

Plan

Chapitre 1 : Le modèle IS/LM en économie ouverte

Section 1 : L'intégration du secteur extérieur dans le modèle IS/LM

1. Le marché des biens et services
2. Le marché de la monnaie nationale
3. Le secteur extérieur

Section 2 : L'équilibre en régime de taux de change fixe et flottant en interaction avec le modèle de Mundell-Fleming

1. L'équilibre en régime de taux de change fixe
2. L'équilibre en régime de taux de change flottant

Chapitre 2 : Les techniques de couverture contre le risque de change

Section 1 : Les techniques interne de couverture

1. Eviter e risque de change : comment ?
2. Réduire le risque de change : comment ?

Section 2 : Les techniques externes de couverture

1. Recours aux marches financiers par l'intermédiaire des banques
2. Recours à l'assurance

Conclusion

Introduction

La politique monétaire est par définition l'action par laquelle l'autorité monétaire, en général la banque centrale, agit sur l'offre de monnaie pour réguler l'économie, par l'accomplissement d'objectifs à savoir la croissance économique, la résorption du chômage, la lutte contre l'inflation et la fixité d'un taux de change acceptable. La banque centrale procède par l'utilisation d'instruments travers différents canaux de transmission pour y parvenir. Ce sont leurs fonctions principales.

En plus de ces fonctions principales, les instruments utilisés ont des effets parallèles. C'est le cas de l'instrument du taux de l'intérêt. En plus de son effet sur la demande, par le canal du taux d'intérêt, a un effet sur le taux de change en vertu de la relation inverse entre le taux de l'intérêt et l'investissement qui influence la balance des paiements. En effet un taux de change trop élevé ferait fuir les capitaux vers l'étranger ; à l'opposé un taux de change trop bas attirerait les capitaux mais limite les importations.

Le taux de change, dans chaque pays est influencé par la politique monétaire suivie. Cela permet de faire un arbitrage, donc des mouvements de capitaux entre pays à destination des différents secteurs d'investissements.

C'est ce qui fera l'objet de notre étude à savoir comment l'autorité monétaire agit afin d'obtenir un taux de change stimulant de l'économie ? Aussi quels sont les risques qu'elle court en intervenant sur l'extérieur et quels en sont les modes de gestion ?

Pour ce faire nous traiterons deux chapitres principaux, le premier abordera le modèle IS/LM en économie ouverte et le second traitera des risques liés à cette ouverture de l'économie et de leurs techniques de gestion.

Chapitre 1 : Le modèle IS/LM en économie ouverte

Dans sa première conception, le modèle IS-LM, cherche à établir une interaction entre le marché de la monnaie et le marché des biens et services dans un modèle d'économie fermée. Ce modèle a vu le jour, grâce à Hicks et Hansen, qui ont simplifié le modèle IS-LM Keynésien, par son interprétation sous forme de graphe, pour simplifier à la fois la manière de réalisation d'un équilibre générale des marchés selon la perspective Walrassienne en concertation avec l'interprétation keynésienne de la demande de monnaie.

Mais, l'ouverture des économies sur l'extérieur a contraint certains auteurs comme Mundell et Fleming à développer des modèles macroéconomiques dans un cadre économique ouvert.

Le modèle IS/LM en économie ouverte (modèle de Fleming-Mundell) s'intéresse aux deux grands leviers dont disposent les autorités publiques, à savoir la politique budgétaire (par le déficit public) et la politique monétaire (par le maniement des taux d'intérêt), dans une économie ouverte, selon la mobilité des capitaux et le mécanisme de change en vigueur (système de changes fixes ou système de changes flexibles). Ce modèle est donc une extension du modèle IS/LM aux économies ouvertes et tient compte d'une variable supplémentaire, la balance des paiements (importations et exportations). Dans le modèle de Mundell-Fleming, la demande agrégée comporte alors, en plus des termes habituels, le solde net des exportations ($X - M$).

Section 1 : L'intégration du secteur extérieur dans le modèle IS/LM

L'ouverture considérable des économies sur l'extérieur a contraint les modèles macroéconomiques à développer l'étude des propriétés de la politique monétaire en économie ouverte et à retrouver ainsi des préoccupations qui étaient centrales dans le cadre de théories plus anciennes. Ce qui nous poussera par la suite à introduire d'autres variables comme le taux de change et l'intérêt étranger, et qui auront une influence significative sur la détermination de l'équilibre dans cette nouvelle situation.

En fait, le modèle de Mundell-Fleming qui se base sur trois hypothèses principales (la fixité des prix, la mobilité de la substituabilité parfaite des capitaux et la stabilité du taux d'intérêt à l'étranger) se compose de trois

blocs, a savoir : le marche des biens et services ; le marche de la monnaie et le secteur extérieur.

1. **Le marché des biens et services**

Le marche des biens et des services est en équilibre lorsque la somme des injections est égale à la somme des fuites, c est a dire :

$$\mathbf{S + M + T = X + I + G}$$

Les termes représentent : épargne S, importation M, impôt T, exportation X, investissement I, dépenses publiques G.

Ce marché est présenté par la courbe (IS) qui traduit les valeurs de taux d intérêt (i) et de revenu national (Y) compatibles avec l'équilibre sur le marché des biens et services.

2. **Le marché de la monnaie nationale**

La condition d'équilibre de ce marche ; présente par la courbe (LM) ; est l'égalité entre l'offre et la demande de monnaie, c est à dire : $L = M_o$, avec :

- ✓ La demande de monnaie est fonction de taux d'intérêt et de revenu national ; $L = L(Y, i)$;
- ✓ L'offre de la monnaie M_o se compose de deux parties : la partie interne de la masse monétaire et les réserves en devises étrangères.

De façon générale, en régime de fixité des changes l'équilibre monétaire est influence par le niveau des réserves monétaires internationales en devises (D), car tout surplus extérieur à un effet monétaire expansionniste et tout déficit des paiements extérieurs contracte le stock de monnaie. Cependant, en régime de flexibilité des changes, l'offre de monnaie n'est pas modifiée par le jeu des échanges internationaux.

3. **Le secteur extérieur**

Vue le double enregistrement des flux, le solde de la balance des paiements est toujours nul ($BP = 0$), ce qui implique une compensation entre le solde de la balance des transactions courantes (BTC) et (KB) le solde de la balance des capitaux (c'est l'ancienne terminologie, la balance des capitaux, désigne dans la nouvelle balance des paiements le compte de capital et le compte financier a l'exclusion des avoirs de réserve).

Donc on peut écrire :

$$\mathbf{BP = BTC + BK = 0} \quad \text{avec} \quad \mathbf{BTC = -BK}$$

Pour comprendre l'impact des échanges internationaux sur l'équilibre intérieur, Mundell et Fleming, ont intégré l'équilibre de la balance de paiement au modèle IS-LM, pour cela ils ont exprimé le solde de la balance de paiements en relation avec le niveau du revenu national (Y), et avec celui du taux de l'intérêt intérieur (i).

D'une part, cette nouvelle expression nous donne une relation positive entre le revenu national (Y) et la capacité d'exportation (X) qui dépend de la demande des non-résidents, et une fonction croissante entre les importations (M) et le revenu. Donc la balance des transactions courantes est fonction de (Y), d'autre part, les mouvements de capitaux (BK) sont fonction du taux d'intérêt intérieur (i) et du taux d'intérêt étranger (i^*), c'est-à-dire que les mouvements de capitaux sont fonction du différentiel entre taux d'intérêt intérieur et taux d'intérêt étranger.

Donc, l'équilibre de la balance des paiements (BP) peut s'écrire comme :

$$BP(Y, i) = BTC(Y) + BK(i) = 0 \quad \text{ou} \quad BTC(Y) = -BK(i)$$

Dans le modèle IS/LM élargi, le secteur extérieur se présente par la courbe (BP).

La confrontation des trois courbes citées plus haut (IS), (LM) et (BP)

. Présentation du modèle de Mundell-Fleming

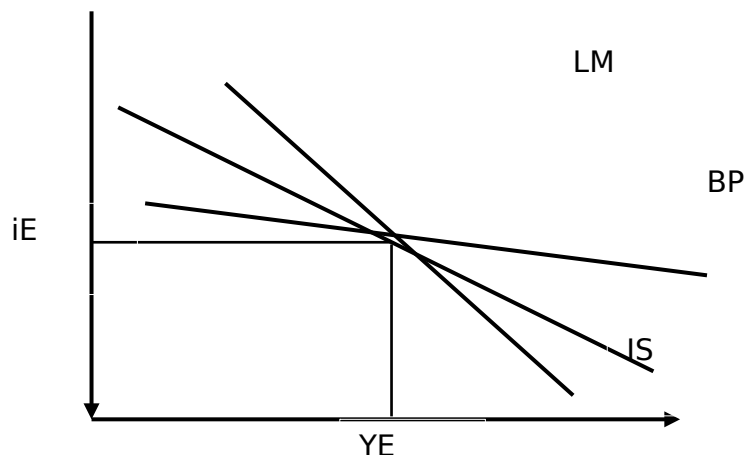


Figure 1

La représentation graphique nous permet de saisir que l'équilibre macroéconomique d'une économie ouverte est atteint au point d'intersection des trois courbes IS, LM et BP au point E, pour lequel les trois marchés sont simultanément équilibrés pour un couple unique (Y, i) , mais aussi pour un taux de change donné. Or, le taux de change est un facteur qui participe à la définition de l'équilibre global.

Or, la pente de la courbe BP dépend fortement de la mobilité internationale des capitaux, cette mobilité et en fonction du différentiel de taux. Ainsi, plus les mouvements de capitaux sont importants et plus la courbe se rapproche de l'horizontale. Et plus des mouvements de capitaux sont faibles ou peu, plus la courbe se rapproche de la verticale. Aussi elle dépend de la propension marginale à importer : plus la propension à importer est faible et les mouvements de capitaux son élastique au taux d'intérêt, plus la pente de la courbe BP est plate, (toutes choses étant égales par ailleurs).

Cependant la manière dont le taux de change influe sur les ajustements va dépendre précisément du régime de change. Puisque dans un régime de change flexible, le taux d'intérêt (i) intervient comme variable d'ajustement des flux avec l'extérieur et la courbe BP se déplace suivant son évolution vers la droite lorsque (i) augmente (dépréciation) et vers la gauche lorsque (i) diminue (appréciation). Ces variations ont des conséquences immédiates sur la courbe IS, qui se traduisent par son déplacement.

En revanche dans un régime de taux de change fixes, (i) étant a priori déterminé indépendamment des échanges avec l'extérieur, la BP ne se déplace pas et les ajustements sont réalisés grâce à des mesures affectant le taux d'intérêt et la quantité de monnaie, donc c'est la courbe LM qui est influé.

C'est pour cette raison que nous allons aborder l'analyse de la politique monétaire et budgétaire, à travers le modèle IS-LM dans une économie ouverte. Sous les deux angles du régime de change.

Section 2: l'équilibre en changes fixes et flottants en interaction avec le modèle de Mundell et Fleming

Dans cette section nous allons étudier l'impact de la politique monétaire sur l'équilibre d'une économie déterminée à travers le modèle IS-LM, plus précisément nous allons nous intéresser au régime de taux de change fixe et flottant.

1. L'équilibre en régime de taux de change fixe

Toute politique monétaire expansionniste (figure 2), à partir d'un point d'équilibre A, qui déplace courbe LM vers la droite (de LM_0 à LM_1), va augmenter le revenu de Y_0 à Y_1) mais détériorer le solde commercial (du fait de la propension à importer) et faire baisser le taux d'intérêt au-dessus du niveau étranger, entraînant une sortie de capitaux. Le solde de la balance globale est déficitaire.

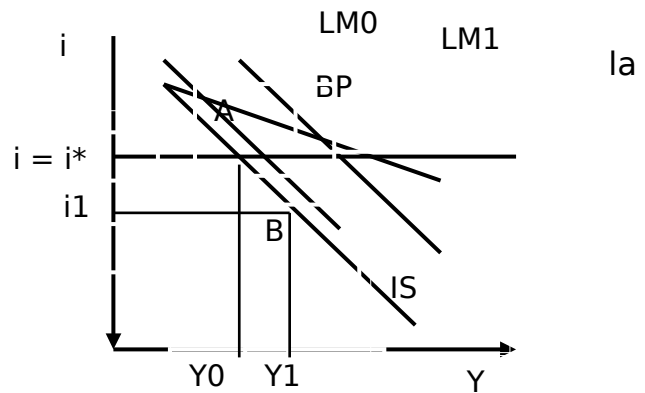


Figure 2

La courbe IS et la courbe LM_1 se coupent en point en dessous de la courbe BP en B. ce point ne peut être atteint durablement, car le déficit entraîne une sortie de réserves de change de la banque centrale qui va donc contracter son offre de monnaie (les réserves constituent la contrepartie de l'offre de monnaie bancaire). Ce qui entraînera le retour de la courbe LM_1 vers la gauche en LM_0 , ce qui donnera à nouveau l'équilibre en A.

En régime de changes fixes, la politique monétaire n'a pas d'influence, tandis que la politique budgétaire garde une efficacité totale.

2. L'équilibre en régime de taux de change flottant

Dans le cadre d'un régime de changes flottants, le taux de change varie en fonction du solde des paiements extérieurs. Une détérioration du solde engendrera une dépréciation du taux de change, de même, cette dépréciation, à son tour, permet de rétablir le solde des paiements courants puisqu'elle stimule les exportations et décourage les importations. Donc les de capitaux sont fonction du différentiel d'intérêt entre l'économie nationale et l'étranger.

Ainsi, l'effet de politique économique est inversé par rapport au régime économique à taux de change fixes. En effet, une politique monétaire expansionniste va faire baisser le taux d'intérêt national (déplacement de la courbe LM de LM_0 en LM_1 , figure 3). Cela va renforcer les sorties de capitaux du pays et faire baisser le taux de change, cette baisse du taux de change va favoriser l'exportation et donc maintenir l'équilibre de la balance globale des

paiements extérieure (déplaçant la courbe IS_0 vers la droite en IS_1). Ainsi la droite BP et la droite IS se coupent en un nouveau point d'équilibre, plus à droite, le long de la courbe LM_1 , au point C, ce qui laisse inchangé le taux d'intérêt au niveau du taux étranger.

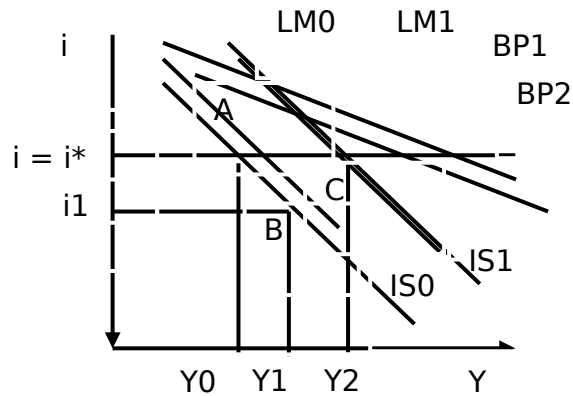


Figure 3

Donc l'effet d'une politique monétaire expansionniste est renforcé par la dépréciation du

taux de change. Ce qui nous pousse à dire, qu'en régime de change flottant, la politique monétaire est efficace et exerce ses effets par l'intermédiaire du taux de change. Or la politique budgétaire sera inopérante.

Or, une politique monétaire expansionniste déplace LM vers la droite et fait baisser le taux d'intérêt, il en résulte une sortie de capitaux et une tendance à la baisse de la monnaie, ce qui implique que la courbe LM se déplace de nouveau vers la gauche. Si l'on introduit un contrôle de capitaux, on maintient le taux de change, mais au prix de l'inflation. On retrouve le même problème qu'avec la politique budgétaire. Donc l'inflation interne ne peut s'écarter durablement de l'inflation étrangère. La compétitivité se détériore et l'économie retrouve sa position initiale.

Chapitre 2 : Techniques de couverture contre le risque de change

L'ouverture grandissante de l'économie sur l'extérieur a fait naître de nouveaux risques à savoir le risque de crédit, risque de change objet de ce chapitre, auxquels sont exposés les agents économiques. Pour éviter ou limiter ce risque de nombreuses techniques de couverture ont été développées.

Celles-ci peuvent être proposées par des organismes spécialisés comme les banques ou l'assurance ; c'est le cas des contrats de change à terme ou de la police d'assurance par exemple, qui seront, entre autres, l'objet de la deuxième section de ce chapitre.

Toutefois, avant d'y avoir recours, elles peuvent mettre en place des mesures internes visant à limiter leur exposition au risque de change et ainsi

repousser l'utilisation de techniques de couvertures « externes », plus coûteuses. Ces mesures internes seront présentées dans la première section de ce chapitre.

Section 1: Les techniques internes de couverture

Les techniques de couverture internes à l'entreprise visent à réduire l'exposition de celle-ci au risque de change. Elles sont déjà nombreuses et permettent aux entreprises de ne pas se lancer dès leurs premières opérations de commerce international dans des dépenses supplémentaires en faisant appel aux techniques externes. Ces techniques internes vont se présenter sous la forme de clauses contractuelles ou d'aménagements dans leur trésorerie, ce qui leur permet de s'exposer le moins possible au risque de change. Elles vont être appréhendées du point de vue de l'exportateur.

1. Eviter le risque de change : comment ?

Voici trois procédés (règlement au comptant, choix de la monnaie de facturation et ouverture d'un compte en devise) qui permettent à l'exportateur de ne pas avoir à faire face au risque de change, puisqu'ils lui permettent de l'éviter complètement. Ce sont les premières mesures ainsi que les moins coûteuses à prendre lorsqu'on se lance dans l'exportation.

a. Règlement au comptant

C'est évidemment (avec le choix de la monnaie de facturation) la solution la plus simple mais ce n'est pas la plus adaptée à la majorité des transactions internationales. En effet, le règlement au comptant est en quelques sortes la situation idéale pour éviter d'être confronté aux variations des taux de change mais la plupart des paiements internationaux sont effectués plusieurs jours voire plusieurs mois après la facturation. Ceci rend inévitable la présence d'un risque de change. Ainsi, s'il est pratiquement impossible d'obtenir des règlements au comptant, il est important d'éviter des délais de paiement trop longs, ce qui est à négocier avec le client au moment de la conclusion du contrat.

b. Ouverture d'un compte en devise

Cette possibilité existe mais exige une condition. En effet, pour ne pas subir de risque de change, il est préférable que l'entreprise qui ouvre un compte en devise réalise régulièrement des opérations d'importation (de matières premières par exemple) et d'exportation dans la devise en question, ce qui

n'est pas toujours le cas. Il faut également savoir que l'entreprise peut ouvrir ce compte en devise soit au Maroc, soit à l'étranger, et le client paiera directement sur ce compte. Ceci est nécessaire car les devises obtenues grâce aux exportations vont, au lieu d'être changées en monnaie nationale (ce qui pourrait occasionner un risque de change), servir à payer les dettes de l'entreprise portant sur des importations facturées dans cette même devise. Aucune des deux parties n'aura de protection à prendre puisque ni l'une ni l'autre n'aura à changer sa créance ou sa dette contre une autre devise.

On peut donner pour exemple un producteur d agrumes qui exporterait son agrume en Espagne mais qui en importerait les cartons dans lesquelles il va conditionner son produit, ce qui constituent des activités régulières d'export et d'import avec ce pays et donc des flux réguliers d'euro dans les deux sens. Dans ce cas, l'exportateur d agrumes peut ouvrir un compte en euro au Maroc ou à l'étranger, et se prémunit ainsi contre tout risque de change, tout comme son partenaire commercial, facilitant ainsi les échanges.

c. **Choix de la devise de facturation**

Cette limitation des délais évitera d'autant plus tout problème de risque de change que la monnaie de facturation est la monnaie nationale. Le choix de la monnaie de facturation est un moyen de ne subir aucun risque de change car ce risque intervient dès qu'une monnaie autre que la monnaie nationale entre en jeu. Les parties peuvent également choisir une autre devise de facturation, c'est-à-dire celle de l'une des deux parties ou une devise tierce. Certains choisissent parfois le franc suisse en raison de la neutralité de la Suisse, mais ce peut être toute autre monnaie convertible.

✓ **Principe et avantages pour l'exportateur**

Choisir la monnaie de facturation, qui est la monnaie dans laquelle sera libellé le contrat de vente ou d'achat international, permet à l'exportateur de connaître parfaitement la somme qu'il recevra à l'échéance prévue par ce contrat et évite des manipulations comptables supplémentaires.

L'exportateur qui parvient à ce que sa monnaie nationale soit la monnaie de facturation ne subira aucun risque de change. Ce sera donc l'autre partie contractante, c'est à dire l'acheteur étranger, qui subira ou profitera (si c'est un gain) du risque de change induit par les variations du cours de la devise choisie.

✓ **Inconvénients pour l'exportateur**

Cette pratique n'est pas toujours possible car il est évident que les deux parties ont des intérêts opposés : chacune préférerait que la facturation s'effectue dans sa monnaie nationale, ou du moins dans une devise qui l'avantage, c'est-à-dire une devise forte pour un exportateur: Toutefois, dans le contexte actuel où l'euro ne cesse de s'apprécier par rapport au dollar américain, la facturation en euro, monnaie actuellement forte, est à la fois synonyme de gain mais aussi de perte de compétitivité pour un exportateur français car ses produits sont de plus en plus onéreux, ce qui peut décourager certains clients et les attirer vers des concurrents dont les produits sont moins chers.

Sur le plan relationnel, ce n'est pas la meilleure chose à faire car cela reflète une attitude peu commerciale envers l'importateur qui pourrait compromettre la poursuite de leur coopération. Cela peut endommager la nature des relations et durcir la négociation avec le client. De plus, il ne faut pas perdre de vue le fait que le choix de la monnaie de facturation peut être celui d'une devise tierce (autre que celle de l'importateur et que celle de l'exportateur), évitant ainsi ce genre de conflit dans les relations commerciales entre les deux parties.

d. **L'affacturage « factoring »**

L'affacturage est une technique de financement régie par le même principe que le forfaitage, mais il s'en démarque car il est utilisé pour des montants plus élevés que le forfaitage, sur un portefeuille de clients assez important et pour des ventes dont l'échéance du paiement ne dépasse pas les 6 mois: ces trois points constituent donc les conditions selon lesquelles un exportateur peut avoir recours à cette technique. Cette pratique consiste pour l'exportateur à vendre sa créance à une société de recouvrement appelée « affacteur» ou « factor ».

L'exportateur, après avoir conclu le contrat avec son client, va faire appel à cette société qui va prendre en charge la suite des opérations en contrepartie du paiement de 2 commissions

- ✓ Une commission d'affacturage qui représente entre 0.5% et 3% des créances cédées selon le chiffre d'affaires à affacturer, la taille moyenne des factures et la qualité des clients.
- ✓ Une commission de financement : Elle correspond aux intérêts que paie l'exportateur pendant la période qui s'étend du jour de la conclusion du

contrat entre l'affactureur et l'exportateur jusqu'à l'échéance du paiement par le client.

C'est à l'affactureur que l'importateur règlera la facture qu'il devait initialement à l'exportateur. Cela signifie que tout risque de change potentiel est transféré à l'affactureur qui doit se couvrir. Cela permet à l'exportateur de se décharger à la fois de tout risque de non-paiement ainsi que du risque de change. Lorsque l'intermédiaire a été réglé, il va à son tour payer l'exportateur selon les conditions du contrat qui aura été signé entre eux. Cette technique est fréquemment utilisée aux Etats-Unis pour gérer le risque de crédit, qui est un autre type de risque qu'une entreprise court en s'internationalisant.

Ces quatre instruments de couverture laissent à l'exportateur une variété de recours pour se prémunir du risque de change. Seul l'affacturage n'est possible et rentable que pour des entreprises dont l'activité est conséquente et a un coût très élevé; les autres sont accessibles à tout type d'entreprise. Eviter ce risque n'est pas toujours possible, c'est pourquoi la section suivante apporte un complément concernant une couverture effective, bien que partielle.

2. Réduire le risque de change : comment ?

Les techniques qui suivent ne visent pas, contrairement aux précédentes, à éviter le risque de change, mais à se trouver moins exposé à celui-ci, afin de minimiser dans un premier temps la position de change sur laquelle portera le risque, et ainsi, minimiser le recours à des moyens de couverture plus coûteux et nécessitant l'intervention d'un organisme tiers : bancaire ou d'assurance.

a. Compensations internes et « netting »

✓ Principe général des compensations internes

L'entreprise va compenser d'elle-même ses encaissements et décaissements dans une même devise afin que sa position de change ne porte que sur le solde de ceux-ci. Cela signifie que l'encaissement d'une créance dans une devise lui servira à régler une dette qu'elle doit dans cette même devise. Pour pouvoir procéder à cette technique, deux conditions doivent être remplies:

- o D'une part, l'entreprise doit être vigilante aux délais, car il lui faut assez d'entrées de devise (paiement de créances par ses clients)

pour compenser les sorties de devise (ce qu'elle doit à d'autres entreprises dans la même devise).

- o D'autre part, il est mieux de limiter la quantité de devises utilisées afin d'optimiser ce système de compensation. Cette pratique ne doit être utilisée que si l'entreprise dispose d'une bonne gestion de sa position de change, car elle doit « jongler » entre entrées et sorties de devises. Cette pratique va donc entraîner des coûts supplémentaires liés à la gestion de ces devises.

✓ **Compensation bilatérale**

Supposons les entreprises A (française) et B (américaine). L'entreprise A est à la fois cliente et fournisseur de l'entreprise B et vice versa. La monnaie de facturation de leurs transactions réciproques est la livre sterling. Par compensation, elles peuvent simplifier deux transactions en une :

Supposons que A doive £1 000 000 à B, qui à son tour doit £1 300 000 à l'entreprise A. Par compensation, seule B doit £300 000 à son fournisseur. Le risque de change est ainsi réduit. L'entreprise A n'est ainsi pas exposée au risque de change pour cette transaction, et B n'y est exposée que pour une position de change d'un montant de £300 000 au lieu de £1 300 000 initialement.

✓ **Le « netting »**

Le netting est une technique de compensation spécifique aux grands groupes multinationaux. L'objectif est de réduire le nombre et le montant des transferts à l'intérieur du groupe afin de minimiser les frais financiers. Les compensations des différentes créances, dettes et toutes transactions financières vont permettre au groupe de réduire son exposition au risque de change puisque seul le solde de toutes ces opérations y sera exposé et gérées par le groupe et non par chacune des filiales. L'outil utilisé par le groupe pour gérer et compenser tous ces mouvements est un tableau de bord multi-entrées.

Toutes ces techniques de compensations démontrent la nécessité, pour y avoir recours, d'effectuer des entrées et sorties dans une même devise suffisamment importantes pour qu'elles se compensent.

b. Termaillage : « leads and lags »

Avoir recours au termaillage signifie modifier les délais de règlement afin de profiter de l'évolution favorable des cours. Cette technique peut être utilisée par l'exportateur ou l'importateur et consiste à retarder ou avancer la date de paiement selon la variation anticipée des cours. L'opérateur doit avant tout vérifier si la pratique n'est pas interdite ou limitée par le marché des changes qui est un marché très réglementé. Prenons l'exemple de l'exportateur français:

✓ **La monnaie de facturation a tendance à se déprécier par rapport à l'euro**

Cela peut correspondre au cas du producteur de Côtes du Rhône qui exporte son vin aux Etats Unis. Comme l'acheteur va régler l'exportateur dans une devise faible (comme le dollar en cet hiver 2009), l'exportateur, par la technique du termaillage cherchera à raccourcir l'échéance du règlement le plus possible. Cette attitude s'explique car il anticipe que le cours de la devise de facturation va continuer à baisser par rapport à l'euro et donc que moins il attendra, moins le montant de ses créances baissera. Cependant, l'exportateur ne peut pas avoir recours au termaillage sans tenir compte de deux éléments :

- o Tout d'abord il ne faut pas perdre de vue que s'il demande le raccourcissement du délai de paiement à son client, il se devra de lui accorder un escompte car l'importateur avait prévu une certaine échéance et ce raccourcissement peut venir perturber sa trésorerie.
 - o Ainsi, l'exportateur devra comparer ce que va lui coûter cet escompte au gain que cette réduction de délai pourrait lui rapporter, ce qui est un réflexe à avoir systématiquement avec toutes les techniques de couverture. Si le gain attendu est supérieur au coût engendré par l'escompte, alors le recours au termaillage est valable, et inversement.
- ✓ **La monnaie de facturation a tendance à s'apprécier par rapport à l'euro**

Ceci est la situation inverse à la précédente. Ici l'exportateur se trouve face à une devise de facturation dont le cours augmente par rapport à la monnaie européenne ou toute autre devise. Il est dans son intérêt de laisser le cours de cette devise augmenter en repoussant le paiement de sa créance dans l'optique que le taux auquel son client le règlera sera plus élevé qu'à l'échéance prévue initialement. Cet allongement de délai lui occasionnera un

coût supplémentaire car il aura cette rentrée d'argent plus tard que prévu. Il faut donc qu'il ait étudié s'il est rentable d'attendre plus longtemps pour être payé compte tenu du montant du coût engendré.

Application : Dans le contexte actuel de hausse du cours de l'euro, prenons comme exemple un exportateur américain qui attend le règlement d'une créance en euro (100 000 EUR) dans deux mois (j+9 semaines).

Au jour j, supposons (pour l'exemple) que 1 EUR vaut 1 USD. Etant donné que le cours de l'euro ne cesse d'augmenter, il décide de repousser l'échéance de deux semaines.

Neuf semaines plus tard, 1 EUR vaut 1,10 USD. Si l'exportateur avait conservé l'échéance initiale, il aurait été gagnant puisque pour 100 000 EUR, il aurait reçu 110 000 USD.

Si à la nouvelle échéance, 1 EUR vaut 1,13 USD, le recours au termaillage aura été rentable, car pour 100 000 EUR, après conversion, la créance s'élèverait à 113 000 au lieu de 110 000 prévus initialement.

Cet exemple est révélateur de la maîtrise des mécanismes nécessaire pour gérer ce risque et adopter la bonne attitude pour s'en protéger.

c. Clauses monétaires dans le contrat

En recourant à ces instruments, l'entreprise a la possibilité d'adapter le prix d'achat (pour l'importateur) ou de vente (pour l'exportateur) aux fluctuations des taux de change, afin, au mieux, d'éviter le risque de change, ou du moins une grande partie. On peut retenir 3 grands types de clauses monétaires :

- ✓ **La clause d'adaptation des prix en fonction des variations des taux de change**

En insérant cette clause dans le contrat, l'importateur et l'exportateur s'engagent à accepter les conséquences des fluctuations des cours sur le prix facturé : à savoir que si la monnaie de facturation s'apprécie entre la conclusion du contrat et l'échéance du paiement, le prix sera réduit. Si, dans le cas inverse, le cours de cette monnaie baisse, le prix augmentera.

De plus, il existe une alternative à cette clause : la clause d'adaptation avec franchise. Celle-ci préconise que le prix facturé n'augmentera ou ne baissera que si le cours de la devise de facturation est au-delà ou en-deçà d'une fourchette fixée par les parties. Par exemple, la clause peut stipuler que le prix facturé n'augmentera que si le cours de l'EUR par rapport à l'USD est au

dessous de 1.20 ou au-dessus 1.30 USD, afin de laisser une marge de manœuvre aux deux parties.

✓ **La clause de risque partagé**

Cette clause de risque partagé prévoit que les parties se partageront (par moitié ou une autre proportion) le risque qui aura été occasionné par les variations des taux de change entre la date de conclusion du contrat, ou celle de facturation (selon choix des parties) et l'échéance. Ceci signifie qu'ils se répartiront les pertes mais aussi les gains qui résulteront de ces fluctuations.

Ainsi, prenons l'exemple du cours du dollar américain en euro : si entre la date de conclusion du contrat et l'échéance du paiement, le cours a augmenté de 0.06 euro par dollar (perte pour l'importateur mais gain pour l'exportateur), et les parties ont intégré au contrat une clause de risque partagée à 50%, chacun aura un risque de 0.03 euro par dollar, sur lesquels chacun devra se couvrir.

✓ **La clause d'option de devises le caractère exhaustif de ces clauses**

La clause d'option permet à l'opérateur d'avoir recours à une autre devise que celle prévue initialement par le contrat au cas où la variation du cours de celle-ci lui serait défavorable, dans les proportions mentionnées dans le contrat. Cette clause d'option peut être une clause multidevises ou clause de change multiple qui spécifie la possibilité pour l'acheteur ou le vendeur de choisir comme devise de facturation celle qui, parmi les devises retenues par la clause, sera la plus avantageuse au moment de l'échéance. Ces clauses monétaires sont très nombreuses et peuvent être personnalisées par les parties dans leur contrat, selon ce qu'elles auront négocié ensemble. Elles s'imposent aux parties car le contrat est considéré comme la loi des parties.

Certaines des techniques citées dans ces deux sections peuvent permettre à l'entreprise d'éviter le risque de change, mais dans le cas où le risque est limité ou couvert partiellement, elle peut avoir recours à d'autres instruments proposés par des organismes externes. De ce fait, même si l'entreprise aura des coûts liés à leur utilisation, elle en aura toujours moins que si elle n'avait pas pris des mesures préalables pour réduire son exposition. Toutefois, elle peut également choisir ou être contrainte de n'avoir recours qu'aux techniques externes pour gérer ce risque.

Section 2 : Techniques externes de couverture

Si les moyens mis en œuvre décrits dans la section précédente ne suffisent pas pour diverses raisons, l'entreprise devra se prémunir autrement contre le risque de change. Elle va pour cela faire intervenir les banques sur le marché des changes ou souscrire à une police d'assurance. Banques et Assurance proposent des contrats et autres solutions visant à couvrir soit partiellement, soit totalement les opérateurs extérieurs contre le risque de change.

1. Recours aux marchés financiers par l'intermédiaire des banques

A l'origine, seules les banques pouvaient opérer sur le marché des changes ; d'où le terme « marché interbancaire ». De nos jours, ces établissements jouent souvent un rôle d'intermédiaire entre le marché et les entreprises afin de simplifier les transactions dans le cadre, entre autres, de la couverture contre le risque de change.

a. Contrat de change à terme

Cette technique est très employée par les entreprises en général et est facile à utiliser étant donné que les banquiers servent d'intermédiaire pour ces opérations de change à terme.

Dès que l'exportateur a signé le contrat de vente avec son acheteur, il en informe son banquier, lui communique les éléments de ce contrat (devise de facturation, montant et échéance de la facture) et conclue avec lui un « contrat de vente à terme » en se couvrant contre une baisse du cours de la devise de facturation. Ainsi, l'exportateur français sait au jour j le montant en euro qu'il recevra à l'échéance, grâce au taux à terme qu'il a fixé avec sa banque.

Illustration : soit une entreprise française X qui doit recevoir 10 000 USD dans 60 jours de son client américain.

Le jour j : vente à terme (60j) à sa banque 10 000 USD contre l'équivalent en euro selon un cours fixé le jour j . Il connaît ainsi le montant qu'il recevra en euro à $j+60$ jours. Il est ainsi couvert contre une éventuelle baisse du cours du dollar par rapport à l'euro grâce à ce cours garanti, mais ne pourra donc pas bénéficier d'une éventuelle hausse du cours de l'USD.

Le risque à éviter et à prévoir lorsqu'on a recours au change à terme, est le risque de non-paiement. En effet, si cela arrive, l'exportateur devra quand

même remplir ses obligations envers son banquier et lui vendre à terme ces devises. De plus, pour pouvoir vendre ces devises au banquier, il faut que l'exportateur les aie à sa disposition, et si ce n'est pas le cas, il va devoir en acheter, et subira ici obligatoirement le risque de change qu'il soit positif ou négatif (retournement du terme).

✓ **Déport et report**

L'exportateur se couvrira s'il prévoit que la monnaie de règlement de ses créances va se déprécier, c'est-à-dire que son cours va baisser. Cette prévision ne prend en compte que le taux de change au comptant, ce qui ne suffit pas pour bien anticiper les variations du cours d'une devise. En effet, il doit également tenir compte du taux de change à terme et de l'écart entre celui-ci et le cours spot, ce qui renvoie aux notions de « report » et « déport » :

Etant donnée que le cours à terme de l'euro par rapport à la devise de facturation peut être supérieur ou inférieur au cours au comptant, on parle de « déport » par rapport à la devise lorsque le cours à terme de l'euro est inférieur au cours au comptant et « report » s'il est supérieur à celui-ci.

b. **Marché des options de devises**

Une option de devises est un droit d'acheter ou de vendre un certain montant de devises, ce qui signifie que celui qui possède l'option a le droit de la faire appliquer ou non selon sa situation à son avantage. Par ces options, l'opérateur se prémunit contre une perte de change mais peut bénéficier d'un gain de change, s'il n'exerce pas son option, étant donné que celle-ci n'est en rien une obligation. L'achat d'une option se fait contre le paiement d'une prime dont le montant varie selon plusieurs paramètres, dont la devise en question, le cours déterminé, l'échéance de l'option... Il faut donc que celle-ci serve à couvrir un montant suffisamment important pour pouvoir compenser la prime payée lors de l'achat. Il existe différents types d'option de devises :

- ✓ L'option d'achat de devises dite option « call » ;
- ✓ L'option de vente de devises dite option « put ».

La règle est que la mise en application de l'option doit se faire au « prix d'exercice », c'est-à-dire au prix déterminé au moment où l'entreprise prend possession de l'option. De plus, l'entreprise ne peut exercer son option qu'à

la « date d'exercice », si on est dans le cas d'une option européenne, ou jusqu'à celle-ci, dans le cas d'une option américaine.

Après cette présentation générale, il s'agit maintenant de s'intéresser au cas de l'exportateur : il va acheter un put USD (une option de vente) s'il anticipe une baisse de la devise dans laquelle il sera réglé ultérieurement par son client américain. A l'échéance de l'option, qu'il importe de faire correspondre à celle du paiement de la créance, l'exportateur aura deux possibilités selon l'évolution des cours.

Si le cours de l'USD baisse par rapport à l'EUR, comme il l'avait anticipé, alors l'exportateur peut soit exercer son option put selon le cours déterminé, soit vendre sa créance en devises sur le marché au comptant tout en vendant l'option de vente.

Si, en revanche, le dollar américain s'apprécie par rapport à l'euro, l'exportateur peut ne pas exercer son option et revendre sa créance sur le marché au comptant pour obtenir des euros, ou revendre son option.

c. **Emprunt « avance » en devises à sa banque**

L'emprunt en devises est à la fois une technique de financement d'une transaction internationale et une technique de couverture contre le risque de change lié à cette transaction. C'est une technique assez onéreuse pour l'entreprise qui souhaite y avoir recours bien qu'elle lui permette de disposer de trésorerie. Cette transaction s'effectue sur le marché monétaire.

En effet, imaginons le cas d'un grand producteur et exportateur de vin de la Vallée du Rhône qui a vendu du vin à un client américain qui doit le régler à 60 jours 10 000 USD. Le problème est qu'il a besoin de cette trésorerie rapidement.

Solution : Il va dans un premier temps emprunter ces 10 000 USD à sa banque qui lui fait une « avance en devises ».

Puis il va revendre immédiatement ces 10 000 USD (sur le marché au comptant) contre des EUR afin de disposer de trésorerie.

Il remboursera cet emprunt 60 jours plus tard dès que son client lui règlera les 10 000 USD qu'il lui doit.

Cet exportateur devra, avant d'avoir recours à cette technique, observer les niveaux de taux d'intérêt lié à cet emprunt en devise et ceux lié à un crédit en monnaie nationale.

Cette technique fait également office de couverture contre le risque de change car comme l'exportateur reçoit les devises immédiatement, il ne subira aucune variation du cours de celle-ci. Il faut tout de même tenir compte du fait que l'entreprise ne pourra bénéficier d'aucun gain de change, étant donné que cette mesure permet d'éliminer tout risque de change (gain et perte). Pour que l'emprunt en devises constitue vraiment une technique de couverture contre le risque de change, l'exportateur doit être également attentif au fait que la devise empruntée soit identique à celle dans laquelle est libellée sa créance, mais aussi aux délais : la durée de l'emprunt doit correspondre à l'échéance du paiement de la créance qu'il possède sur son client étranger.

Cette double fonction de l'emprunt en devises implique que l'exportateur ne peut avoir recours à ce moyen de couverture contre le risque de change seulement s'il a un besoin de trésorerie, ce qui limite les possibilités d'utilisation mais qui peut être d'un autre côté un moyen d'économiser pour l'entreprise qui répond ainsi à deux besoins différents par une seule opération.

✓ **Cas particulier : le SWAP de devises**

Le principe du SWAP export s'apparente à celui de l'emprunt en devise et cette technique permet à l'entreprise de se couvrir sur le long terme contre le risque de change (en transmettant ce risque à la banque) en empruntant des devises par l'intermédiaire d'une banque internationale afin de limiter le coût de son endettement : En fait, l'entreprise effectue en même temps une opération de change au comptant et une opération de change à terme.

En signant un SWAP de devises, l'entreprise emprunte à un taux spot des devises qu'elle a donc immédiatement à sa disposition en prêtant simultanément une autre devise. Elle revendra ces devises empruntées à terme à un cours qu'elle aura négocié lors de la signature du SWAP. Entre la date de signature et celle de l'échéance du SWAP, l'entreprise va percevoir des intérêts qui représentent ce qu'on lui verse pour avoir prêté des devises. Le seul coût impliqué par l'utilisation de ce produit est la commission bancaire, étant donné que le SWAP nécessite l'intervention d'une banque.

2. **Recours à l'assurance : COFACE**

L'assurance est une autre possibilité de couverture pour les entreprises. La COFACE (Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur) a été créée en 1946 et a pour objectif de faciliter les échanges entre les

entreprises issues du monde entier. Elle propose aux entreprises exportatrices et importatrices des polices d'assurance pour se couvrir complètement (gain comme perte) contre le risque de change moyennant une prime d'assurance.

a. **Police CIME**

Cette police d'assurance – change import/export existe depuis 1992 et permet de couvrir une entreprise contre le risque de change dans le cas de flux réguliers d'importations ou d'exportations facturées en devises. L'entreprise qui souscrit a la possibilité de bénéficier d'un intéressement à la baisse de l'euro dans le cas d'une exportation.

La facturation peut s'effectuer dans cinq devises différentes : le dollar américain (USD), le dollar canadien (CAD), le yen (JPY), la livre sterling (GBP) et le franc suisse (CHF). En souscrivant à cette assurance change, l'entreprise exportatrice n'aura aucun risque de variation des cours des devises à supporter. Elle est de ce fait assurée d'une stabilité de ses revenus.

Le principe est simple : si l'entreprise subit une perte de change, elle sera indemnisée par la COFACE grâce à la souscription de cette police. Dans le cas inverse d'un gain de change, c'est à l'entreprise de reverser à la COFACE l'intégralité de ce gain, ou une partie de celui-ci, si elle a souscrit une police avec intéressement (qui induit qu'une partie du gain lui revient).

Le montant de la prime de cette assurance varie selon de nombreux facteurs tels que la devise prise en compte, le montant garanti, la durée, et le taux d'intéressement.

b. **Assurance Change Négociation**

Cette police d'assurance est destinée aux opérations internationales ponctuelles et ne concerne que les offres de devises. Cela signifie que l'exportateur qui va lancer un appel d'offre en devises sera protégé contre toute variation des taux de change entre sa monnaie et la devise dans laquelle il a formulé l'offre. Cette protection sera valable depuis le moment où il recevra une réponse à l'offre jusqu'à celui où, effectivement, il sera payé en devises par son client.

L'exportateur couvert connaît le montant qu'il recevra dans sa monnaie nationale. Le principe qui régit ce système est similaire à celui de la police CIME, à savoir l'entreprise ne perd rien, ni ne gagne rien, sauf dans le cas où elle a souscrit une police avec intéressement.

En ce qui concerne les coûts qu'engendre le recours à cette police, ils sont composés d'une prime fixe que l'exportateur devra régler à la COFACE au moment de la souscription, et qui est fonction du montant garanti par l'assurance ainsi que d'une autre prime qui ne sera à payer que si le contrat est signé.

Les formulaires de demande d'assurance présents en annexe 6 et 7 et disponibles sur Internet permettent aux exportateurs intéressés de voir les éléments nécessaires et les conditions à respecter pour pouvoir s'assurer à la COFACE.

Ces techniques de couverture sont utilisées par des entreprises de petites tailles et n'étant pas très informés sur les techniques de couverture contre le risque de change.

Conclusion

Au terme de notre étude, nous pouvons affirmer avoir répondu tant bien que mal à notre problématique, à savoir, l'action de la politique monétaire dans l'économie à travers le taux de change, les risques encourus par une économie qui s'ouvre sur l'extérieur, et les méthodes de gestion de ces risques?

En effet, partant du modèle de Mundell et Fleming qui expose les trois secteurs que nous avons détaillé (le marché des biens et services, le marché de la monnaie et le secteur extérieur), nous avons mis en exergue l'agissement des autorités monétaires concernant le régime de change, notamment le régime de taux flottant opposé au taux fixe, qui favorisait l'équilibre des économies.

Cet équilibre impliquant une économie ouverte vers l'extérieur, et donc exposée à de grands risques, nous avons montré d'une part, comment l'on pourrait éviter ces risques :à travers le règlement au comptant, l'ouverture de compte en devise et le choix d'une devise de facturation qui s'avère la moins risquée.

Mais force est de reconnaître que la couverture du risque de change ne peut être parfaite, nous avons à cet effet énoncé d'autre part, les moyens de réduction des risques (compensation interne, netting, termaillage,...et d'autres couvertures externes), car comme le dit l'adage : "mieux vaut prévenir que guérir".

Bibliographie

Ouvrages

- ✓ Lavigne, Jean-Paul pollin. « Les théories de la monnaie », la découverte ; 1997, Paris.
- ✓ D. Romer. « Macroéconomie Approfondie » ed. Ediscience International ; 1997
- ✓ F. Reversez « Eléments d'analyse monétaire » ed. Dalloz ; 3ème édition ; 1995.
- ✓ F. S. Michkin. « Monnaie, banque et marchés financiers ». Columbia University, Pearson, Education France, 7 ème édition 2004, Paris.
- ✓ G.N.Mankin. « Macroéconomie », 3ème édition, 2003 Deboeck, université, Paris.
- ✓ J. F. Goux. « Economie monétaire et financière », ed .Economica ; 3ème édition 1998.
- ✓ J. Heiller. « Macroéconomie ouverte ». Édition PUE 1994.
- ✓ J. Jalladeau « introduction à la macroéconomie » ed. Prémisses 2 ème 1998.
- ✓ J.P. PATAT « monnaie institutions financières et politique monétaire » Economica 1993.
- ✓ K .Schubert « macroéconomie » : comportement et croissance. Vuibert 1996.

- ✓ M. Mourgues. « Macroéconomie monétaire » Economica. 2002, Paris.
- ✓ M.Montaussé, directeur de la collection, « macroéconomie ». Bréal 2000, Paris.
- ✓ Oliver Blanchard et Darriel Cohen, « Macroéconomie » Pearson Education 2000, Paris.
- ✓ P. villieu « Macroéconomie : consommation et épargne », ed. Le découvert.
- ✓ S.daitkine, « série économie », Armand colin Editeur paris 1995.
- ✓ Calaud Ménendian, « Fiche de Macroéconomie », 2ème édition ellipses 2003, Paris.