### **Le marché au comptant**

Le marché au comptant, appelé aussi « marché spot », est le marché sur lequel des devises sont échangées entre banques. Le marché est qualifié de comptant car les livraisons de devises s'effectuent dans les deux jours ouvrables.

Le cours d'une devise représente le prix d'une devise par rapport à une autre. Cette cotation résulte de la confrontation des demandes (par les importateurs, les emprunteurs de devises, les touristes se rendant à l'étranger, les investisseurs à l'étranger, ...) et des offres (par les exportateurs, les prêteurs de devises, les touristes qui viennent dans le pays, les investisseurs qui rapatrient des fonds, ...)

Le cours d'achat est le prix auquel la banque est prête à acheter des devises. Inversement, le cours de vente est le prix demandé par la banque pour vendre de la devise.

De nombreux sites vous permettent d'effectuer « on line » des conversions monétaires. Nous retiendrons parmi ceux-ci le site « The Universal Currency Converter » a l'adresse, <http://www.xe.net/ucc/>, qui propose des conversions dans toutes les devises.

#### **Le marché du dépôt :**

C'est le marché sur lequel se traitent des opérations de trésorerie en devises sous forme d'emprunts et de prêts. Ce marché appelé aussi marché interbancaire est organisé selon des règles très précises quant aux taux, aux durées et aux calculs d'intérêts.

#### **Le marché à terme :**

Le marché des changes à terme est un marché où les devises s'échangent pour un montant et à un cours déterminés immédiatement, mais pour une livraison à une date future et prédéterminée. Ce marché peut être utile pour un exportateur qui va recevoir des devises à une échéance donnée et qui souhaite dès maintenant figer le cours de change de son exportation afin de garantir le produit de ses ventes en devises nationales. On peut bien évidemment appliquer le même raisonnement à un importateur qui veut fixer d'avance le coût de son approvisionnement.

On retrouve également sur le marché des changes à terme l'existence de contrats de swaps (d'échanges) de devises. Ceux-ci constituent un engagement d'acheter (ou de vendre) au comptant un montant de devises et de revendre (ou racheter) à terme ce même montant de devises.

Les contrats de change à terme et les swaps de devises constituent tous deux des techniques de protection contre le risque de change que vous pouvez d'ores et déjà appréhender en vous reportant aux sections qui leur sont consacrées.

## ***Les différents régimes de changes***

Les taux de change fluctuent au cours du temps selon les modalités du système monétaire choisi par le pays concerné. Il convient de distinguer les systèmes de changes à parités fixes des systèmes de changes à taux de changes flexibles (ou flottant).

- Les régimes de changes fixes
- Les régimes de changes flottant librement

### **Les régimes de changes fixes**

#### **1. Mécanisme**

Les régimes de changes fixes rattachent la monnaie domestique à une devise étrangère ou à un panier de devises avec une parité fixe. Ce rattachement à une autre devise (ou un panier de devises) se fait lorsque la plupart des transactions internationales du pays sont libellées dans cette (ces) devise(s). Dans un tel système, les taux sont maintenus constants ou peuvent fluctuer à l'intérieur d'une fourchette étroite. Lorsqu'une monnaie a tendance à dépasser les limites prévues, les gouvernements interviennent pour la maintenir à l'intérieur de ces limites.

Dans un système de change à parités fixes, mais ajustables par voie de dévaluation ou de réévaluation (par exemple, le système monétaire européen), la Banque Centrale joue un rôle fondamental. C'est elle qui, par sa politique, doit maintenir la valeur externe de la monnaie nationale égale à la parité.

Pour atteindre ces objectifs, elle agit différemment selon que la balance des paiements est déficitaire ou excédentaire :

- **si la balance des paiements est déficitaire** : cette situation se traduit par une diminution de la valeur externe de la monnaie nationale. Il convient alors de soutenir cette monnaie en vendant des moyens de paiement internationaux. Il y a donc une diminution d'avoirs extérieurs à l'actif du bilan de la Banque Centrale. Cette sortie d'or et de devises entraîne une diminution de la quantité de monnaie que la Banque met en circulation. L'offre de monnaie se réduit, ce qui fait baisser le revenu national et augmenter le taux d'intérêt. Puisque le revenu national diminue, les importations le font également et la balance des paiements voit, ainsi, son déficit se résorber ;
- **si la balance des paiements est excédentaire** : dans l'hypothèse d'un surplus de la balance des paiements, la valeur de l'unité monétaire nationale tend à être supérieure à la parité. La Banque Centrale vend alors de la monnaie nationale et acquiert, par conséquent, des moyens de paiement internationaux. Le produit national ainsi que les importations s'accroissent ce qui rétablit l'équilibre de la balance.

Parmi les pays qui ont adopté ce système, citons les exemples suivants : l'Angola, l'Argentine et l'Iraq ont rattaché leur monnaie au USD - le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, le Niger et le Sénégal ont rattaché leur monnaie au FRF - la Jordanie et la Lettonie ont quant à eux choisi le DTS **Erreur! Signet non défini.**

#### **2. Avantages**

Le système de changes fixes présente les avantages suivants :

- il confère une certaine confiance en la devise du pays dans la mesure où celle-ci est rattachée à une devise déterminée ou à un panier de devises
- ce système entraîne une certaine discipline dans les politiques internes appliquées par les gouvernements.

### 3. Inconvénients

Les inconvénients d'un système de changes fixes sont les suivants :

- les politiques monétaires des pays sont moins libres
- les réserves internationales de devises du pays doivent être importantes
- les politiques de rééquilibrage des balances des paiements s'appuient sur des pratiques nationales inflationnistes ou déflationnistes, affectant votre politique de tarification dans ce pays
- les taux de change peuvent être maintenus à des niveaux incompatibles avec la situation économique et amener l'Etat à une crise financière comparable à celle que les pays asiatiques ont connue en 1997.

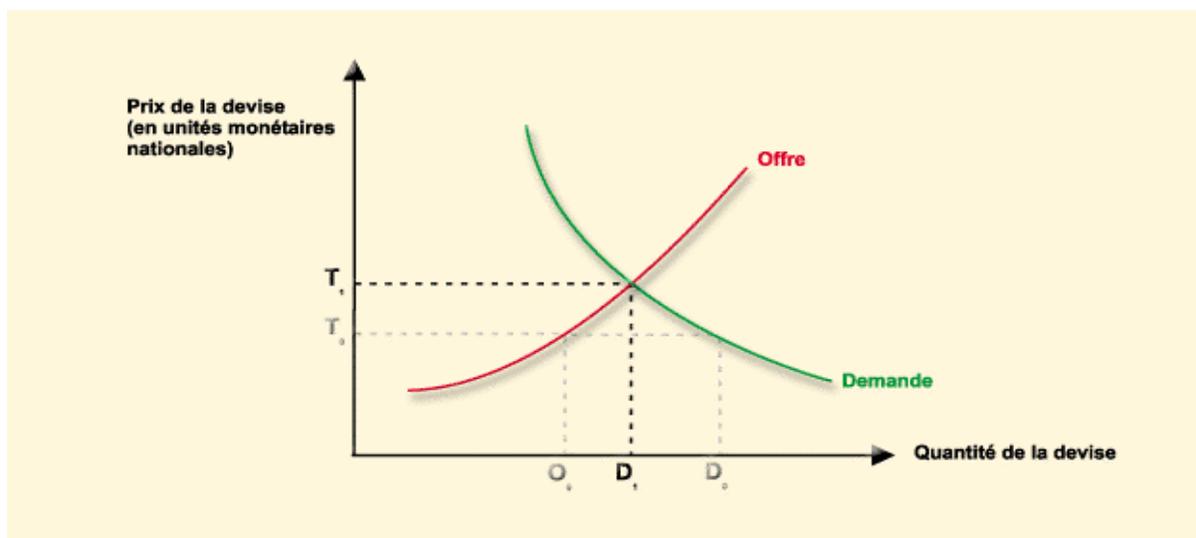
## Les régimes de changes flottant librement

### 1. Mécanisme

Dans un système de change à taux de change flexibles, les taux de change fluctuent librement en fonction du libre jeu de l'offre et de la demande ou, à tout le moins, ils fluctuent dans les limites de marges fort larges. Les banques centrales peuvent en effet être amenées à intervenir dans le cadre de fluctuations trop importantes.

Dans un tel système, le taux de change, laissé à lui-même sans interventions compensatrices des autorités monétaires, se détermine conformément à la loi de l'offre et de la demande. Par l'ajustement du taux de change, la quantité demandée de devises doit être égale à la quantité offerte.

Le graphique ci-dessous illustre le mécanisme de fixation du taux de change dans un système à taux de change flexibles. Le taux de change d'équilibre est le prix  $T_1$ , qui permet d'égaliser les quantités offerte et demandée de devises.



S'il y a une demande de devises ( $D_0$ ) sur les marchés supérieure à l'offre ( $O_0$ ), la valeur de la devise a tendance à s'apprécier et inversement. Théoriquement, il y a appréciation de la devise ou dépréciation selon que la balance des paiements est excédentaire ou déficitaire.

Contrairement à ce qui se produit dans un système à parités fixes, la Banque Centrale n'intervient pas pour soutenir la monnaie ou pour freiner l'augmentation de sa valeur.

Parmi les pays qui ont adopté ce système, citons les exemples suivants : L'UE a choisi un régime de flexibilité limitée par rapport à d'autres monnaies dans le cadre de mécanismes de coopération monétaire (monnaie commune = l'euro) - l'Algérie, le Brésil, le Chili, la République populaire de Chine, l'Egypte, Israël, la Norvège, la Roumanie, la Turquie et la Tunisie ont choisi un régime de flottement dirigé - les Etats-Unis, le Canada, l'Inde, l'Indonésie, le Japon, le Mexique, le Pérou et la Suisse ont quant à eux adopté un régime de flottement indépendant.

## 2. Avantages

Les avantages que recouvrent le régime de changes flexibles sont les suivants :

- ce système permet un ajustement plus rapide aux chocs externes puisque l'ajustement est constant
- les politiques monétaire et fiscale des pays peuvent être plus flexibles
- les Banques Centrales n'ont plus besoin de conserver des réserves importantes de devises pour défendre le cours de la monnaie.

## 3. Inconvénients

Les principaux inconvénients du régime de changes flexibles sont :

- les cours de change enregistrent une volatilité plus grande et cela peut avoir une influence négative sur le commerce international
- un régime de changes flexibles peut être inflationniste dans la mesure où il entraîne moins de contraintes dans les politiques monétaires des pays
- les fluctuations dues aux mouvements de capitaux à court terme sont importantes
- la devise du pays peut inspirer moins confiance qu'une devise à taux de changes fixes.

# LE RISQUE DE CHANGE

## ***Le risque de transaction***

Le risque de change de transaction est le risque de perte lié aux variations de cours de change. Toutes les entreprises réalisant des opérations commerciales ou financières engagées en devises sont confrontées à ce risque. Une variation de quelques points de la parité entre la monnaie nationale, généralement monnaie de référence, et la devise étrangère, peut remettre en question la rentabilité de toute affaire internationale facturée en devises.

Ce risque n'est donc pas à négliger ! Au contraire, il implique pour l'entreprise, dans le chef de son trésorier, comptable ou financier, une attention particulière qui sera d'autant plus assidue que le nombre de transactions avec l'étranger est élevé et que ces transactions sont diversifiées.

Il est indispensable que l'entreprise définisse dans un premier temps sa politique générale de couverture à l'égard du risque de transaction. Quel niveau de risque l'entreprise est-elle prête à assumer ? Voudra-t-elle se couvrir en toute circonstance et en assumer le coût, ou adoptera-t-elle une attitude spéculative ? Une fois les réponses à ces questions déterminées, l'entreprise se tournera vers les actions suivantes :

- elle mesurera le risque auquel elle est confrontée au travers de la position de change
- elle estimera l'évolution probable du cours des devises mises en jeu
- elle analysera les techniques de couverture existantes
- elle fera un choix quant à la technique de couverture la plus appropriée.

L'entreprise qui vend ou qui achète à l'étranger dans une monnaie différente de la sienne encourt un risque de change de transaction. En effet, entre le moment où l'offre de prix est remise à l'acheteur et le moment où celui-ci payera, les monnaies peuvent fluctuer les unes par rapport aux autres, avec des incidences positives ou négatives selon les cas, et selon que l'on est vendeur ou acheteur. Il convient alors de déterminer sa position de change et de définir une politique de couverture du risque. Nous étudierons successivement :

- Le cas de l'importateur
- Le cas de l'exportateur
- La position de change
- La politique de couverture du risque

### Le cas de l'importateur

La société Marocaine Lesieur achète à l'entreprise américaine Greenfox des graines de tournesol pour fabriquer de l'huile. Le prix convenu avec Greenfox est de 1000 USD la tonne de graines. Le paiement est prévu 60 jours fin de mois, jour de livraison. Le cours au moment de l'acceptation de l'offre par la société Lesieur est de 1USD = 11 MAD. Les deux situations face auxquelles la société Lesieur peut être confrontée une fois le délai de paiement encouru sont les suivantes :

	<b>Importateur (Lesieur)</b>
<b>Réévaluation du USD par rapport à l'EUR</b> 1 USD = 11.5 MAD	Il devra finalement payer par tonne 1000 USD = 11 500 MAD <b>Perte</b>
<b>Déévaluation du USD par rapport à l'EUR</b> 1USD = 10.5 MAD	Il devra finalement payer la somme de 1 000 USD = 10 500 MAD <b>Gain</b>

Lorsqu'une entreprise importe des produits semi-ouvrés ou des matières premières, libellés en devises, elle doit gérer son risque de change entre la date de facturation et la date de règlement. Si les produits importés rentrent dans la production de produits finis, destinés, par exemple, à l'exportation, une mauvaise gestion du risque de change provoque une augmentation du coût de revient et donc une perte de compétitivité.

### Le cas de l'exportateur

Imaginons que Lesieur exporte de l'huile vers les USA. Elle conclut un contrat de 5 000 USD avec la société Good Morning payable 30 jours fin de mois date d'expédition des marchandises. Le cours de change fixé dans l'offre et accepté par Good Morning est de 1 EUR = 1 USD. Le mois qui suit la livraison de la marchandise, Lesieur pourrait voir entrer dans ses caisses :

	<b>Exportateur (Lesieur)</b>
<b>Réévaluation du USD par rapport à l'EUR</b> 1 USD = 11.5 MAD	Il recevra finalement la somme de 5 000 USD = 57 500 MAD <b>Gain</b>
<b>Déévaluation du USD par rapport à l'EUR</b> 1USD = 10.5 MAD	Il recevra finalement la somme de 5 000 USD = 52 500 MAD <b>Perte</b>

**NB:** Il est important de noter que le risque de change apparaît parfois bien avant la facturation. Il peut naître par exemple dès la diffusion d'un catalogue de ventes. Pour la rédaction de ceux-ci, nous vous conseillons de toujours imprimer le tarif de manière séparée, de façon à pouvoir ajuster vos prix suite à des variations de taux de change, sans avoir à recommencer tout le catalogue.

### La position de change

La position de change de l'entreprise est un inventaire de toutes les opérations comptables en devises avec l'étranger. Elle est liée aux avoirs et dettes de l'entreprise exprimés en devise. Elle recouvre les créances sur clients, les dépôts en devises, les achats ou ventes à terme, les dettes fournisseurs, ... Calculée plus ou moins régulièrement selon la fréquence des opérations commerciales et financières de l'entreprise, elle peut se présenter sous la forme suivante (en supposant que les avoirs et engagements arrivent à échéance au même moment) :

Libellés des opérations	Montant (en 1000 USD)	Cours USD/EUR lors de l'opération	Valorisation
<b>AVOIRS</b>			
Créances détenues sur des tiers	150	0,8652	129,78
Dépôts ou prêts en devises	50	0,9710	48,55
Achats à terme	70	0,9210	64,47
<b>(a) Total avoirs valorisés au cours moyen (1)</b>	<b>270</b>	<b>0,8992</b>	<b>242,80</b>
<b>ENGAGEMENTS</b>			
Dettes clients	5	0,8715	4,36
Emprunts en devises	40	0,8856	35,42
Vente à terme	135	0,8652	116,80
<b>(b) Total engagements valorisés au cours moyen (1)</b>	<b>180</b>	<b>0,8699</b>	<b>156,58</b>
<b>(a) - (b) Position nette</b>	<b>90</b>	<b>1,0174</b>	<b>86,22</b>

Source : Exporter (COFACE)

(1) Cours moyen = moyenne des cours pondérés

### **La position de change ainsi déterminée est dite :**

- nulle ou fermée si les engagements sont égaux aux avoirs ;
- ouverte dès qu'il y a une différence. La position est appelée « longue » s'il y a un excédent de créances en devises (ce qui est le cas dans l'exemple) et « courte » si l'excédent correspond à des dettes.

Une entreprise uniquement exportatrice disposera toujours d'une position de change dite longue, recouvrant principalement des créances sur clients. Une entreprise uniquement importatrice, quant à elle, aura une position de change dite courte, matérialisée quasi-exclusivement par des dettes fournisseurs.

La position de change détermine réellement le risque encouru par l'entreprise. C'est sur cette position que l'entreprise court un risque de perte suite à une variation défavorable des cours de change.

Les cours à prendre en compte pour valoriser les opérations déterminant la position de change peuvent être les suivants :

- le cours du jour de l'entrée en risque de change (ordre, commande, facture par exemple) ;

- le cours à terme ;
- le cours du prêt ou de l'emprunt en devises.

Vous pourrez inclure dans votre tableau des données telles que les commandes reçues en devises et non encore facturées, les commandes passées en devises et non encore facturées et les devises à livrer ou à recevoir dans le cas où vous vous seriez couvert sur le marché à terme.

La position de change doit répondre à trois critères :

- elle doit être fiable : toutes les modifications y sont intégrées dans les plus brefs délais ;
- elle doit être claire : facile à lire et à mettre à jour ;
- elle doit être actualisée : il doit s'agir d'un calcul quotidien.

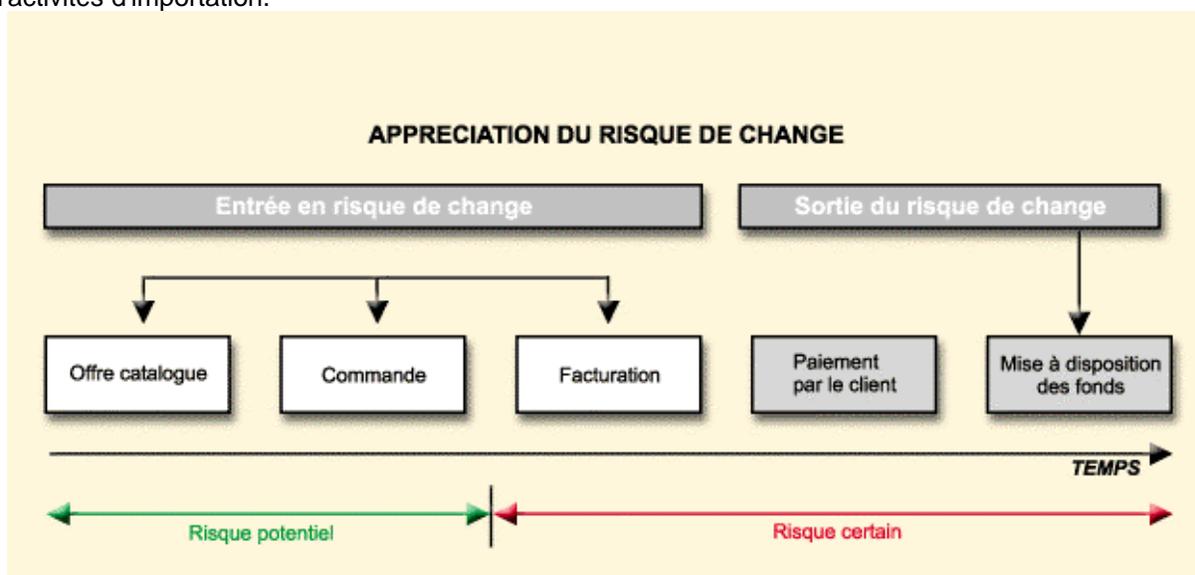
### **Politique de couverture**

Dès le moment où une entreprise entend exercer des activités internationales, elle doit s'inquiéter de la politique de couverture à mettre en œuvre pour se protéger contre le risque de transaction lié aux ventes futures en devises étrangères. La naissance du risque de change n'a pas lieu de manière instantanée au moment de la facturation. Ce risque doit être pris en compte bien avant, dès l'émission de l'offre, du catalogue ou de l'appel d'offre. De plus, il est important que l'entreprise se fixe des « seuils de tolérance » face à ce risque. A partir de quel moment se couvrira-t-elle ? Quel niveau de risque est-elle prête à assumer ?

- La naissance du risque de transaction
- La détermination des seuils de tolérance

### ***La naissance du risque de transaction***

L'entreprise doit tenir compte de l'entrée en risque de change bien avant la connaissance exacte de la teneur du contrat. La gestion du risque peut se réaliser dès l'émission de l'offre ou du catalogue des marchandises proposées dans le cas d'opérations d'exportation, ou de la commande dans le cadre d'activités d'importation.



Source : Exporter (COFACE)

Toutefois, tenir compte du risque de change le plus tôt possible ne signifie pas se couvrir systématiquement, mais gérer activement son risque. Cette gestion conduira le trésorier de l'entreprise à s'interroger sur la méthodologie de couverture à mettre en oeuvre. En effet, les techniques de couverture ne doivent pas s'appliquer de manière indifférente et uniforme aux différentes opérations internationales. Certaines seront plus adaptées que d'autres aux circonstances particulières, notamment par rapport au type de client que vous aurez face à vous (son pays, vos rapports de force, ...). Ces techniques, de plus, ont des coûts variés, qu'il est également important de prendre en compte dans votre analyse de rentabilité de l'opération concernée.

### ***La détermination des seuils de tolérance***

L'entreprise doit déterminer ses propres seuils de tolérance face au risque de change de transaction. Les trois possibilités qui s'offrent à elle sont les suivantes :

- **la non-couverture du risque** : cette alternative peut être adoptée dans l'hypothèse où vous traitez avec des devises stables, ou si vous reportez la totalité du risque sur votre partenaire par une clause dans le contrat. A l'inverse, certaines entreprises y recourent même si la devise est instable, dans le but de réaliser un gain de change. Elle correspond dans ce cas à une attitude spéculative. Dans certains cas aussi, se protéger contre le risque de change peut coûter tellement cher que la protection n'en vaut pas la peine. Cette attitude peut également naître d'une méconnaissance du risque encouru. Ne pas se couvrir contre le risque de change est bien évidemment l'attitude la plus déconseillée, ou à n'appliquer que dans des cas exceptionnels
- **la couverture systématique** : elle consiste à se couvrir automatiquement dès qu'apparaît un engagement ou un avoir en devises. Cette attitude est conseillée dans le cas où votre entreprise traiterait avec des clients provenant de pays divers, offrant des devises volatiles. Dans ce cas, les méthodes de couverture telles que la compensation sont impossibles à mettre en place ce qui oblige l'entreprise, si celle-ci veut se couvrir contre le risque de change, à prendre une couverture automatique. De même, si les opérations envisagées sont de montants très élevés, le trésorier peut être amené à couvrir systématiquement le risque de change, toute variation pouvant entraîner une perte importante. Cette attitude pourra se retrouver également lorsque, pour un courant d'affaires continu, la moindre perte de change entraîne une érosion importante de la marge.
- **la couverture sélective** : dans ce cas, le trésorier décide d'une méthodologie qui déterminera quand il couvrira ou pas le risque de change. Cette politique suppose l'application de critères de sélection qui correspondent à un niveau d'acceptation du risque ainsi qu'à une anticipation sur l'évolution des cours de change. La couverture sélective ne doit pas être appliquée dans le cadre d'une faible activité à l'international. Celle-ci ne peut en effet justifier la mise en place d'une structure de gestion du risque de change qui coûterait plus cher que les pertes probables dues aux variations des cours des devises.

L'entreprise veillera à la qualité de la communication entre le financier, qui aura la protection du risque de change dans ses attributions, et le staff commercial. Il est important que ces acteurs s'accordent sur les concessions éventuelles qui pourront être accordées aux clients ou aux fournisseurs (aussi bien en termes de choix de la devise au contrat que de remise de prix) une protection contre le risque de change pouvant fortement affecter le prix de revient d'un produit.

### ***Le risque de perte de compétitivité***

Une variation des taux de change d'une monnaie par rapport à une monnaie étrangère peut affecter la compétitivité de vos produits, les rendant plus ou moins chers pour les acheteurs étrangers selon que le pays dévalue ou révalue sa monnaie. De même, une variation positive ou négative des cours de change

peut affecter le prix de vos importations de matières premières, affectant de la sorte le coût de revient de vos produits finaux.

- Cas de l'exportation : un exemple
- Cas de l'importation : un exemple
- Règles générales

### Cas de l'exportation : un exemple

La société marocaine Lesieur exporte vers l'entreprise américaine Good Morning 30 000 litres d'huile d'olive. Le prix facture par Lesieur au mois de juin est de 5000 MAD les mille litres d'huile, le taux de change étant de 1 USD = 11 MAD. Cette offre était à l'époque plus avantageuse que celle remise par le principal concurrent de Lesieur, une entreprise sud africaine appelée Foody, qui avait alors fait une remise équivalente à 5200 MAD les mille litres, à conditions de vente égales. Voyons comment une dévaluation ou une réévaluation d'une monnaie par rapport à une autre peut affecter la compétitivité des produits proposés par l'entreprise marocaine.

<p><b>Dévaluation du MAD par rapport au USD</b> 1 MAD = 0,08 USD</p>	<p>1000 litres d'huile coûtent maintenant l'équivalent de 400 USD. La dévaluation du Dirham par rapport au dollar a affecté positivement la compétitivité de l'entreprise marocaine. <b>Les importations d'huile sont devenues moins chères en dollars qu'auparavant</b> pour les clients de Lesieur.</p>
<p><b>Réévaluation du MAD par rapport au USD</b> 1 MAD = 0.10 USD</p>	<p>1000 litres d'huile coûtent 500 USD. La réévaluation du dollar par rapport au Dirham a affecté négativement la compétitivité de l'entreprise marocaine. <b>Les importations d'huile sont devenues plus chères en dollars qu'auparavant</b> pour les clients de Lesieur qui auront tendance à se tourner vers le fournisseur sud africain.</p>

### Cas de l'importation : un exemple

Pour fabriquer son huile d'olive, imaginons que Lesieur doit importer des graines de tournesol des Etats-Unis. Son fournisseur, l'entreprise Butterfly, lui offre un prix de 1000 USD la tonne de graines. Le taux de change au moment où l'offre est acceptée est de 1 MAD = 0.09 USD, ce qui donne un coût d'environ 11111 MAD la tonne. Voyons à nouveau comment Lesieur peut être affectée par une dévaluation ou une réévaluation du Dirham par rapport au dollar.

<p><b>Dévaluation du MAD par rapport au USD</b> 1 MAD = 0,08 USD</p>	<p>1 tonne de graines coûte maintenant la somme de 12500 MAD. <b>Le prix des importations de matières premières exprimé en Dirhams est plus élevé</b> pour la société marocaine Lesieur suite à la dévaluation du Dirham par rapport au dollar.</p>
<p><b>Réévaluation du MAD par rapport au USD</b> 1 MAD = 0.10 USD</p>	<p>1 tonne de graines coûte maintenant la somme de 10000 MAD. <b>Le prix des importations de matières premières exprimé en Dirhams est moins élevé</b> pour la société marocaine Lesieur suite à la réévaluation du Dirham par rapport au dollar.</p>

## Règles générales

### 1. A court terme

- **Si la devise locale s'apprécie, il est vraisemblable que les exportations diminueront, car elles seront moins compétitives. Ainsi, si une firme fabrique surtout pour l'exportation, une appréciation de la monnaie locale aura un impact négatif sur les ventes de l'entreprise.** Cependant, si l'entreprise importe une partie importante de ses matières premières, elle verra le prix de ces inputs diminuer. L'appréciation de la devise locale entraîne une diminution des recettes d'exploitation et des dépenses d'exploitation. Il faudra déterminer si l'impact est plus grand sur les recettes que sur les dépenses.
- **Si la devise locale se déprécie, les ventes locales devraient augmenter, car les produits fabriqués deviennent plus compétitifs. Les prix en devises étrangères, toutes autres choses restant égales, diminuent.** Cependant, si l'entreprise importe une partie importante de ses produits, elle verra leur prix augmenter. La dépréciation de la devise locale entraîne une hausse des recettes d'exploitation et des dépenses d'exploitation. Il faudra là encore déterminer si l'impact est plus grand sur les dépenses que sur les recettes.

Le premier effet d'une dévaluation est, par conséquent, d'accroître les exportations et de diminuer les importations du pays qui décide de dévaluer. A l'inverse, une réévaluation entraînera une diminution des exportations et une augmentation des importations du pays. Cette politique est parfaitement apte à résorber un déficit ou un excédent de la balance des paiements. A moyen et à long terme, on ne peut cependant en rester là et négliger certains effets secondaires de la dévaluation.

### 2. A moyen et long terme

Même si un pays qui dévalue importe moins, cela ne signifie pas qu'il n'importe plus du tout. Dans ce pays, le coût des produits importés, notamment celui des matières premières, augmente. Les entreprises réagissent à cette hausse des coûts en augmentant leurs prix (inflation par les coûts). Cet effet aléatoire est d'autant plus important que le pays en question est petit et qu'il ne lui est donc pas possible de substituer des produits nationaux aux produits importés. Il est encore renforcé lorsqu'il existe dans le pays un système d'indexation automatique des salaires par rapport au niveau général des prix.

**Une politique de dévaluation menée par un gouvernement en vue de résorber un déficit de la balance des paiements risque donc d'être accompagnée d'un phénomène général d'augmentation des prix (inflation), sauf si, par exemple, le gouvernement applique une stricte politique de contrôle des prix qui, dans ce cas, vous empêchera de conserver vos marges bénéficiaires.**

Dans le même temps, à l'étranger, le prix des produits intermédiaires importés diminue. Cette baisse des coûts de production permet aux entreprises importatrices de faire pression sur leur propre prix en vue de sauvegarder leur part de marché momentanément menacée par les importations de produits finis concurrents devenus moins chers en devise étrangère.

A l'inverse, dans le cadre d'une réévaluation, les entrepreneurs étrangers achètent à un prix plus élevé les produits nationaux. Ils voient donc leurs prix augmenter, alors que le pays qui réévalue enregistre une baisse des coûts de production de ses firmes et peut, par conséquent, maintenir des prix stables. Cette stabilité des prix nationaux, comparée à la hausse des prix étrangers, finit par compenser les avantages que l'on a retirés à court terme de la réévaluation (diminution des exportations).

Une politique de réévaluation menée par un gouvernement en vue de résorber un excédent de la balance des paiements risque donc de se voir inutile suite à un phénomène général de stabilisation des prix nationaux comparée à la hausse des prix étrangers. L'entreprise Mac Valves Europe a fortement été

touchée par la hausse du dollar par rapport à l'euro au cours des années 1999 et 2000. Voyons dans quelle mesure et comment l'entreprise a pu faire face à cette perte de compétitivité.

### ***Estimation de l'évolution des taux de change***

Estimer l'évolution des taux de change n'est pas une pratique que peut se permettre toute entreprise. En effet, estimer l'évolution des devises suppose qu'une structure (humaine et informationnelle) soit mise en place. Une telle solution ne peut s'envisager que si le chiffre d'affaires en devises, pondéré par le risque de change, atteint un niveau assez élevé pour que l'espérance de gain comble au moins les coûts de mise en oeuvre de la structure.

L'estimation de l'évolution des taux de change peut se réaliser à partir de deux méthodes, à savoir l'analyse économique et l'analyse statistique.

- L'analyse économique
- L'analyse statistique

### **L'analyse économique**

L'analyse économique de l'évolution du taux de change d'une monnaie se fonde sur l'observation des agrégats et des indices économiques. Parmi ces variables, quatre sont particulièrement importantes :

- **le différentiel de taux d'inflation entre les deux pays partenaires** : imaginons que l'inflation soit plus forte à l'intérieur du pays qu'à l'extérieur. Dans ces circonstances, puisque les produits nationaux deviennent plus chers, les agents économiques auront tendance à s'adresser dans une plus large mesure aux marchés étrangers (augmentation des importations), alors que les agents étrangers acquerront moins de produits nationaux (diminution des exportations). Le pays ayant le taux d'inflation le plus élevé verra une pression à la baisse s'exercer sur sa monnaie afin de conserver la parité des pouvoirs d'achat. Cette variation du taux de change permet de réajuster les prix intérieurs de façon telle que les valeurs échangées en biens, services et actifs s'égalisent perpétuellement ;
- **l'écart entre les taux d'intérêt** : les capitaux ont tendance à se placer dans les monnaies des pays offrant la rémunération la plus avantageuse. Cet afflux de capitaux a pour conséquence une hausse de la demande de devise et donc une hausse de son prix ;
- **l'excédent ou le déficit de la balance des paiements** : la balance des paiements permet de prévoir l'évolution des cours de change. Des déficits constants de la balance des paiements ont généralement des effets défavorables sur le cours de la devise du pays dont la balance est déficitaire ;

La balance des paiements est un document statistique qui enregistre toutes les transactions internationales d'une économie, effectuées entre les résidents et les non-résidents, au cours d'une période déterminée (généralement un an). Sa présentation a été harmonisée par le FMI, facilitant de la sorte l'analyse des relations économiques internationales et les comparaisons pays à pays.

**BALANCE DES PAIEMENTS =  
Dépenses exercées par les résidents à l'étranger - Recettes provenant de l'étranger**

Si les dépenses exercées par les résidents à l'étranger excèdent les recettes provenant de l'étranger, la balance des paiements est dite déficitaire. Si, au contraire, les recettes excèdent les dépenses, la balance est dite excédentaire.

La balance peut être divisée en plusieurs balances intermédiaires susceptibles de dégager également un déficit ou un excédent. Ces balances intermédiaires nous indiquent de manière plus détaillée comment a été financé le déficit global (diminution des exportations, ...) ou comment s'est traduit l'excédent global (accroissement des créances, ...).

La première de ces balances intermédiaires enregistre les opérations courantes (balance des opérations courantes) et la seconde les opérations de capital (balance des mouvements de capitaux).

<b>STRUCTURE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS</b>
<b>Balance des opérations courantes</b>
1.1. Solde des opérations sur marchandises (Exportations et importations, travail à façon et réparations)
1.2. Solde des opérations sur services (frets et assurances, déplacements à l'étranger, brevets, redevances, ...)
<b>Solde de la balance des biens et des services (= 1.1. + 1.2.)</b>
1.3. Solde des opérations de transferts (rémunérations des salariés, revenus des investissements directs, transferts privés, ...)
<b>Solde de la balance des opérations courantes (= 1.1. + 1.2. + 1.3.)</b>
<b>Balance des mouvements de capitaux</b>
2.1. Mouvement des capitaux des pouvoirs publics (dons, annulation de dettes, ...)
2.2. Mouvement des capitaux des entreprises (autres que monétaires) et des particuliers (investissements directs, ...)
2.3. Mouvement des avoirs extérieurs nets des organismes principalement monétaires, excepté la Banque Centrale
<b>Solde de la balance des mouvements de capitaux (= 2.1. + 2.2. + 2.3.)</b>
<b>Erreurs et omissions</b>
<b>SOLDE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS = Balance des opérations courantes + Balance des mouvements de capitaux + Erreurs et omissions</b>

Plusieurs raisons expliquent l'intérêt des gestionnaires et des investisseurs pour la balance des paiements d'un pays, dont notamment les suivantes :

- elle permet de juger la situation économique et financière d'un pays, surtout dans le court terme. Si un pays a des déficits importants, il aura tendance à prendre des mesures pour diminuer ses importations
- elle permet de prévoir l'évolution des cours de change : des déficits constants de balance des paiements ont généralement des effets défavorables sur le cours de la devise du pays
- **l'appréciation des situations économique, sociale, financière et politique du pays** . Ce critère fait entrer l'analyse de l'environnement politique du pays vers lequel vous désirez exporter (dont principalement l'idéologie politique qui le caractérise et sa santé économique). Il inclut un

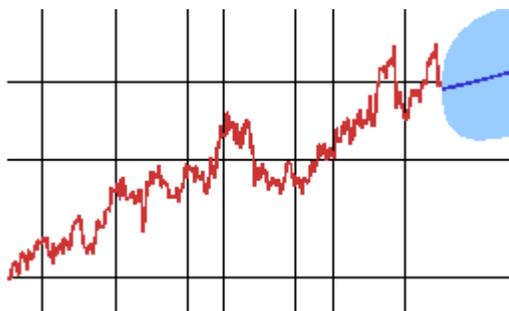
facteur psychologique important, à savoir l'évaluation de la capacité des dirigeants à mettre en place des politiques économique et monétaire rigoureuses sans être discrédités aux yeux de la population.

### **L'analyse statistique**

L'analyse statistique est une méthode qui a pour objet de déterminer des points de retournement de tendance, c'est à dire les niveaux de parité où celle-ci passe d'un mouvement à la hausse vers un mouvement à la baisse et vice versa.

#### **Plusieurs approches existent :**

- mathématique, avec la recherche de variables aléatoires déterminant l'évolution des cours ;
- analytique, fondée sur la moyenne mobile des cotations durant une période plus ou moins longue ;
- graphique (ou chartiste), cherchant à reconnaître, dans les courbes des cours, des figures, liées à des points de retournement de tendance, qui tendent à se répéter.



*Illustration de la méthode graphique : Evolution du dollar canadien par rapport à l'euro de novembre 1999 à octobre 2000, avec une prévision de son évolution pour novembre et décembre 2000 (en bleuté).*

L'entreprise peut confirmer son évaluation des taux de change en utilisant les services de sa banque par exemple, ainsi que de nombreux organismes spécialisés.

Le convertisseur on-line de Oanda [FX converter](#), outre le fait qu'il vous fournit les taux de change de toutes les devises, contient une multitude d'informations en ce domaine. La section "Currency for investors", par exemple, vous propose dans sa rubrique "[FX Graph](#)", un outil vous permettant de connaître l'évolution des devises les unes par rapport aux autres sous forme de graphique, sur une période plus ou moins courte, selon vos desiderata. La section "[FX Analysis](#)", quant à elle, établit instantanément un tableau présentant l'historique de l'évolution des valeurs de toute devise par rapport à toutes autres devises choisies, sur une base hebdomadaire, mensuelle ou annuelle.

## **LES TECHNIQUES DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE**

La couverture de risque de change consiste à réduire ou à annuler le risque lié à la position de change de l'entreprise en utilisant des méthodes internes ou en transférant le risque à des organismes externes (banques et assurances).

**Les techniques internes :**

- Le choix de la monnaie de facturation
- Le termaillage
- Les clauses d'indexation dans les contrats
- Les compensations internes
- Les swaps

**Les techniques externes :**

- L'assurance change
- La couverture sur les marchés des changes à terme
- La couverture sur le marché monétaire
- Les marchés d'options de devises

Ces outils de protection contre le risque de change ne seront pas utilisés de manière uniforme. Le choix d'une technique de couverture plutôt qu'une autre sera déterminé en fonction des avantages et des inconvénients de chacune. Nous allons présenter ci-dessous chacune de ces méthodes de couverture, après quoi, nous ferons une synthèse quand au choix d'une méthode.

**Choix de la monnaie de facturation**

La monnaie de facturation est la devise dans laquelle sera libellé le contrat d'achat ou de vente internationale. Les parties au contrat, qui ont la liberté de choisir cette monnaie de facturation, peuvent choisir une devise plutôt qu'une autre afin de minimiser le risque de change.

Deux possibilités s'offrent à elle :

- Choisir la monnaie nationale
- Choisir une autre devise

***Choisir la monnaie nationale :***

Pour éviter le risque de change, de nombreuses entreprises, notamment les PME, choisissent de ne facturer ou de n'accepter que des transactions en monnaie nationale (ou en euros dans le cas des pays européens). Cette situation fait peser le risque de change sur la partie étrangère. Celle-ci ne l'admettra que si :

- l'entreprise est en position de force, les avantages que l'autre partie retire de la transaction étant importants (qualité du produit ou des services, compétitivité du prix, délais de règlements longs, délais d'exécution rapides, service après-vente performant, ...) ;
- le coût final sera inférieur pour l'autre partie, celle-ci anticipant une dépréciation de la monnaie nationale de l'acheteur en cas d'achat, ou une appréciation en cas de vente.

Pourtant, la facturation en monnaie nationale n'apporte pas que des avantages. Dans le tableau ci-dessous, nous vous proposons, en sus des avantages précités, les inconvénients d'une facturation en monnaie locale et en devises.

	<b>Facturation en monnaie nationale</b>	<b>Facturation en devises</b>
<b>Avantages</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Le risque de change est inexistant : vous connaissez le montant exact de l'encaissement dès la conclusion du</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'acheteur dispose d'une base de comparaison en ce qui concerne le prix.</li> </ul>

	<p>contrat.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• La facturation en monnaie nationale offre des facilités au niveau comptable. Les opérations avec l'étranger sont comptabilisées comme des opérations nationales.</li> <li>• L'entreprise peut éviter une réduction potentielle de sa marge bénéficiaire suite à une évolution défavorable des cours de change.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Des financements en devises à taux attractifs sont possibles.</li> <li>• La facturation en devises donne une image de professionnalisme.</li> <li>• Concéder la facturation en devises peut donner la possibilité de négocier sur un autre point important du contrat (comme, par exemple, la loi et le tribunal compétent en cas de litige).</li> <li>• L'entreprise peut bénéficier d'une évolution favorable des devises.</li> </ul>
<b>Inconvénients</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Il y a transfert du risque de change sur l'autre partie, élément qui peut bouleverser le rapport de force dans la négociation.</li> <li>• La négociation peut s'avérer difficile suite à la méconnaissance du cours de la monnaie de transaction.</li> <li>• Perte potentielle liée à une évolution favorable de la monnaie étrangère qui aurait été choisie pour le contrat.</li> <li>• Une tarification en monnaie nationale est souvent accompagnée de clauses d'indexation rendant la protection illusoire.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Une politique de gestion du risque de change peut devoir être mise en place.</li> <li>• La facturation en devises apporte des lourdeurs comptables, les comptes clients se présentant en devises.</li> <li>• L'entreprise peut souffrir d'un bénéfice réduit suite à une variation des cours de change non-avantageuse ou encore au coût de la protection de change.</li> </ul>

La tentation d'utiliser la monnaie nationale est grande puisque dans ce cas, de larges difficultés en terme de gestion disparaissent. En fait, celles-ci ne sont pas supprimées mais sont transférées à la société étrangère qui en tiendra compte dans l'analyse de la compétitivité de votre offre !

### Choisir une devise :

Pour diverses raisons, vous pouvez être amené à choisir une devise de facturation étrangère qui n'est ni celle de l'acheteur, ni celle du vendeur. Oui, mais laquelle ? Quels sont les critères à prendre en compte dans le choix de cette devise de facturation ?

#### **Critères externes à l'entreprise :**

- **la législation des changes** : certains pays imposent leur monnaie nationale dans les opérations commerciales avec l'étranger (tant à l'achat qu'à la vente) ;
- **la zone géographique** : des pays ont l'habitude de commercer dans une devise tierce pour des raisons de proximité géographique, ou de liens économiques historiques. C'est le cas du dollar américain dans de nombreux pays d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Asie du sud-est, de la livre sterling dans les pays du Commonwealth ou du franc français dans certains pays africains ;
- **le marché des changes** : il n'existe pas dans tous les pays de marché des changes pour toutes les monnaies. Dans ce cas, l'importateur peut éprouver des difficultés pour se procurer la devise de paiement auprès des banques locales et peut être amené à refuser la transaction commerciale. De même pour l'exportateur qui peut avoir du mal à convertir la devise reçue de l'étranger.

### Critères internes à l'entreprise :

- **les devises du portefeuille de l'entreprise** : vous pourrez opter pour une devise qui compense une position de change de sens contraire, annulant ainsi (en totalité ou partiellement) votre risque de change. De plus, les banquiers préfèrent généralement un petit nombre de transactions avec d'importants volumes unitaires libellés en une ou deux devises ;
- **les possibilités financières qu'offre la devise** : celle-ci permet-elle de bénéficier d'un cours à terme favorable ? D'avoir recours à un financement à faible taux d'intérêt ?

De manière générale, vous avez intérêt à :

- facturer ou payer en une monnaie facilement transférable et servant de façon usuelle aux paiements internationaux (dollar américain, livre sterling, yen, euro, ...) ;
- faciliter la gestion en utilisant peu de devises car suivre leur évolution demande de disposer de nombreuses informations et du temps pour les traiter.

### Le Termaillage

Le termaillage consiste à accélérer ou retarder les encaissements ou les décaissements des devises étrangères selon l'évolution anticipée de ces devises. Cette technique vise donc à faire varier les termes des paiements afin de profiter de l'évolution favorable des cours.

Les situations suivantes peuvent se présenter :

- si l'exportateur anticipe une appréciation de la devise de facturation, il tentera de retarder l'encaissement de sa créance pour bénéficier d'un cours futur plus avantageux. A l'inverse, si l'exportateur anticipe une dépréciation de la devise de facturation, il tentera d'accélérer l'encaissement de sa créance pour bénéficier du cours actuel plus avantageux ;
- si l'importateur se trouve face à une tendance à l'appréciation de la devise du contrat d'achat, il sera tenté d'anticiper son règlement. Au contraire, si l'importateur se trouve face à une tendance à la dépréciation de la devise du contrat d'achat, il tentera de retarder son règlement de manière à pouvoir bénéficier d'un cours futur plus avantageux.

Le tableau ci-dessous mentionne les principales décisions à prendre, compte tenu de la tendance de la devise :

	Importations	Exportations
La devise s'apprécie	Accélérer le paiement	Retarder le paiement
La devise se déprécie	Retarder le paiement	Accélérer le paiement

Les techniques visant à mesurer l'évolution des cours de change mobilisent des ressources importantes. La technique du termaillage, basée principalement sur cette estimation de l'évolution des cours, n'est applicable que dans la mesure où votre chiffre d'affaires à l'exportation et les pertes potentielles liées aux variations de cours de change justifient la mise en place d'une telle structure. De plus, le termaillage présente des limites qui sont liées au niveau de la trésorerie de l'entreprise et aux contraintes commerciales.

## Clauses d'indexation

Les clauses d'indexation rédigées dans les contrats d'achat ou de vente internationale visent à prévoir contractuellement les modalités de partage du risque de change de transaction entre l'acheteur et le vendeur, dans l'hypothèse où une variation du cours de change de la devise choisie par les parties interviendrait.

Fruits de négociations, il n'existe pas de clauses d'indexation que l'on pourrait qualifier de « types ». De manière non-exhaustive, nous vous fournissons certains exemples de modalités selon lesquelles celles-ci peuvent être formulées.

- **Clause d'adaptation des prix proportionnelle aux fluctuations des cours de change** : dès la signature du contrat, le vendeur fixe la valeur des marchandises dans sa monnaie. Si le cours de la monnaie de facturation du contrat augmente, le prix de l'exportation est augmenté pour l'acheteur sur base du nouveau taux de change. Le risque de change est donc totalement supporté par ce dernier.
- **Clause d'indexation « tunnel »** : l'entreprise peut introduire un tunnel, présentant un cours minimum et maximum à l'intérieur desquels le cours de la monnaie de facturation peut fluctuer sans aucune incidence sur le prix des marchandises. Si les variations de cours de change dépassent ces limites, le prix est revu à la hausse ou à la baisse selon les modalités prévues dans la clause. Exemple : « Dans le présent contrat, les prix sont basés sur la parité dollar par rapport à l'euro du 13 avril 2000. Toute variation du taux de change de plus ou moins 2,5 % donnera lieu à une diminution ou à une augmentation automatique et proportionnelle des prix. »
- **Clause d'indexation sur une devise ou un panier de devises** : les contractants lient le montant à payer à une tierce devise ou à un panier de devises comme le DT~~€~~**Erreur! Signet non défini.** Cette clause répercute le risque de change sur les deux parties au contrat.
- **Clause de risque partagé** : la clause de risque partagé fait supporter aux deux parties une part du risque de change. 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.
- **Clauses multidevises** : les clauses multidevises ou clauses de change multiples permettent de libeller le montant du contrat en plusieurs devises et c'est seulement à l'échéance que l'une des parties au contrat (l'acheteur ou le vendeur) choisit la devise de règlement.
- **Clause d'option de devises** : elle permet à une partie au contrat d'utiliser une autre devise, déterminée à l'avance, dans l'hypothèse où la devise du contrat serait inférieure (ou supérieure) à un certain cours. Par exemple, les parties peuvent imaginer un règlement en USD sur la base d'un dollar à 0,890 EUR et laisser la possibilité de payer en GBP si le cours du dollar à terme est inférieur à 0,870 EUR.

Le contenu d'une clause d'indexation est souvent difficile à négocier car ce type de clause reporte le plus souvent tout ou partie du risque sur l'autre partie au contrat.

## La Compensation

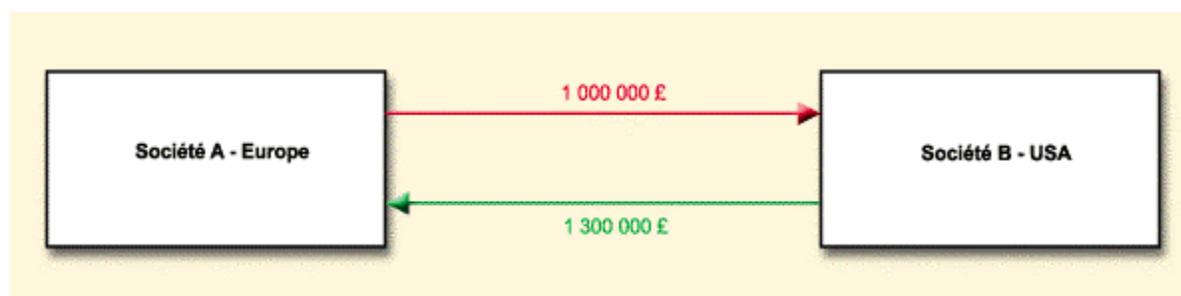
La compensation est une technique de couverture par laquelle une entreprise limite son risque de change en compensant les encaissements et les décaissements dans une même monnaie. Ainsi, le règlement d'une créance en devise sera affecté au paiement d'une dette libellée dans la même unité monétaire. La position de change ne porte alors que sur le solde.

Dans cette optique, l'entreprise veille à limiter le nombre de monnaies de facturation, de manière à pouvoir compenser un maximum de flux d'argent « entrant » et « sortant ». L'entreprise doit également agir sur les dates de règlement afin de disposer de suffisamment d'entrées pour payer les sorties.

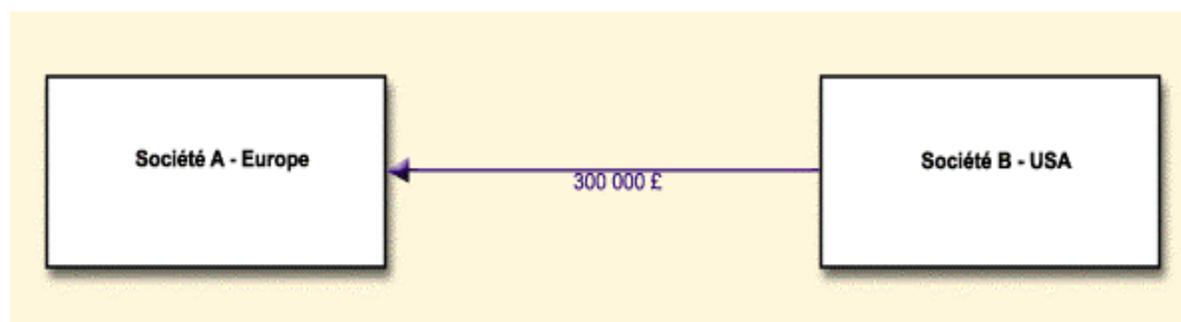
La compensation **bilatérale** peut également être appliquée par les firmes dans des cas exceptionnels. Cette compensation est possible lorsque deux entreprises sont en relation commerciale et qu'elles effectuent des ventes réciproques. C'est le cas quand une société vend à un client étranger des produits, ce client s'approvisionnant dans cette même entreprise.

Ainsi, comme le montre le dessin ci-dessous, deux opérations commerciales peuvent se résumer en une seule opération :

**Sans compensation bilatérale :**



**Avec compensation bilatérale :**



### Les Swaps :

Le swap de devises est un accord conclu entre deux parties qui s'échangent un montant déterminé de devises étrangères et s'engagent mutuellement à effectuer régulièrement des paiements correspondant aux intérêts ainsi qu'à se rendre le montant échangé à une échéance déterminée. Dans la plupart des cas, une banque sert d'intermédiaire pour la transaction.

Il existe différents types de swaps :

- **les swaps exports** sont consentis par des banques aux exportateurs dans certains pays. Ils représentent en quelque sorte une avance en devises convertibles de la Banque Centrale, avance qui sera remboursée lorsque l'exportateur aura perçu le paiement de ses ventes ;

- **le prêt parallèle** permet à deux entreprises situées dans des pays différents de se mettre d'accord pour s'accorder mutuellement un prêt dans les monnaies dont elles ont besoin pour une période déterminée. Au terme de la période, les deux sociétés remboursent les prêts qu'elles ont l'une envers l'autre dans leur monnaie respective.

### L'Assurance change

L'entreprise peut se couvrir contre le risque de change via des assurances que proposent des organismes externes. Ces assurances ont pour objet de permettre aux entreprises exportatrices d'établir leurs prix de vente et de passer des contrats en devises sans encourir le risque de variation des cours de change.

Ces assurances sont multiples :

- elles concernent aussi bien des opérations ponctuelles que des courants d'affaires réguliers ;
- elles peuvent couvrir les variations de change sur un courant d'affaires à l'import ou à l'export pendant la période de facturation jusqu'au paiement ;
- ces assurances comprennent parfois des clauses permettant de bénéficier de l'évolution favorable de la devise, le cours garanti pouvant être modifié pendant la période de facturation.

### Marché des changes à terme

La couverture sur le marché à terme est une des techniques les plus utilisées par les entreprises étant donnée sa simplicité d'emploi. **La couverture à terme se fonde sur un échange d'une devise contre une autre, sur la base d'un cours comptant fixé avec livraison réciproque à une date convenue. Deux opérations sont possibles : l'achat à terme (couverture des importations) et la vente à terme (couverture des exportations).**

- Principe
- Les caractéristiques du change à terme
- Exemple de couverture d'une exportation
- Exemple de couverture d'une importation

#### Principe :

Le change à terme permet de fixer aujourd'hui un cours d'achat ou de vente de devises pour une échéance future. L'exportateur, pour se couvrir contre le risque de change lié à la dépréciation éventuelle d'une devise, vend à terme à sa banque le montant de sa créance. Il fixe ainsi de façon précise le montant de monnaie nationale qu'il recevra à l'échéance. L'importateur, quant à lui, pour se couvrir contre le risque de change lié à l'appréciation éventuelle d'une devise, achète à terme les devises correspondant au montant de sa dette. Il connaît ainsi avec précision le montant en monnaie nationale qu'il devra payer.

La technique de couverture à terme permet de connaître à l'avance le cours auquel le banquier, d'une part, achètera la devise à l'exportateur au moment de l'échéance et, d'autre part, vendra la devise à l'importateur au moment de l'échéance. Il est important de noter que ces contrats sont fermes et que l'exportateur ou l'importateur ne peuvent bénéficier d'une évolution favorable ultérieure de la devise.

Les caractéristiques de change à terme :

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> <li>Le cours est garanti et connu dès la couverture.</li> <li>Cette technique ne nécessite aucun suivi administratif.</li> <li>Cette technique se caractérise par une souplesse d'utilisation (échéance sur mesure, couverture pour de nombreuses monnaies).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Cette technique est peu adaptée aux risques aléatoires ou potentiels en raison du caractère irrévocable de l'engagement.</li> <li>Le cours garanti n'est pas négociable.</li> <li>Il est impossible de profiter d'une évolution favorable des cours de la devise.</li> </ul>

Exemple de couverture d'une exportation :

Lesieur, exportateur marocain d'huile d'olive, vend à Good Morning, acheteur américain, pour 1 000 000 USD, payable à trois mois. La facturation a lieu en USD.

Les cours sont les suivants :

Cours au comptant MAD/USD : 0.0850

Cours à trois mois MAD/USD : 0.0835

Lesieur veut se couvrir sur le marché à terme et vend à trois mois le million de USD. Elle est ainsi assurée de percevoir dans trois mois :  $1\ 000\ 000 / 0.0835 = 11\ 976\ 047$  MAD.

- Dans trois mois, si le cours est de 0.0855 MAD/USD, l'exportateur Lesieur sera satisfait de s'être couvert sur le marché à terme, le dollar ayant baissé, la conversion du montant de ses ventes ne lui aurait procuré que 11 695 906 MAD.
- Par contre, si le cours est de 0.08 MAD/USD, l'exportateur pourrait regretter de s'être couvert, le dollar ayant monté et offrant un montant supérieur en Dirhams suite à la conversion, soit 12500000 MAD.

**Exemple de couverture d'une importation :**

Lesieur fabrique aussi de l'huile de tournesol qu'elle exporte vers la Mauritanie. Pour fabriquer son huile de tournesol, elle achète des graines à Butterfly, entreprise américaine. Sa dernière commande vaut 1000000 USD, payable à deux mois.

Les cours sont les suivants :

Cours au comptant MAD/USD : 0.0850

Cours à deux mois MAD/USD : 0.0835.

L'importateur Lesieur 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 :  $1\ 000\ 000 / 0.0835 = 11\ 970\ 000$  MAD

- Si deux mois plus tard, le cours est de 0.0909 MAD/USD, en achetant ces devises à ce taux, il n'aurait déboursé pour payer Butterfly que la somme de 11000000 MAD. Lesieur pourrait regretter de s'être couvert.

- A l'inverse, si le cours comptant dans deux mois est de 0.0815 MAD/USD et qu'il avait acheté les devises à ce moment là, il aurait dû déboursé la somme de 12 269 939 MAD, soit plus que ce qu'il n'aurait dépensé en achetant à terme.

### Marché monétaire

Le recours au marché monétaire peut se faire via deux voies : les prêts et les emprunts en devises. Voyons ce qui retourne de ces deux techniques, quels sont les facteurs décisionnels qui peuvent amener l'entreprise à les choisir plutôt que d'autres techniques de couverture, ainsi qu'un exemple illustrant la technique des avances en devises.

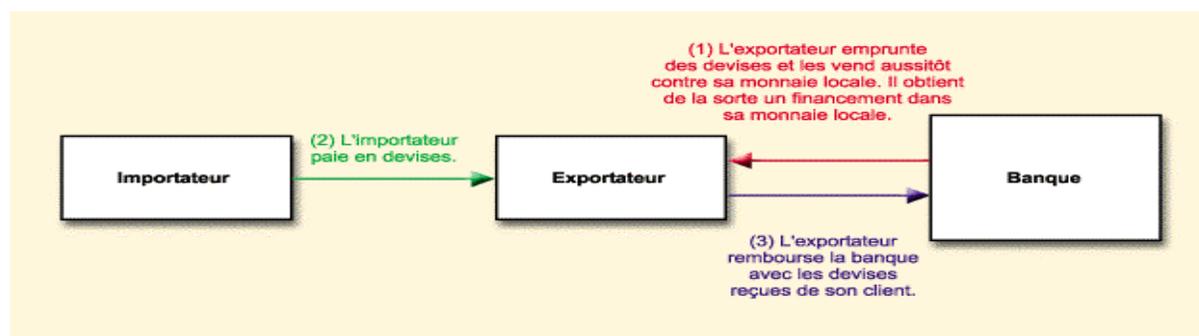
- Les prêts en devises
- Les emprunts en devises ou « avances en devises »
- Facteurs décisionnels
- Exemple de couverture sur le marché monétaire : le cas de l'exportation

#### Les prêts en devises :

Le prêt en devises permet à l'importateur qui a une position courte en devises, d'acheter des devises au comptant ou grâce à un emprunt et de les placer jusqu'au jour de l'échéance. Le fait d'acheter les devises le jour de sa commande annule son risque de change. Si la trésorerie de l'entreprise est insuffisante, l'importateur peut emprunter des euros sur le marché et les vendre au comptant contre devises.

#### Les emprunts en devises ou « avances en devises »

L'exportateur peut emprunter les devises correspondant au montant d'une créance à recevoir sur le marché des devises et les vendre aussitôt sur le marché comptant pour obtenir de la monnaie nationale. Il remboursera ensuite l'emprunt avec les devises reçues de son client. L'entreprise annule ainsi le risque de change, et reconstitue sa trésorerie en monnaie nationale. L'avance en devises sera d'autant plus intéressante que le taux d'intérêt de la devise concernée est proche du taux de crédit en monnaie nationale. Le schéma ci-dessous décrit le mécanisme de la procédure dans le cas où l'emprunt en devises a été réalisé en contre-partie d'une exportation.



#### Facteurs décisionnels :

La décision de recourir à ces moyens de couverture du risque de change dépend :

- **de l'état de la trésorerie de l'entreprise** : l'importateur privilégiera cette technique si sa trésorerie est en bonne santé. Si celle-ci est déficitaire, il pourra emprunter en monnaie locale le montant qu'il échangera ensuite en devises qu'il placera. Il multipliera cependant les opérations

commerciales difficiles à gérer. L'exportateur, quant à lui, pourra bénéficier par son emprunt en devises d'une entrée d'argent dans ses caisses, disponible immédiatement. Il aura donc peut-être intérêt à choisir cette technique dans le cas où sa trésorerie est faible ;

- **du différentiel de taux d'intérêt entre les financements en monnaie et ceux dans la devise :** si ce différentiel est trop important, l'opération ne vaudra sans doute pas la peine d'être mise en place, le cours de change réellement supporté par l'entreprise étant trop important. Le recours à cette technique ne se justifiera que si la trésorerie nécessite d'être renflouée et/ou si la société exportatrice peut investir les fonds procurés par l'emprunt à l'intérieur de l'entreprise et obtenir un taux de rendement élevé.

Le recours au marché monétaire (emprunts et prêts en devises) sera réservé aux opérations de gestion de la trésorerie associées à la couverture des risques de change.

Exemple de couverture sur le marché monétaire : le cas de l'exportation :

La société Butterfly veut se couvrir contre le risque de change pour des ventes d'un montant de 1000000USD aux USA, payables dans 3 mois.

Elle dispose des informations suivantes :

Cours comptant USD/EUR : 0,8463.

Taux d'intérêt USD : 3 %.

Taux d'intérêt EUR : 4 %.

Comment l'entreprise se couvrira-t-elle sur le marché monétaire ?

- emprunter des dollars pour trois mois. La somme à emprunter sera telle que  $S \times (1+i) = 1\,000\,000$  USD, soit :  $S = 1\,000\,000 / (1+(0,03/4)) = 992\,556$  USD ;
- convertir ces dollars en EUR au cours comptant. Elle obtiendra :  $992\,556 \times 0,8463 = 840\,000$  EUR ;
- rembourser l'emprunt en USD et les intérêts avec le montant de la créance reçue en USD.

L'exportateur s'est ainsi assuré un cours de change USD/EUR de :  $840\,000 \text{ EUR} / 1\,000\,000 = 0,84$ .

**Options de devises**

- Définition et principe
- Terminologie
- Avantages et inconvénients
- Exemples

Définition et principe :

L'acheteur d'une option d'achat de devises acquiert **le droit - et non l'obligation - d'acheter** un certain montant de devises à un prix fixé dès l'origine (appelé prix d'exercice), jusqu'à, ou à, une certaine échéance (appelée date d'exercice).

- L'acheteur d'une option de vente de devises acquiert **le droit - et non l'obligation - de vendre** un certain montant de devises. Comme dans le cas d'une option d'achat, cours et échéance sont fixés préalablement.

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.

L'option de change permet donc à son détenteur de couvrir son risque de change tout en préservant la possibilité de réaliser un gain de change dans le cas d'une évolution favorable du cours de la devise.

En contrepartie du service et des risques encourus par le vendeur de l'option (généralement un banquier), une prime, plus ou moins importante suivant les situations (devises, durées de couverture, cours garantis), est demandée à l'acheteur de l'option. Le risque de l'acheteur d'options est ainsi limité au montant de cette prime.

Le dénouement d'une option peut se faire selon trois voies : il y a abandon de l'option si l'acheteur d'option trouve avantage à acheter (ou à vendre) ses devises sur le marché des changes. Il y a exercice de l'option dans le cas contraire. Enfin, il y a revente de l'option lorsque celle-ci a encore une valeur positive et que l'entreprise n'a pas réalisé son opération commerciale.

Quand l'entreprise exercera-t-elle son option ?

- **Un importateur**, qui veut se protéger d'une hausse de la devise dans laquelle il est facturé, achète une option d'achat de devises. Si le cours de la devise a effectivement fortement augmenté et est au-dessus de celui de l'option, l'entreprise a intérêt à exercer celle-ci. Si, à l'inverse, le cours a fortement diminué (donnant une variation supérieure au prix de l'option), l'entreprise a intérêt à abandonner celle-ci.
- **Un exportateur** achète, quant à lui, une option de vente de devises pour se protéger contre une baisse de la devise dans laquelle il a facturé son client étranger. Si le cours a effectivement fortement baissé et est en-deçà de celui de l'option, l'entreprise a intérêt à exercer celle-ci. Si, à l'inverse, le cours a fortement augmenté (donnant une variation supérieure au prix de l'option), l'entreprise a intérêt à abandonner l'option et à changer les devises sur le marché au comptant.

### Terminologie :

**Option d'achat « call » et option de vente « put » :** Le droit d'acheter une devise X s'appelle un « call X ». Le droit de vendre une devise Y s'appelle un « put Y ». Comme l'achat ou la vente d'une devise X suppose une contrepartie dans une devise Y, une option d'achat (de vente) d'une devise X est en même temps une option de vente (d'achat) d'une devise Y.

- **Option européenne et option américaine :** dans le cas d'une option européenne, l'exercice de l'option ne peut se faire qu'à l'échéance, tandis que dans le cas d'une option américaine, l'option peut être exercée pendant toute la durée de vie du contrat jusqu'à son échéance. Toutes autres choses restant égales, la prime d'une option américaine sera plus élevée que la prime d'une option européenne.

### Avantages et inconvénients :

L'option de change est un instrument particulièrement adapté à la couverture des risques certains mais également et surtout aux risques incertains.

Prenons un exemple pour illustrer cette notion de risque incertain. Un exportateur remet une offre en devises dans le cadre d'un appel d'offres, et ne sait pas si elle sera acceptée. En cas de baisse de la devise concernée, sa marge risque d'être amputée dans des proportions qui peuvent remettre en cause la rentabilité de cette offre. A l'inverse de la couverture à terme ou des avances sur devises, la détention d'une option lui permet de ne pas s'engager à livrer des devises dont il n'est pas sûr qu'il les encaissera, tant que son offre n'est pas acceptée. De plus, en cas d'acceptation de l'offre, cette technique lui permet de bénéficier d'une évolution favorable de la devise par abandon de l'option de vente de devises.

Les entreprises qui vendent sur base de catalogues font également face à un risque incertain lié à un chiffre d'affaires prévisionnel aléatoire qu'il vaut mieux couvrir par l'achat d'options de vente de devises.

Notons cependant que l'utilisation des options n'a d'intérêt que dans la mesure où l'on a affaire à des opérations en devises portant sur des montants importants (plusieurs centaines de milliers d'euros), le gain réalisé devant compenser le montant de la prime versée.

### Exemples :

Vous trouverez ci-dessous deux exemples pour illustrer la manière dont l'importateur et l'exportateur peuvent se protéger contre le risque de change avec des options.

#### 1. Couverture de change d'une importation par achat d'une option de vente

Lesieur, société européenne, importe des USA des graines de tournesols pour un montant de 1 million de USD le 1<sup>er</sup> mars 1999. Ces graines sont payables à trois mois. Lesieur veut se couvrir contre une hausse du dollar par rapport à l'euro. Le cours comptant est de 1 EUR = 1,16 USD.

La banque propose à Lesieur l'option de vente suivante :

- prix d'exercice : 1 EUR = 1,16 USD ;
- échéance = juin 1999 ;
- 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  $30\ 000 / 1,16 = 25\ 862$  EUR.

Ainsi, l'importateur s'assure d'un coût maximal dans trois mois de  $1\ 000\ 000 / 1,16 + 25\ 862 = 887\ 931$  EUR.

A l'échéance, trois cas peuvent se présenter :

- **le dollar s'est apprécié** : 1 EUR = 1,14 USD. L'importateur exerce son option et le prix de son importation s'élèvera à 887 931 EUR ;
- **le dollar s'est déprécié** : 1 EUR = 1,19 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 =  $1\ 000\ 000 / 1,19 + 25\ 862 = 866\ 198$  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.

## 2. Couverture de change d'une exportation par achat d'une option d'achat

Lesieur exporte le 1<sup>er</sup> janvier 2000 vers l'entreprise anglaise Pies&Cakes de l'huile d'olive pour un montant de 500 000 GBP. La marchandise est payable à trois mois. Il veut se couvrir contre une baisse de la livre par rapport à l'euro. Le cours comptant est de 1 EUR = 0,70 GBP.

La banque propose à Lesieur l'option de vente suivante :

- prix d'exercice : 1 EUR = 0,71 GBP
- échéance = mars 2000
- prime = 2,8 %.

Lors de l'achat de l'option d'achat, l'exportateur paie  $500\,000 \times 0,028 = 14\,000$  GBP, soit  $14\,000 / 0,70 = 20\,000$  EUR.

Ainsi, l'exportateur s'assure, pour 500 000 GBP, d'un montant minimal de  $(500\,000 / 0,71) - 20\,000 = 684\,225$  EUR.

A l'échéance, trois cas peuvent se présenter :

- **la livre s'est dépréciée** : 1 EUR = 0,74 GBP. L'exportateur a intérêt à exercer son option et recevra donc 684 225 EUR pour ses exportations ;
- **la livre s'est appréciée** : 1 EUR = 0,67 GBP . L'exportateur n'exerce pas son option. Il vend les livres sur le marché au comptant et reçoit  $500\,000 / 0,67 = 746\,269$  EUR. Compte tenu de la prime versée, son revenu net s'élève à  $746\,269 - 20\,000 = 726\,269$  EUR pour ses exportations ;
- **la livre reste inchangée** : Il est indifférent d'exercer l'option ou pas.

L'exportateur, en se couvrant par l'achat d'une option d'achat, s'assure un coût minimal de la devise, mais peut bénéficier d'une hausse éventuelle de la devise.

### Le choix d'une technique de couverture :

Pour faire face au risque de change, vers quel type de couverture se tourner ?

Reprenons les avantages et inconvénients des différentes techniques de couverture au travers du tableau ci-dessous. Vous pourrez de la sorte détecter quelle technique sera la plus appropriée en fonction de la nature du risque de change encouru dans vos transactions et de l'attitude plus ou moins spéculative de votre entreprise.

Il est important de noter que la majorité des techniques de couverture est adaptée aux offres ou commandes de montants importants étant donné leur coût. Pour les offres de faibles valeurs, vous pourrez privilégier la facturation en monnaie nationale (quoiqu'elle présente l'inconvénient majeur de ne pas toujours être bien acceptée d'un point de vue commercial), les clauses d'indexation ou encore choisir de ne pas vous couvrir. En outre, certaines techniques de protection contre le risque de non-paiement telles que l'affacturage ou l'assurance-crédit permettent, moyennant coût supplémentaire, d'obtenir une protection contre le risque de change.

Technique de couverture	Avantages	Inconvénients
<u>Facturation en monnaie nationale</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utilisation simple.</li> <li>Coût nul.</li> <li>Protection complète contre le risque de change.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Commercialement mauvais car tout le risque est transposé sur l'acheteur ou le vendeur.</li> <li>Ne permet pas de bénéficier d'une évolution favorable des cours de change.</li> </ul>
<u>Termaillage</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Coût quasi nul</li> <li>Méthode spéculative (basée sur l'évolution plus ou moins favorable des cours de change)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utilisation compliquée : basée sur l'estimation de l'évolution des cours de change.</li> <li>Nécessite une trésorerie saine.</li> </ul>
<u>Clause d'indexation</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utilisation simple</li> <li>Coût faible</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risque souvent partagé entre acheteur et vendeur</li> <li>Négociation difficile - commercialement pas toujours apprécié.</li> </ul>
<u>Compensation</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risque aléatoire (l'entreprise doit réussir à compenser les flux entrant et sortant !)</li> <li>Coût lié à la gestion soutenue de la position de change.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Nécessite une gestion suivie de la position de change de l'entreprise.</li> <li>Demande un nombre limité de monnaies de facturation.</li> </ul>
<u>Police d'assurance de change</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La couverture dès remise de l'offre est possible.</li> <li>Possibilité de bénéficier d'un gain de change pour certaines polices.</li> <li>Risque nul.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Coût élevé.</li> <li>Réservé aux courants d'affaires importants.</li> <li>Pas de gain de change dans la formule de base.</li> </ul>
<u>Marché des changes à terme</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pas de suivi administratif.</li> <li>Coût nul.</li> <li>Cours connu dès la couverture.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Peu adapté aux risques aléatoires, le contrat est irrévocable.</li> <li>Impossible de profiter d'une évolution favorable du cours.</li> </ul>
<u>Avance en devises</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Trésorerie reconstituée dès l'expédition .</li> <li>Outil de financement de la trésorerie.</li> <li>Coût lié à l'emprunt ( = coût du financement) mais pas à la couverture.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Pas de gain de change possible.</li> </ul>
<u>Option de devises</u>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Possibilité d'abandonner l'option et de bénéficier d'un gain de change : convient bien aux risques incertains.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Prime perdue si le risque disparaît (pas de commande).</li> <li>Limité à des opérations commerciales de montants importants.</li> </ul>