

Master 2 Gestion Finance



La gestion du risque de change

*Année universitaire
2008 - 2009*

I)	LE RISQUE DE CHANGE ET SES DIFFERENTS ASPECTS	4
	1. Définition du risque de change.....	4
	2. Nature du risque de change.....	4
	3. Apparition du risque de change.....	6
II)	LA POSITION DE CHANGE	7
	1. Définition de la position de change.....	7
	2. Importance de la position de change.....	7
	3. Surveillance de la position de change.....	8
	4. Avantages et contraintes de la gestion en position.....	11
III)	POSITION DE TRESORERIE	11
	1.Salle des marchés.....	11
	2.Les avances en devises.....	14
	3. La trésorerie centralisée.....	17
IV)	LES INSTRUMENTS DE COUVERTURE CONTRE LE RISQUE DE CHANGE	19
	1.Les moyens internes	19
	2. Les moyens externes.....	23
	CONCLUSION	44
	BIBLIOGRAPHIE	46

Introduction

Dans les années 80, l'ampleur prise par l'intervention des ordinateurs et de la technologie a vivement participé au développement du secteur financier. En effet, les entreprises vont être confrontées au plus important marché financier appelé le marché des changes ou « marché FOREX »: c'est un marché très liquide sur lequel se rencontrent offre et demande de devises,

où se déterminent leurs cours. Il est très liquide dans le sens où il est ouvert 24h/24 à travers des places financières dans le monde entier : « les premières transactions de la journée sont enregistrées à Sydney en Australie et à Wellington en Nouvelle-Zélande. (...) Quand les marchés de Los Angeles et San Francisco s'arrêtent, s'ouvre alors à Wellington et à Sydney une nouvelle journée de transaction ».

Cette liquidité s'explique car les achats et ventes de devises en échange d'instruments financiers se font facilement et sans occasionner un coût toujours considérable. Investisseurs institutionnels, entreprises et banques opèrent sur ce marché dès qu'ils entreprennent une transaction financière impliquant plusieurs devises.

On peut scinder ce marché en trois composantes: tout d'abord, le marché au comptant, appelé également « marché spot » est celui sur lequel les banques s'échangent les devises. Les devises sont livrées en deux jours au plus tard, ce qui explique l'appellation « au comptant ». D'autre part, le marché interbancaire, ou marché de dépôt, est une composante essentielle du marché des changes. Sur ce marché très réglementé se traitent les opérations de trésorerie en devises sous forme d'emprunts et de prêts en devises. Enfin, le marché à terme, par définition, est celui sur lequel les échanges de devises se font « à terme », c'est à dire à une date future ainsi qu'à un cours tous deux déterminés lors de l'établissement du contrat.

A travers le présent exposé, nous allons essayer de voir la manière avec laquelle le risque de change se manifeste, comment le gérer. Et à la fin nous allons étudier trois cas : 2 entreprises marocaines et une entreprise internationale.

I. Le risque de change et ses différents aspects

1. Définition risque de change

Le risque de change concerne les entreprises ayant une activité internationale et qui réalisent des opérations commerciales ou financières avec des partenaires étrangers. Il est lié à la

variation du cours des devises par rapport à la monnaie de référence. Le risque de change résulte de deux éléments:

- Un élément externe et aléatoire, les fluctuations des cours des devises par rapport à la monnaie nationale ou à la monnaie de référence, ces fluctuations peuvent avoir une influence favorable, défavorable ou nulle;
- Un élément interne, qui résulte de l'exposition au risque de change.

2. Nature de Risque de Change

Le risque de change peut résulter des transactions commerciales ou financières effectuées par l'entreprise sur le plan international. Il peut également dépendre du développement international de l'entreprise et des investissements qu'elle a réalisés à l'étranger. Il existe enfin un risque économique plus général qui peut porter atteinte à la rentabilité de l'entreprise. On peut distinguer plusieurs catégories de risques de change:

- Les risques résultant des opérations commerciales;
- Les risques résultant des activités financières;
- Les risques liés aux investissements à l'étranger;
- Et les risques économiques, appelés parfois risques de compétitivité ou risques induits.

Les risques concernant les opérations commerciales et certaines opérations financières sont parfois appelés risques de transactions.

a. Risques de change liés aux opérations commerciales

Toute entreprise qui réalise des opérations commerciales libellées en monnaies étrangères est soumise à un risque de change: le règlement financier de cette opération peut se réaliser à un cours différent de celui qui a été retenu au moment de l'engagement de l'opération. Le risque de change est dû au décalage de temps qui peut exister entre le règlement de l'opération et l'engagement de cette opération.

- Exemple: ventes à l'exportation facturées en devises étrangères. Toute entreprise exportatrice de biens qui est payée en devises avec un certain délai, est exposée à une baisse éventuelle de la devise de facturation.
- Achats et importations facturés en devises étrangères. De même, une entreprise peut subir un risque de change dans une opération d'importation si la devise de facturation augmente entre le moment où l'entreprise a passé une commande et le moment où elle doit régler le prix de l'importation en devises.
- Cas de soumissions à des appels d'offres établis en monnaie étrangère. L'entreprise peut être pénalisée par la baisse du cours de la devise dans laquelle elle a établi sa soumission. Mais ce risque n'est pas encore certain, puisque l'entreprise ne sait pas encore si la soumission sera ou non retenue. Ce risque est plus difficile à gérer car le soumissionneur doit attendre le résultat de l'appel d'offre pour savoir si le risque deviendra réel.

b. Risques de change liés aux opérations financières

Toute entreprise qui prête ou emprunte en devises étrangères, à court, moyen ou long terme, s'expose à un risque de change. Une entreprise qui emprunte craint une appréciation de la devise dans laquelle est libellé son emprunt car, elle pourrait être obligée de rembourser un capital plus important que celui qu'elle a emprunté.

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

c. Risques de change liés aux investissements réalisés à l'étranger

Le développement international d'une entreprise et les investissements réalisés à l'étranger peuvent engendrer plusieurs types de risque. Le risque de change porte en premier lieu sur les flux financiers provenant des filiales comme, par exemple, le paiement des dividendes ou des redevances. Pour certains auteurs, ces risques doivent être traités comme les risques de transaction.

Le risque de change porte ensuite sur la valeur des actifs possédés à l'étranger et la conversion de la valeur de ces actifs en monnaie nationale dans les comptes consolidés. Plusieurs méthodes peuvent être utilisées pour effectuer cette conversion.

d. Risque de compétitivité

Il s'agit de l'incidence de l'évolution du cours des devises sur le chiffre d'affaires ou la marge bénéficiaire d'une entreprise. On parle également de risque économique, de risque industriel, ou de risque induit.

L'évolution des cours de devises peut avoir des conséquences sur la position concurrentielle de l'entreprise. Avec 1\$ à 1.1€, un produit vendu 40\$ aux USA, représente un flux monétaire de 44€ pour un exportateur français. Si le dollar passe à 0.9€, le même exportateur devra vendre $44/0.9 = 48.89$ € le même produit pour conserver le même chiffre d'affaires. Il y a de fortes chances de voir la part du marché de l'exportateur se réduire.

Il est donc intéressant de connaître le niveau des parités de monnaies au delà desquels la compétitivité de l'entreprise est menacée. On peut déterminer, par exemple, le seuil de rentabilité d'une exportation.

Une entreprise dont le cycle de production a besoin d'une matière première ou d'un produit importé, se trouve également en risque de change dans le cas où la devise de facturation de cette matière, ou de ce produit, viendrait à augmenter.

On peut faire aussi remarquer que dans les secteurs où une entreprise internationale possède des parts de marché élevées, les autres entreprises qui détiennent de faibles parts de marché sont en risque de change en cas de baisse de la devise de facturation de l'entreprise internationale. Les clients des petites entreprises peuvent être attirés par les prix plus compétitifs pratiqués par l'entreprise leader du fait de la diminution de sa monnaie de facturation.

3. L'apparition du risque de change

L'étude des différentes catégories de risques de change révèle que le risque de change ne naît pas seulement au moment où la comptabilité enregistre une écriture, ce qui correspond à un risque comptable. Dans de nombreux cas, il naît en "amont", c'est-à-dire avant même qu'il soit reconnu par la comptabilité.

On peut distinguer plusieurs étapes dans l'existence du risque de change, ce qui entraîne des risques de change de nature différente.

a. Risque de change aléatoire, conditionnel, réel

Le risque de change est aléatoire lorsqu'il n'y a pas encore d'engagement ferme et définitif de la part de l'importateur ou de l'exportateur. C'est le cas, par exemple, dans la période de prévision budgétaire, de la préparation d'un catalogue ou de la préparation d'une soumission à un appel d'offre.

Le risque de change est conditionnel, lorsqu'il y a un engagement irréversible de la part d'un partenaire mais que l'autre partenaire n'a pas encore manifesté sa volonté. La réalisation de l'engagement demeure encore incertaine, car soumise à la condition que l'autre partenaire accepte: on peut parler donc d'un risque conditionnel, ou optionnel.

Le risque de change est réel, ou certain, lorsqu'il résulte de deux engagements irréversibles et réciproques. Le risque devient réel ou certain, par exemple, à la signature d'une commande, ou lorsque la réponse à un appel d'offre est positive.

- **Exemple du risque de change pour un importateur**

Pour un importateur, le risque de change est conditionnel lors de l'offre du fournisseur étranger. Il ne devient réel qu'à la signature du contrat. Il ne sera vraiment dénoué qu'au moment du règlement, c'est-à-dire lors de l'achat, contre de la monnaie nationale, des devises dues au fournisseur étranger. Par exemple, dans le cas d'une avance en devises à l'importation (ADI), les devises étant virées directement par la banque sur le compte du fournisseur étranger, le risque ne disparaîtra que lors du remboursement en euros par l'importateur de l'avance en devises.

Le risque prend naissance dès qu'un accord de fourniture libellé en devises est passé. La connaissance et le suivi du risque de l'importateur nécessitent donc de nombreux échanges d'information entre le service achat et la trésorerie.

- **Exemple d'un risque de change pour un exportateur**

Pour un exportateur, le risque de change est encore aléatoire au niveau des prévisions budgétaires, de la préparation d'un catalogue ou de la préparation d'une soumission à un appel d'offre. Il devient conditionnel au stade de l'offre, de la distribution du catalogue, ou du dépôt d'un dossier de soumission. Il est réel à la signature du contrat, jusqu'à la cession des devises reçues en paiement.

Dans le cas de la vente par correspondance (VPC), par exemple, on peut remarquer que le risque de change peut devenir irréversible pendant de nombreux mois avant le lancement du catalogue, car celui-ci doit être imprimé à l'avance avec des primes fermes et définitives. Il faut également tenir compte des réassortiments qui peuvent s'effectuer longtemps après l'impression du catalogue.

II. Position de change :

1. Définition de position de change :

La position de change demeure un concept indispensable pour les opérations en devises. En effet, c'est un outil qui permet de mesurer le risque de change. De ce fait, la position de change représente la différence positive ou négative entre :

Les avoirs (Créances) libellés en devises étrangères et les engagements (dettes) libellés en devises étrangères. La position de change doit répondre à trois critères :

- La fiabilité : toutes les opérations sont intégrées dans les plus brefs délais ;
- La clarté : la position de change est facile à lire et à mettre à jour ;
- L'actualisation : la position de change est recalculée chaque jour pour tenir compte de l'évolution du cours de la devise.

2. Importance de la position de change :

Il faut savoir que deux attitudes sont possibles lorsqu'il s'agit de faire face à un risque de change. La 1^{ère} attitude réside dans le fait que l'entreprise se protège contre ce risque avec une bonne gestion et la 2^{ème} attitude réside dans le fait que l'entreprise supporte l'ensemble des conséquences financières liées à ce risque tels que : les pertes de change, la diminution du résultat de l'entreprise et la baisse de la rentabilité financière.

Si le risque est géré, cela se traduit par un coût relativement modeste qui est supporté chaque année par l'entreprise. Dans le cas contraire, il y a toujours la possibilité qu'une perte importante puisse être susceptible d'induire de graves difficultés financières.

La gestion rationnelle du risque de change commence surtout par la détermination et la surveillance de la position de change. Donc, on peut en déduire que la position de change est une variable objectivement « quantifiable ». En d'autres termes, tout engagement commercial et financier d'une entreprise libellé en devise est susceptible d'engendrer un risque de change.

3. Surveillance de la position de change :

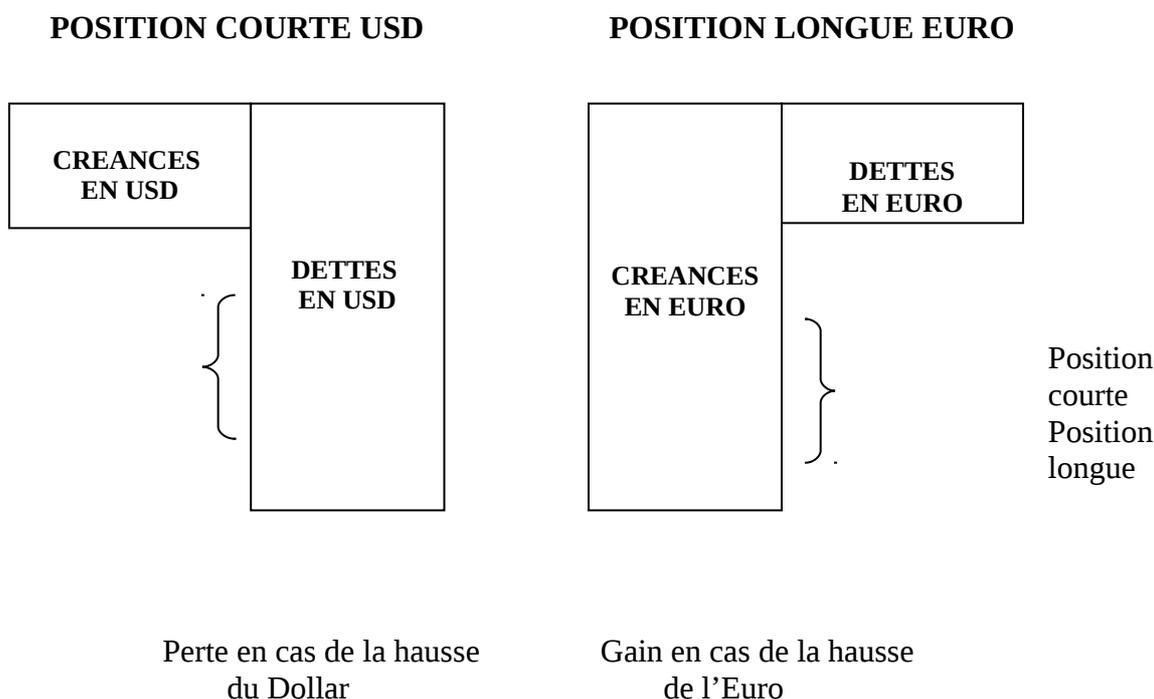
Pour pouvoir surveiller en permanence la position de change d'une entreprise, il est indispensable d'établir un tableau de la position de change. Son élaboration est relativement simple qui consiste à enregistrer toutes les opérations en devises susceptibles d'influencer la position de change de l'entreprise. Sont ainsi prises en compte :

- les commandes enregistrées, mais non encore facturées

- les opérations financières en devises
- les facturations
- l'activité de négoce

On dit que la position de change est « **fermée** » lorsque le solde entre les créances et les dettes dans chaque devise est égal à 0. Si ce solde est différent de 0, la position de change est dite « **ouverte** » et expose automatiquement l'entreprise au risque de change.

La position de change est dite « **longue** » lorsque les avoirs dans une devise donnée dépassent les engagements dans cette même devise. La position est dite « **courte** » lorsque les avoirs sont inférieurs aux engagements dans une même devise.



Devise (en millions d'unité)	Avoirs (A)			Engagements (B)				Total (A)-(B)
	Export	Billets Travellers	Totaux (A)	Import	Crédit extérieurs	Frais	Totaux (B)	
USD	5 000	3 000	8 000	15 000	3 000		18 000	- 10 000
EUR	75 000		7 5000	35 000	10 000	6 000	51 000	+24 000

D'après ce tableau, on constate que la position de change en USD est courte contrairement à la position de change en EUR qui est longue.

Les créances et les dettes permettent de déterminer la position de change nette qui fera l'objet d'une éventuelle décision de couverture. La position de change nette de l'entreprise doit être établie devise par devise en prenant en compte les différents horizons temporels, car toutes les créances et dettes n'ont pas la même échéance.

Dès lors, gérer le risque de change de manière optimale devient non plus un luxe mais une nécessité et impose aux intervenants de connaître les techniques de couverture. Mais avant toute décision de couverture, il est indispensable de :

- déterminer son degré d'exposition à l'évolution du marché de change
- quantifier son risque
- mettre en œuvre une stratégie de gestion du risque de change
- assurer un suivi et vérifier l'efficacité de la stratégie choisie

En règle générale, l'entreprise exposée au risque de change, peut avoir des attitudes différentes selon son degré d'aversion au risque et on distingue généralement trois attitudes possibles :

⇒ *La non couverture systématique :*

On estime implicitement que la monnaie évoluera dans un sens favorable ou que la perte éventuelle sera à terme ou en moyenne compensée par un gain futur. Mais la brutalité des variations de certaines devises peut entraîner des pertes considérables pour l'entreprise.

⇒ *La couverture systématique :*

L'entreprise se couvre systématiquement sans chercher une anticipation quelconque des tendances.

⇒ *La couverture sélective :*

L'entreprise dispose d'un ensemble de critères en fonction de la perception qu'elle se fait du risque tolérable et du coût de chaque couverture. Une fois le risque identifié et mesuré, l'entreprise peut très bien décider délibérément de ne pas le couvrir.

D'ailleurs, toute décision dans un sens ou dans l'autre engendre un risque d'opportunité

Exemple :

❖ calcul de la position de change pour une entreprise importatrice

ACTIF	MONTANT	PASSIF	MONTANT
- Immobilisation	100	-Capital	190
- Stock	20	- Comptes fournisseurs et rattachés	60
- Comptes clients et comptes rattachés	60	(dont environ 40 en devises)	
- Disponibilité	70		
TOTAL	250	TOTAL	250

* (En millions de MAD)

D'autres crédits documentaires à l'importation ont fait l'objet d'une ouverture pour la contre-valeur de 20 Millions **MAD**.

Donc, la position de change se calcule en donnant le détail par devise et en exprimant les montants en devises par leurs contre-valeurs en **MAD**.

	GBP	USD	JPY	TOTAL
- Compte fournisseurs & rattachés	10	15	15	40
- Commandes passées en devises	0	10	10	20
TOTAL	10	25	25	60

La position de change de l'entreprise s'élève à un montant de 60 Millions MAD, c'est une position débitrice, courte de :

- 10 Millions en GBP
- 25 Millions en USD
- 25 Millions en YEN japonais

❖ **calcul de la position de change pour une entreprise exportatrice :**

ACTIF	MONTANT	PASSIF	MONTANT
- Immobilisation	120	-Capital	150
- Stock	30	- Comptes fournisseurs et rattachés	100
- Comptes clients et comptes rattachés (dont 30 en devises)	80	(dont environ 40 en devises)	
- Disponibilité	20		
TOTAL	250	TOTAL	250

Deux commandes en devises ont été reçues pour un montant de 15 Millions **MAD**.

	GBP	USD	JPY	TOTAL
- Compte clients & rattachés	15	5	10	30
- Commandes passées en devises	3	10	2	15
TOTAL	18	15	12	45

Donc, la position de change se calcule en ventilant par devise et en exprimant les montants en devises par leurs contre-valeurs en **MAD**.

La position de change de l'entreprise s'élève à un montant de 45 Millions MAD, c'est une position créditrice, longue de :

- 18 Millions en GBP
- 15 Millions en USD
- 12 Millions en YEN japonais

4. avantages et contraintes de la gestion en position :

La gestion en position est un outil indispensable à la maîtrise du risque de change puisqu'il présente des avantages importants à l'entreprise. Cependant, la mise en œuvre de cette gestion rencontre certaines difficultés d'ordre pratique.

a. Les avantages de la gestion en position

Tout d'abord, sur le plan financier, on note une diminution notable des commissions bancaires versées à l'occasion des opérations de couverture.

Il y a aussi l'effet volume sur les prix dont bénéficiera l'entreprise en globalisant ses ordres sur une échéance unique. Donc elle profitera de cotations plus avantageuses.

On peut ajouter également un autre avantage de nature organisationnelle. En effet, d'une part, la position de change représente un tableau de bord facilement adaptable aux orientations stratégiques de l'entreprise et d'autre part, c'est un instrument de contrôle de l'efficacité opérationnelle des décisions de gestion mises en pratique par le trésorier.

b. Les contraintes de la gestion en position :

Les principales contraintes de mise en œuvre de cette méthode de gestion du risque de change sont d'ordre administratif ou opérationnel.

Commençons par les contraintes administratives. Ce sont des contraintes liées au degré de précision et de rapidité de circulation des informations à l'intérieur de l'entreprise, cette position réside dans deux caractéristiques qui sont à l'origine de la capacité de la position à refléter le plus exactement possible l'exposition globale de l'entreprise au risque de change.

C'est pour cela que l'entreprise doit disposer d'un système d'information de gestion performant doté d'une structure efficace et de moyens matériels permettant l'ajustement de l'échéancier et la mesure de la position et ce de façon régulière.

Pour ce qui est de la contrainte opérationnelle, l'entreprise doit disposer des comptes libellés en devises, parce qu'ils permettent de procéder à des ajustements de délais et une gestion flexible des décalages constatés entre les dates prévues et réelles d'encaissement ou de décaissement.

Ainsi, l'entreprise pourra éviter de recourir à des suppressions ou à des renouvellements d'opérations à terme, qui sont généralement coûteuses.

III. Position de trésorerie en devises

1. Qu'est ce qu'une salle des marchés ?

C'est un département d'une banque ou d'une société de bourse chargée de la gestion et de l'automatisation des ordres passés par leurs clientèles.

Les opérateurs de la salle de marché sont chargés de prendre des positions sur les marchés financiers monétaires et des devises nationaux et internationaux pour le compte de leurs établissement ou de la clientèle, dans la limite des délégations de pouvoir qui leurs sont confiées. Cependant, elle est composée de trois entités :

- Front Office.
- Middle Office.
- Back Office

a. Front Office

Le front office est un lieu où les cambistes s'occupent de la négociation et l'initiation des opérations. Ces cambistes effectuent sous la direction d'un chef de salle des marchés des opérations réparties par marché, par produit et par activité.

❖ **Spécialisation par marché**

❖ Marché de gré à gré :

C'est un marché sur lequel la transaction est conclue directement entre le vendeur et l'acheteur. Ce marché est organisé par les principaux intervenants où ils sont libres, et les instruments traités sur ce marché peuvent être négociables ou non négociables.

❖ Le marché réglementé

Ce marché est un marché qui se caractérise par des règles d'admission, un contrôle des autorités de tutelle. Contrairement au marché de gré à gré, les instruments traités sur le marché réglementé sont nécessairement négociables c'est-à-dire standardisés en montant, échéance, prix d'exercice etc.

L'originalité de ce marché réglementé, réside dans sa structure et son mode fonctionnement qui permettent de réduire le risque de contrepartie (le risque d'un opérateur de voir son Cocontractant ne pas respecter les engagements à leurs échéances).

❖ **Spécialisation par produit :**

En effet, les cambistes offrent une panoplie de produits conçus pour sa clientèle. Parmi ces produits on trouve : les produits « spot », les produits à terme, des produits optionnels etc.

❖ **Spécialisation par activité :**

A savoir qu'il y a des cambistes qui se spécialisent en monnaie nationale, d'autres sur les devises. Il s'agit également de signaler ou plutôt de faire la distinction entre deux types de cambistes :

- Les cambistes clientèle qui négocient et reçoivent la demande directement des clients
- les cambistes des marchés qui interviennent directement sur le marché.

Donc, le Front Office :

- Reçoit quotidiennement un reporting relatif à la position de trésorerie en valeur, par banque et par filiale et en consolidé.
- Effectue les opérations d'équilibrage inter-comptes bancaires.
- Recherche les meilleures formules de financement.
- Suit l'évolution des taux du marché monétaire.
- Calcule et communique le taux moyen des bons de trésor (BDT) pour la fonction back office pour le suivi des échéances des crédits à moyen terme (CMT)

b. Le Middle Office

Le Middle Office joue le rôle d'intermédiaire entre le front office et le back office. Sa mission est d'assurer la fluidité du traitement des opérations entre le moment où elles sont initiées par le front office et le moment où elles sont prises en charge, enregistrées et analysées par le BackOffice.

Le Middle Office est chargé de :

- Connaître et comptabiliser les positions de la banque
- Suivre les positions de manière à informer constamment les cambistes sur les positions
- Préparer et envoyer le reporting de l'activité de la journée à la direction générale et à la banque centrale
- Assurer le suivi des risques : contrepartie, taux, change, liquidité.

c. Le Back Office

C'est l'entité administrative de la Salle des Marchés puisqu'on y effectue les paiements induits par les opérations réalisées par les Traders ou cambistes. Il a pour mission la mise en place des tableaux de bord et de reporting aval (des filiales vers l'organe central de trésorerie) et amont (de la trésorerie vers la direction financière ou la direction générale). Il est chargé aussi des relations avec la comptabilité du groupe.

Le concept de reporting représente l'ensemble des procédures de circulation des informations assurant leur remontée régulière et formalisée des filiales et des unités de base vers les niveaux hiérarchiques supérieurs et la direction générale. Il Est constitué de rapports de contrôle ou d'activité ponctuels ou généraux, synthétiques et pertinents.

Cependant, on doit faire la distinction entre 3 types de reporting.

Reporting Hebdomadaire	Reporting mensuel	Reporting trimestriel
-------------------------------	--------------------------	------------------------------

<ul style="list-style-type: none"> - Position de trésorerie consolidée de toutes les banques, avant financements et placements. - Détail des encours de placement et de financement. - Position de change sur un horizon prévisionnel d'un an. - Indications du marché monétaire et financier. 	<ul style="list-style-type: none"> - Réalisation de trésorerie par entité et en consolidé détaillant les recettes et les dépenses ainsi que les encours de placement et de financement, par mois depuis le début de l'exercice. - Analyse des écarts de trésorerie et de position de change - Prévisions de trésorerie à 3 mois par décade, par entité et en consolidé -Montant et taux moyens (si possible pondéré) de placements ou de financements depuis le début de l'exercice -Estimation mensuelle des frais et produits financiers et du résultat de change -Mise à jour du cahier des conditions et des critères bancaires 	<ul style="list-style-type: none"> - Mise à jour du budget de trésorerie par entité et en consolidé - Autorisation et utilisation de crédits par banque avec les conditions -Répartition du mouvement bancaire.
--	---	--

Et enfin, un tableau de bord intégrant :

- La situation de trésorerie existante et prévisionnelle.
- Le détail des encours de placement et financements.
- Les positions de taux et de change, les gains et pertes réalisés et potentiels.
- La sensibilité des positions aux variations de taux, de change et de cours.

2. Les avances en devises

Les avances en devise peuvent être définies comme des crédits à court terme, libellés en devises, accordés par les banques aux entreprises exportatrices et importatrices. L'avance en devise s'adresse aux entreprises qui souhaitent couvrir simultanément un besoin de trésorerie et un risque de change. Ces deux objectifs pourraient être atteints séparément, par exemple en empruntant en monnaie nationale et en utilisant le change à terme.

Une autre solution consiste à couvrir simultanément les deux besoins, en contractant un emprunt en devises dont le montant est immédiatement changé en monnaie nationale ; l'exportateur dispose ainsi d'un crédit à court terme qui finance son opération, et qu'il remboursera avec les devises que lui livrera son client. Afin d'éliminer totalement le risque de change, l'entreprise emprunte un montant qui sera remboursé (capital et intérêts) avec le règlement du client.

a. Les avances en devise à l'exportation

L'avance en devise à l'exportation comprend trois étapes :

- Un emprunt en devises auprès de la banque ;
- La conversion des devises empruntées en euros au cours du comptant ;
- Le remboursement de devises empruntées auprès de la banque lorsque le client étranger transfère les devises correspondant au montant de sa dette.

⇒ Mécanismes et caractéristiques de l'avance en devises

L'avance en devise permet à l'exportateur de bénéficier immédiatement de la trésorerie en euros correspondant au montant de la créance en devises qu'il possède sur son client étranger. L'entreprise peut donc constituer une trésorerie en euros par anticipation de la rentrée de sa créance libellée en devises.

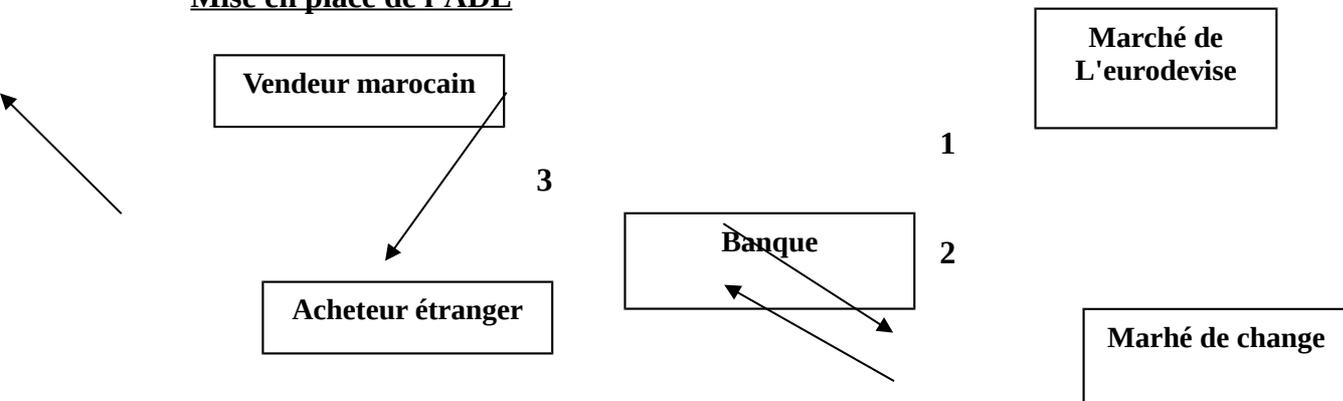
Le montant de l'avance peut être égal au montant de la créance sur le client ou légèrement inférieur, de façon à couvrir le montant des intérêts. L'avance est en général effectuée dans la devise du contrat qui correspond à la monnaie de facturation.

Elle peut être effectuée dans une autre devise si les taux d'intérêt sont très élevés dans la devise du contrat, mais il ne faut pas oublier que le choix d'une devise d'emprunt différente de celle du contrat entraîne un risque de change.

L'entreprise qui utilise l'instrument vend ses devises au comptant et ne bénéficie pas du report (on ne supporte pas le déport) ; mais cela est compensé par un écart d'intérêt inverse.

Ainsi, avec un taux en euro plus élevé qu'en dollar, un exportateur utilisant l'avance en devise ne perçoit pas les points de terme, mais il s'endette à un taux d'intérêt moins élevé ; inversement, s'il ya déport, l'exportateur ne le paie pas mais il supporte un taux d'intérêt en dollar plus élevé qu'en euro.

Mise en place de l'ADE

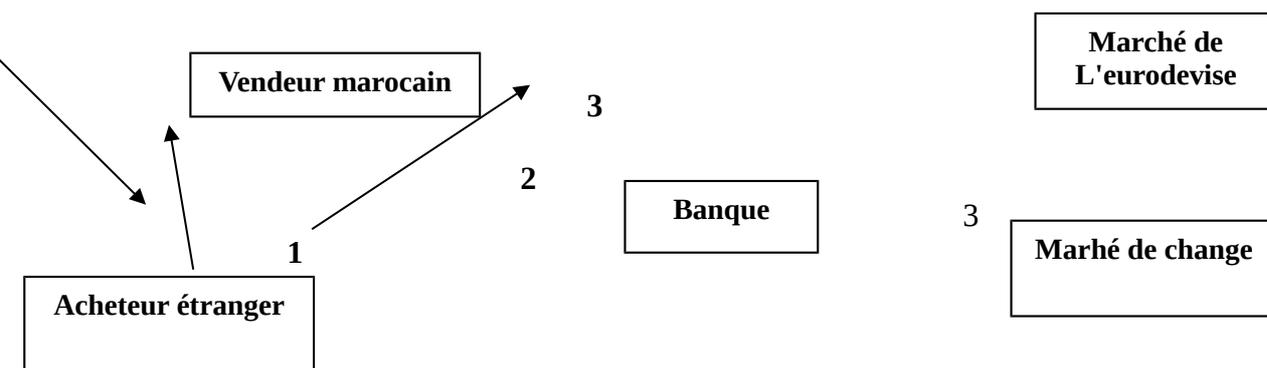


1 : La banque emprunte les devises pour un montant égal à celui de la créance sur le marché de l'eurodevise.

2 : Elle change les devises contre des MAD sur le marché des changes au cours comptant

3 : La banque crédite le compte de l'exportateur en MAD (Couverture du risque de change+ financement)

Dénouement



1 : L'acheteur règle le montant de sa créance en devises

2 : L'exportateur rembourse le montant de son emprunt majoré des intérêts à la banque. Les intérêts sont remboursés en devises, l'exportateur supporte donc un risque de change mineur sur les intérêts.

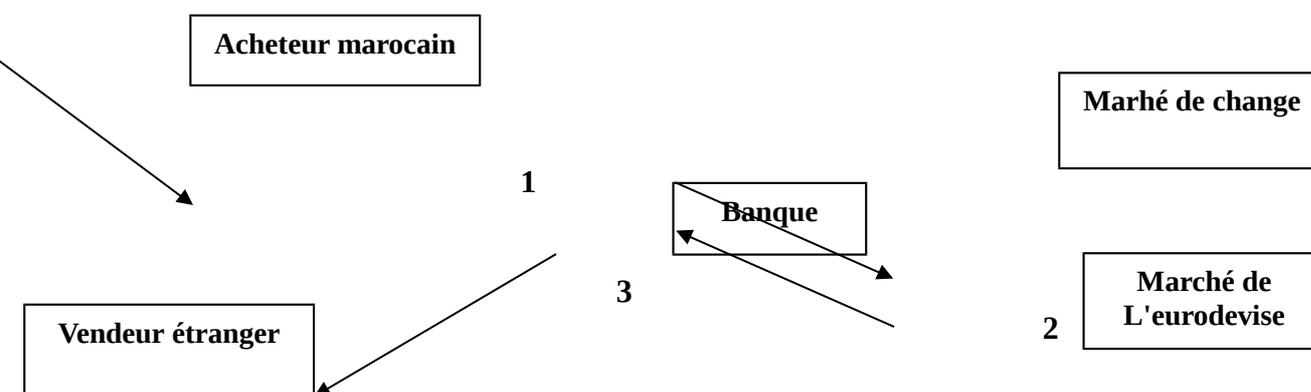
3 : La banque rembourse son emprunt en devises.

b. le dépôt en devises

En matière d'importation, le dépôt en devises est en quelque sorte l'opération inverse. Le schéma en est le suivant :

1. l'importateur achète les devises au comptant contre euro.
2. Il les place, par l'intermédiaire de sa banque, sur le marché de l'Euro-devise ;
3. Il les récupère à la date de règlement de l'importation.

Mise en place

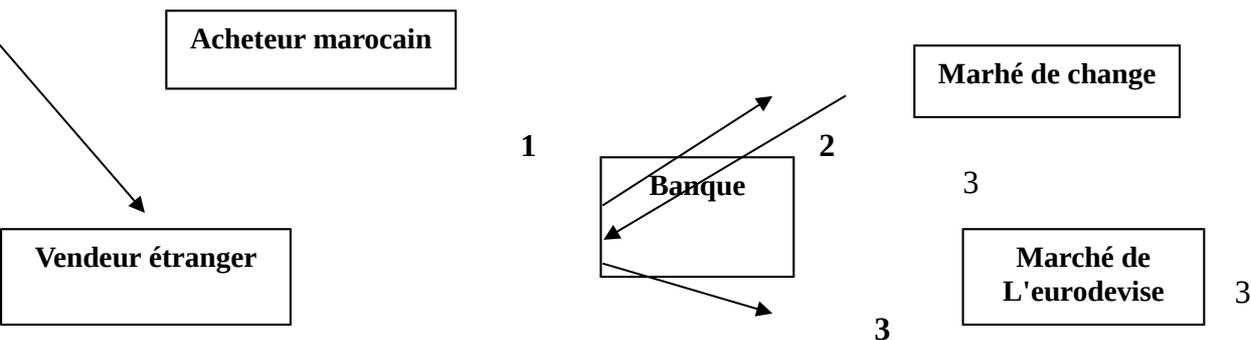


1 : l'acheteur demande à sa banque de payer le vendeur étranger

2 : La banque emprunte les devises

3 : La banque paie le vendeur du montant de la créance

Dénouement



- 1 : L'acheteur rembourse la banque en MAD
- 2 : La banque vend les MAD contre la devise
- 3 : La banque rembourse son emprunt

⇒ Les 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.

3. La trésorerie centralisée

La trésorerie centralisée conduit à des positions de trésorerie. Il s'agit d'une société mère qui possède plusieurs filiales à l'étranger, avec cette pratique les flux monétaires en devises sont regroupés dans un seul compte en devise mettant la société mère dans une position ouverte au risque de change. Cependant afin qu'elle puisse éviter cela, elle effectue aussitôt une couverture avant qu'elle effectue le transfert.

Entre une entreprise et une banque, la gestion de trésorerie devise est différente. En effet :

- ✓ **Pour une entreprise:**

Elle est soumise à des conditions bancaires qui sont négociables en fonction de la taille de l'entreprise. Plus elle est grande, plus les instruments de couverture seront attrayants, ainsi que les coûts de transfert tels que les options de change.

✓ **Pour une banque:**

La gestion centralisée en devise pour une banque a pour but de gérer les flux financiers et de fructifier les excédents sous forme d'investissements à court terme ou bien les mettre à la disposition de ses clients à des fins multiples tel que les opérations d'importation et d'exportation.

Face à ces opérations la banque est confrontée à une position de change, elle doit donc se couvrir et garder une marge avec laquelle elle ferme sa position. Le trésorier a l'obligation de suivre le cours de change tout au long des opérations de centralisation ou bien de placements car la volatilité des devises engendre des fluctuations qui auront un effet sur la rentabilité de l'opération.

Dans cette recherche d'optimisation de la gestion de sa trésorerie, le groupe va pouvoir augmenter son degré de maîtrise des opérations en remontant dans une société détachée, l'ensemble des soldes et risques. Chaque filiale gère indépendamment les flux découlant de son activité commerciale récurrente, mais va régulièrement remonter son solde bancaire en valeur.

Selon le type d'activité et les prévisions de sorties et rentrées d'argent, la régularité de cette opération va plutôt tendre vers un retour quotidien, hebdomadaire voire trimestriel. De cette organisation découle un certain nombre d'obligations pour les filiales.

Tout d'abord, le trésorier de la filiale se retrouve contraint de remonter ses excédents de trésorerie vers l'unité centralisatrice. De la même manière, à chaque fois que la filiale aura besoin de financer ses besoins, une seule solution se présentera à elle: faire état à la centrale de cette situation et lui demander le montant des capitaux nécessaires.

La responsabilité du trésorier filiale en matière de couverture du risque de change, disparaît par la même occasion. Ces risques se retrouvent centralisés, permettant ainsi une gestion plus affinée du problème. Afin de mieux optimiser les flux financiers et le risque de change, une solution efficace à ces problèmes est mise en œuvre qu'est le netting qui sera traité dans la partie des moyens de couverture.

IV. Les techniques de couverture contre le risque de change :

Les méthodes de couverture contre le risque de change varient d'une entreprise à l'autre, cela est fonction de la taille de l'entreprise et de la nature de son activité. Généralement, on distingue deux techniques de couverture :

- Techniques internes de couverture : ce sont des techniques ou bien des méthodes mises en place par l'entreprise elle-même pour diminuer le risque de change
- Techniques externes de couverture : l'entreprise peut recourir à d'autres possibilités telles que la couverture à terme, les swaps de change, de devise et les options de change.

1. Les techniques internes de couverture :

a. 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. Donc, l'entreprise aura deux possibilités pour ce couvrir contre ce risque, elle peut soit choisir la monnaie nationale soit choisir une autre devise.

❖ Choisir la monnaie nationale

En effet, pour éviter le risque de change, la plupart des entreprises, notamment les PME, choisissent de ne facturer ou de n'accepter que des transactions en monnaie nationale. 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.

❖ Choisir une devise

L'entreprise peut être amenée 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 ? Parmi les principaux critères à l'entreprise, il y a les critères internes et les critères externes.

Critères internes à l'entreprise :

- **les devises du portefeuille de l'entreprise** : l'entreprise peut opter pour une devise qui compense une position de change de sens contraire, annulant ainsi (totalement ou partiellement) son 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** : est ce que cette devise permet de bénéficier d'un cours à terme favorable ? d'avoir recours à un financement à faible taux d'intérêt ?

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

	Facturation en monnaie nationale	Facturation en devises
Avantages	<ul style="list-style-type: none"> - Le risque de change est inexistant puisqu'on connaît le montant exact de l'encaissement dès la conclusion du contrat. - La facturation en monnaie nationale offre des facilités au niveau comptable. Les opérations avec l'étranger sont comptabilisées comme des opérations nationales. -L'entreprise peut éviter une réduction potentielle de sa marge bénéficiaire suite à une évolution défavorable des cours de change. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'acheteur dispose d'une base de comparaison en ce qui concerne le prix. -Des financements en devises à taux attractifs sont possibles. -La facturation en devises donne une image de professionnalisme. - Concéder la facturation en devises peut donner la possibilité de négocier sur un autre point important du contrat -L'entreprise peut bénéficier d'une évolution favorable des devises.
Inconvénients	<ul style="list-style-type: none"> -Il y a transfert du risque de change sur l'autre partie, élément qui peut bouleverser le rapport de force dans la négociation. -La négociation peut s'avérer difficile suite à la méconnaissance du cours de la monnaie de transaction. -Perte potentielle liée à une évolution favorable de la monnaie étrangère qui aurait été choisie pour le contrat. -Une tarification en monnaie nationale est souvent accompagnée de clauses d'indexation rendant la protection illusoire. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une politique de gestion du risque de change peut devoir être mise en place. - La facturation en devises apporte des lourdeurs comptables, les comptes clients se présentant en devises. -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.

- **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.

Alors, 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. Le termaillage

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

L'exportateur ayant des créances en devises fortes, celles dont la valeur tend à s'accroître par rapport à la monnaie nationale, tend à allonger le crédit qu'il accorde et à repousser le paiement de son client. L'exportateur ayant des créances en devises faibles, celles dont la valeur tend à baisser par rapport à la monnaie nationale, cherche à raccourcir le crédit qu'il a consenti et donc à accélérer le paiement de ses clients étrangers.

L'importateur ayant des dettes en devises fortes accélère le paiement de ses fournisseurs et réduit le crédit qui lui a été initialement accordé. L'importateur ayant des dettes en devises faibles retarde le paiement de ses fournisseurs et négocie de nouveaux délais de paiement.

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

Donc, on peut dire que le termaillage peut être employé de trois façons :

- Comme méthode de couverture du risque de change, en modifiant la date d'un paiement ou d'un encaissement ou en modifiant les dates de réalisation des importations et des exportations
- Comme méthode de financement puisqu'il s'agit de trouver un financement plus intéressant que celui auquel l'entreprise a recours ou de profiter, à l'intérieur de groupes, notamment de capacités de financements excédentaires.
- Comme moyen de spéculation

c. La compensation

La compensation est une méthode de couverture par laquelle une entreprise limite son risque de change en compensant les encaissements et les décaissements dans une même monnaie.

En effet, 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.

Pour procéder à cette technique, deux conditions doivent être respectées:

La première condition réside dans le fait que l'entreprise doit être attentive 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). Par contre, La deuxième condition consiste à limiter la quantité de devises utilisées afin d'optimiser ce système de compensation. Cette pratique ne doit être employée que si l'entreprise dispose d'une bonne gestion de sa position de change, car elle doit « jongler » entre entrées et sorties de devises. Donc, cette pratique va donc engendrer des coûts supplémentaires liés à la gestion de ces devises.

- ❖ **La compensation bilatérale** : c'est une compensation qui peut également être employée 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
- ❖ Le « **Netting** » : c'est une technique de compensation spécifique aux grands groupes, Le but cette technique 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 seront exposées et gérées par le groupe et non par chacune des filiales.

d. Les 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. Dans ce cas là, 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.

❖ **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 et l'échéance. Ceci signifie qu'ils se partageront 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 multi-devises 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 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.

2. les techniques externes de couverture :

- Qu'est ce que la volatilité ?

Une des mesures qui permet de quantifier la variabilité des taux de change et d'apprécier le risque de change est la volatilité. La volatilité représente l'amplitude et la fréquence des variations du cours de change autour de la moyenne, au cours d'une période déterminée. On distingue généralement deux types de volatilités :

- La volatilité historique : il s'agit de la constatation ex post des fluctuations passées des taux de change. Mathématiquement, on la définit comme la mesure de l'écart type annualisé des fluctuations quotidiennes des taux de changes sur une certaine période.
- La volatilité implicite : il s'agit d'un indicateur qui permet de mesurer l'amplitude, anticipée par le marché, des variations futures de cours. Elle est considérée comme la meilleure prévision de volatilité future quelque soit le sous-jacent.

- De quoi est composé le panier MAD ?

Le régime de change fixe rattache la monnaie domestique à une devise étrangère ou à un panier de devises avec une parité fixe. En effet, certains pays, dont le Maroc, définissent la parité de leur monnaie par rapport à un panier de devises de référence. Ainsi, le système de cotation du dirham est fondé sur un panier de devises principales avec différentes pondérations. Le rattachement à ces devises permet entre autres d'éviter toute spéculation contre dirham.

Bank Al-Maghrib (BAM) a procédé le 25 avril 2001 à un réaménagement du panier et à une dévaluation d'environ 5% du dirham par rapport aux principales devises pour renforcer l'ancrage de la monnaie nationale sur l'Euro, ce qui a eu pour effet de réduire davantage l'impact de la variabilité du taux de change EUR/MAD et une appréciation de la variabilité de la parité USD/MAD (accroissement du risque de change Dollar).

En effet, La détermination de la pondération des principales devises dans le panier dirham montre que notre monnaie nationale dépend approximativement à hauteur de 25,22 % du dollar et 74,78 % de l'euro.

Il est à signaler que les méthodes de couverture contre le risque de change varient d'une entreprise à l'autre, cela est fonction de la taille de l'entreprise et de la nature de son activité. Généralement, on distingue deux techniques de couverture :

- Techniques internes de couverture : ce sont des techniques ou bien des méthodes mises en place par l'entreprise elle-même pour diminuer le risque de change
- Techniques externes de couverture : l'entreprise peut recourir à d'autres possibilités telles que la couverture à terme, les swaps de change, de devise et les options de change.

a. Le change à terme :

Le change à terme est un échange de 2 devises à une date (la date de valeur) et un cours (cours à terme) négociés. Ce type de contrat permet de fixer à l'avance un cours entre 2 devises, et donc de se couvrir contre le risque de change.

Les caractéristiques d'une opération de change à terme sont donc:

- La devise principale
- Le sens (achat ou vente) par rapport à la devise principale
- La devise secondaire (devise vendue pour un achat, devise achetée pour une vente de la devise principale)
- Le cours "spot"
- Les points de terme: le cours à terme = cours spot + points de terme
- La date de négociation
- La date de valeur: date à laquelle les devises seront effectivement échangées

Donc comment peut-on déterminer le cours à terme ?

Le cours à terme dépend de plusieurs paramètres :

- Le cours au comptant le jour de la négociation
- La durée de la couverture
- Le différentiel entre les taux d'intérêts des devises échangées sur la période considérée

Ainsi par exemple, si le taux d'intérêt en Dirham est supérieur au taux d'intérêt en devise, la devise est dite en report. Ce report vient s'ajouter au cours comptant de la devise cotée. Si le taux d'intérêt en Dirham est inférieur au taux d'intérêt en devise, la devise est dite en déport. Ce dernier est alors retranché du cours comptant de la devise cotée. Dès lors, le cours à terme est calculé selon la formule suivante :

$$CAT = \frac{CS + CS | Tx DD - Tx DC| * n / 360}{1 + (Tx DD * n / 360)}$$

CS : le cours au comptant
n : le nombre de jours
DD : taux de la devise directrice
DC : taux de devise de contrepartie

Les cours à terme ne sont pas cotés en tant que tels sur le marché. Par contre pour chaque devise on connaît les taux de prêts / emprunts sur les différentes échéances. Ce sont ces taux qui vont servir à calculer les cours à terme.

Cas d'exportateur :

Un Exportateur recevra en contrepartie de sa marchandise un montant de USD 1 million, à échéance 3 mois.

Les données sur le marché sont les suivantes :

- Taux d'intérêt d'un placement MAD à 3 mois: 3 %- 3.45%
- Taux d'intérêt d'un emprunt en USD à 3 mois : 1.8% - 2 %
- Cours spot: USD/MAD= 8.7730 - - 8.9095

CAT = 8.7948

La construction du prix pour l'opération de couverture se fera comme suit :

- Emprunt USD à 2%
- Vente spot USD à 8.7730
- Placement MAD à 3%

L'exportateur, pour neutraliser tout risque de change, fixera avec sa banque un taux de 8.7948 par exemple, c'est-à-dire que quel que soit le cours à l'échéance, l'exportateur cédera ses dollars à 8.7948.

⇒ Si le cours à l'échéance est de 8.2500, l'exportateur est à l'abri d'une perte de change et réalisera son opération à 8.7948

⇒ En revanche, si le cours à l'échéance est de 9, l'opération se fera tout de même à 8.7948 et l'exportateur ne pourra pas bénéficier de l'évolution favorable du cours.

Cas d'importateur :

Un importateur versera en contrepartie de l'achat d'une marchandise un montant de USD 1 million, à échéance 3 mois.

Les données sur le marché sont les suivantes :

- Taux d'intérêt d'un placement MAD à 3 mois: 3,8% - 4,0 %
- Taux d'intérêt d'un emprunt en USD à 3 mois : 2,1 % - 2,6%
- Cours spot : USD/MAD= 8.7730 - 8.9095

CAT = 8.9361

La construction du prix pour l'opération de couverture se fera comme suit :

- Prêt USD à 2.6%
- Vente spot USD à 8.9095
- Emprunt MAD à 3.8%

⇒ Si le cours à l'échéance est de 8,5080 l'importateur accusera une perte d'opportunité puisqu'il sera obligé de traiter au cours de 8.9361

⇒ En revanche, si le cours à l'échéance est de 9,8000 l'importateur sera à l'abri et réalisera son opération au cours de 8.9361

b. Les swaps de devises

Le swap est un accord conclu avec une contrepartie d'échanger une monnaie contre une autre à une date et à un cours déterminés, avec engagement de réaliser l'opération inverse à une date ultérieure avec un cours également déterminé .

Cette opération se fait par l'intermédiaire d'un banquier qui se charge de trouver la contrepartie qui sera intéressée par le fait de recevoir la devise nationale de l'entreprise en swap. Cependant, l'échange se fait pour le montant du capital et pour le montant des intérêts.

➤ LE DEROULEMENT DES SWAPS

Le swap de devise se déroule en trois phases :

- Echange du nominal de chaque dette ;
- Echange des intérêts ;
- Remboursement du nominal de chaque dette + des intérêts.

Exemple

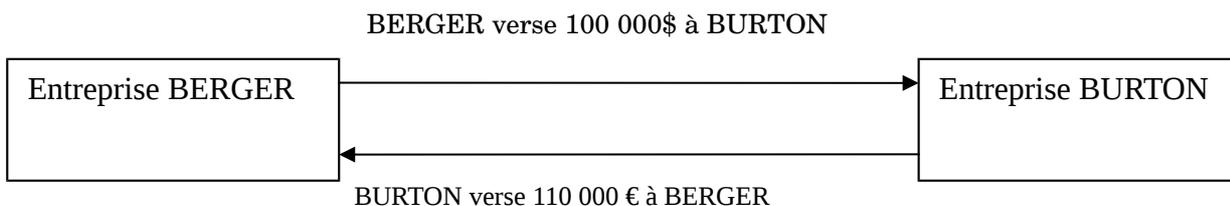
L'entreprise BERGER a contracté le 1^{er} septembre N un emprunt de 100 000 \$ pour financer un important projet d'investissement aux Etats-Unis.

Cet emprunt est remboursable in fine le 1^{er} septembre N+3 au taux de 5%.

Elle désire se couvrir contre une fluctuation des cours du dollars et signe un swap de devise avec la société BURTON qui a contracté le 15 septembre N un emprunt de 110 000 € remboursables in fine le 15 septembre N +3 au taux de 6,5% le cours du dollar est de 1\$=0,91€.

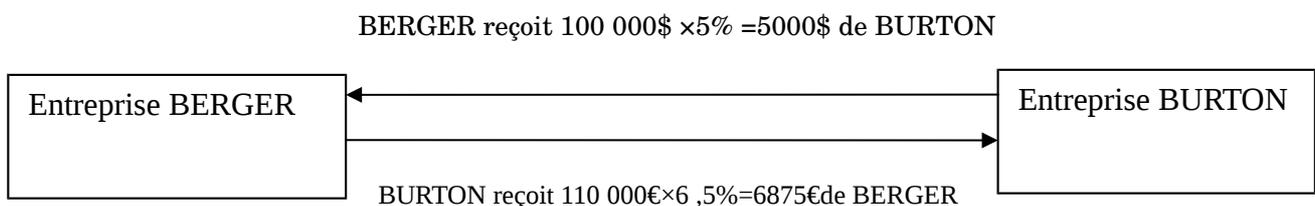
1) Principe :

Echange du nominal de chaque dette



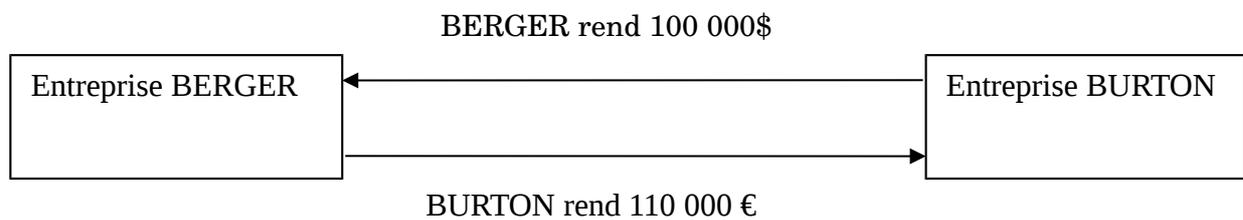
2) Echange des intérêts

Les deux entreprises choisissent de verser, à chaque échéance, les intérêts respectifs de leur dette. Soit aux dates anniversaires de leur emprunt : 1er septembre de chaque année.



Chaque entreprise peut donc payer à sa banque le montant des intérêts d'emprunt

3) Remboursement du nominal de chaque dette + des intérêts.



Au plan de risque de change, le swap de devise s'apparente à une série de contrat de change à terme.

c. Les options de change :

Une option de change est un contrat qui confère à son acquéreur le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un montant déterminé de devises à un cours fixé, appelé prix d'exercice, à une certaine date ou pendant une certaine période, moyennant un prix appelé prime, ou « premium ».

Le principal avantage des options de change est de permettre non seulement d'être à l'abri du risque de change, mais de pouvoir bénéficier d'une éventuelle évolution favorable du cours de change. En effet, l'achat d'une option de change permet soit de s'assurer un cours maximum d'achat, soit un cours minimum de vente d'une devise dans une autre devise, tout en conservant la possibilité de bénéficier d'une évolution favorable.

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. 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.

Les situations de l'acheteur d'option et du vendeur d'option sont différentes. L'acheteur de l'option a un risque de perte limité au montant de la prime et un risque de gain illimité. Le vendeur de l'option a un risque de perte illimité et un risque de gain limité à la prime.

Couverture

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.

Exemple :

Une entreprise a acheté, le 1^{er} octobre N, des marchandises aux USA pour 300 000 USD qu'elle doit régler dans trois mois. A cette date, le cours du dollar est de 0,90 €.

Pour se couvrir contre une éventuelle hausse du dollar, l'entreprise négocie sur le MATIF des contrats d'options USD/€, échéance décembre, prix d'exercice 0,873€, prime : 1,85%.

Au 31 décembre N, le cours du dollar est de 0,893€.

Pour se protéger contre une hausse des cours, l'entreprise va **acheter des options d'achat.**

$$\text{Le nombre d'options} = \frac{300\,000}{100\,000} = 3$$

Une option porte en général sur une parité de 100000

Au moment de la signature du contrat, une prime sera versée par l'entreprise

$$= 1,85 \times 3 \times 100\,000 \times 0,90 = 4995 \text{ €}$$

Il s'agit du cours au comptant le jour de la négociation du contrat.

Le 31 décembre N ? Calculer le résultat de l'opération.

Le cours du dollar a effectivement augmenté. (On compose le cours au 31/12 avec le cours correspondant au prix d'exercice) l'entreprise exerce son option, c'est-à-dire qu'elle va acheter des dollars au prix convenu ; à savoir : 0,873€.

Le trésorier de l'entreprise réalise un résultat :

$$(3 \times 100\,000 \times 0,873) - 4995 = 256\,905 \text{ €}$$

Qu'aurait-il fait si le cours du dollar au 31 décembre N s'était élevé à 0,825€ ?

Présenter le graphique correspond.

Réponse :

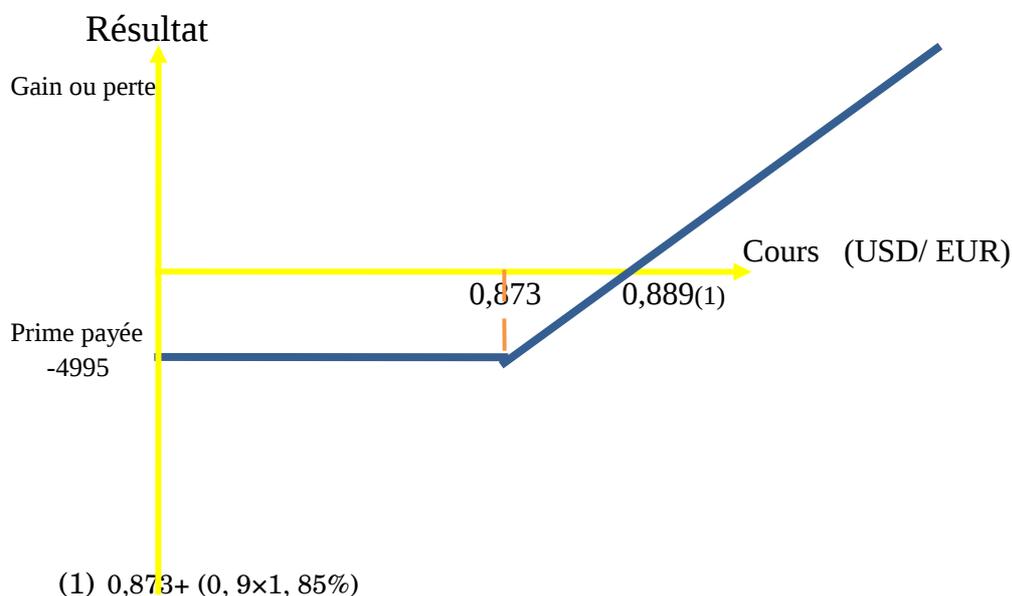
Si le dollar cote 0,825€ il abandonne l'option et perd la prime, car le cours a baissé (il devra déboursier moins).

Toutefois, il profite de la baisse du dollar.il peut acheter des dollars sur le marché des devises à 0,825€. Le trésorier de l'entreprise réalise un résultat :

$$(3 \times 100\,000 \times 0,825) - 4995 = 242\,505 \text{ €}$$

Le cout pour 1\$ = $0,825 + 1,85\% \times 0,9 = 0,84165$.

Achat d'un call USD / EUR



- Si le cours du dollar est **supérieur à 0,873 €** alors l'acheteur **exerce l'option**. Il obtient le dollar à un **prix garanti de 0,873 moins la prime payée**.
- Si le cours du dollar est **inférieur à 0,873 €** alors l'acheteur **abandonne l'option**. Il perd la prime, mais il achète le dollar **au comptant à un prix plus avantageux**

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-paiements tels que l'affacturage ou l'assurance-crédit permettent, moyennant coût supplémentaire, d'obtenir une protection contre le risque de change.

Tous ces moyens de couvertures externes sont accordés par les salles des marchés de nos banques marocaines sous forme de produits destinés à répondre aux besoins des entreprises (Annexe I Page 44).

Techniques de couverture	Avantages	Inconvénients
Facturation en monnaie nationale	<ul style="list-style-type: none"> - Utilisation simple. - Coût nul. - Protection complète contre le risque de change. 	<ul style="list-style-type: none"> - Commercialement mauvais car tout le risque est transposé sur l'acheteur ou le vendeur. - Ne permet pas de bénéficier d'une évolution favorable des cours de change.
Termaillage	<ul style="list-style-type: none"> - Coût quasi nul. - Méthode spéculative (basée sur l'évolution plus ou moins favorable des cours de change) 	<ul style="list-style-type: none"> - Utilisation compliquée : basée sur l'estimation de l'évolution des cours de change. - Nécessite une trésorerie saine.

Clause d'indexation	<ul style="list-style-type: none"> - Utilisation simple - Coût faible 	<ul style="list-style-type: none"> - Risque souvent partagé entre acheteur et vendeur - Négociation difficile - commercialement pas toujours apprécié.
Compensation	<ul style="list-style-type: none"> - Risque aléatoire (l'entreprise doit réussir à compenser les flux entrant et sortant !) - Coût lié à la gestion soutenue de la position de change. 	<ul style="list-style-type: none"> - Nécessite une gestion suivie de la position de change de l'entreprise. - Demande un nombre limité de monnaies de facturation.
Police d'assurance de change	<ul style="list-style-type: none"> - La couverture dès remise de l'offre est possible. - Possibilité de bénéficier d'un gain de change pour certaines polices. - Risque nul. 	<ul style="list-style-type: none"> - Coût élevé. - Réservé aux courants d'affaires importants. - Pas de gain de change dans la formule de base.
Marché des Changes à terme	<ul style="list-style-type: none"> - L'entreprise connaît le cours définitif appliqué à son opération, ce qui lui permet de maîtriser son prix de revient - Le change à terme est un produit de couverture qui ne nécessite aucun suivi particulier - Le produit est facile et accessible à toutes les entreprises - Il est disponible sur plusieurs devises et pour toutes les échéances 	<ul style="list-style-type: none"> - Peu adapté aux risques aléatoires, le contrat est irrévocable. - Impossible de profiter d'une évolution favorable du cours.
Avance en devises	<ul style="list-style-type: none"> - Trésorerie reconstituée dès l'expédition. - Outil de financement de la trésorerie. - Coût lié à l'emprunt (= coût du financement) mais pas à la couverture. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pas de gain de change possible.
Option de devises	<ul style="list-style-type: none"> - Possibilité d'abandonner l'option et de bénéficier d'un gain de change : convient bien aux risques incertains. 	<ul style="list-style-type: none"> - Prime perdue si le risque disparaît (pas de commande). - Limité à des opérations commerciales de montants importants.

CONCLUSION

C'est ainsi que dans le cadre d'une économie internationale caractérisée par les fluctuations du taux de change, taux d'intérêt, la gestion des risques ne devient désormais, plus un luxe, mais bien une nécessité.

Cependant, on peut dire que le taux de change d'une monnaie représente un indicateur de la vigueur, de la stabilité et de la productivité d'une économie ainsi que de la valeur de ses titres financiers. Les fluctuations du taux de change peuvent avoir un impact important sur les

particuliers et sur les entreprises en d'autres termes les variations du taux de change ont une influence significative sur les décisions des agents économiques.

Lorsque le taux de change baisse, le montant de la dette libellée en devises étrangères s'accroît et le prix des importations augmente. Donc, tout bien importé utilisé dans la production nationale devient alors plus cher, ce qui engendre une augmentation du prix des biens produits et peut mener à l'inflation.

Or, le régime de taux de change choisi par un gouvernement peut avoir des conséquences importantes pour l'ensemble de l'économie. Lorsqu'il s'agit d'un régime convenablement structuré, le pays bénéficiera d'une stabilité accrue, parce que le taux de change est l'indicateur qui permet de diriger les flux de capitaux internationaux vers les utilisations les plus productives. S'il choisit un régime mal adapté à ses besoins, il peut y avoir instabilité ainsi que crise monétaire et crise financière généralisée.

C'est pour cela que les autorités monétaires doivent prendre des mesures efficaces à sa politique de change pour une bonne conduite de sa politique monétaire.

Annexe I

Les produits offerts par les banques¹:

- o **SOCIETE GENERALE:**
 - Le change à terme fixe
 - Le change à terme à échéance variable

¹ Source l'économiste Magazine N°7 Décembre 2008 page 112

- Le change à terme à cours unique
 - Le swap de change
 - Le swap de dette (devise/dirham)
- o CREDIT DU MAROC**
- Les contrats à terme
- o BMCE**
- Le change à terme
 - Les options de changes Plain Vanilla
 - L'option participative
 - L'option tunnel
 - Le Tunnel Zero Cost
 - L'option Spread
 - L'option à moyenne
 - L'option Airbag
 - L'option Auto-Bloquant
 - L'option Rétroviseur
- o BMCI**
- Le change à terme
 - Les options de changes Plain Vanilla
 - Le tunnel import/export
 - Le Call (Put) participatif
- o ATTIJARIWAFABANK**
- Le change à terme
 - Les options de changes Plain Vanilla
 - Le Call (Put) participatif
 - Le tunnel import/export
 - L'option Spread
 - Le terme dynamique
 - La couverture long-terme
- o GROUPE BANQUES POPULAIRE**
- Le change à terme
 - Les options de changes Plain Vanilla
 - Le tunnel import/export
 - La couverture à longue maturité (10 à 15 ans).

Bibliographie

- **Ouvrages :**

- ✓ **Technique financière internationale** : Michel Jura, 2ème édition
DUNOD

- ✓ **Finance de marché** : Pierre Ramage, Editions d'Organisation 2002
- ✓ **Finance** : Finance d'entreprise, finance de marché, diagnostic financier : Roland Gillet, Jean-Pierre Jobard, Patrick Navatte, Philippe Raimbourg, 2ème édition 2003 DALLOZ
- ✓ **Gestion du risque de change** : Patrice Fontaine, ECONOMICA (Gestion Poche)
- ✓ **Les marchés de changes** : Opérations et couvertures, Josette Peyrard, VUIBERT
- ✓ **Finance Internationale** : Yves SMON & Delphine LAUTIER ED Economica 2005
- ✓ **Guide BMCE CAPITAL** : Stratégies couverture du risque de change 2006
- **Mémoire** :
 - ✓ **Marchés des changes marocain** : Libéralisation, Organisation, Fonctionnement et gestion des risque de change DESA 2005 / Fatima SABIRI
- **Webographie**
 - ✓ <http://www.cambiste.info>
 - ✓ <http://www.eur-export.com>
 - ✓ <http://www.bkam.ma>
- **Magazine**:
 - ✓ **L'ECONOMISTE MAGAZINE** : N°7 Décembre 2008