



Université Abdelhamid Ibn Badis de Mostaganem

Faculté des sciences économiques et commerciales
et Sciences de gestion

Département des Sciences commerciales

MEMOIRE DE FIN D'ETUDE DE MASTER ACADEMIQUE

Filière : Sciences commerciales

Spécialité : FINANCE ET COMMERCE INTERNATIONAL

Thème

LA GESTION DES RISQUES DE CHANGE ET LEUR
COUVERTURE DANS UNE ENTREPRISE

Présenté par :

AZZEMOU MEHDI OMAR

ENCADRER PAR :

Mr Benzidane Hadj

Membre de jury :

NOM ET PRENOM	Présenté comme	Grade
Bouziane Ladjel	Président	Maitre conférence B
Benzidane Hadj	décideur	Maitre conférence A
Tarri Abdelkader	Examineur	Maitre assistant B

Année Universitaire : 2017 / 2018

SOMMAIRE :

Partie Théorique :

CHAPITRE 1	1
*Introduction générale.....	1
*SECTION 1 : Taux et marché de change et leur risque	3
II- Marché de change	8
III Les risques de change	11
II Les différents types des risques de change.....	21
*SECTION2 : L'inflation	14
1-Définition	14
II- Les mesure d'inflation	14
III-Les déterminants de l'inflation.....	16
CHAPITRE 2 : Transmission des variations du taux de change sur l'inflation	8
SECTION 1 : Les étapes de transmission des variations du taux de change sur l'inflation...22	
SECTION 2 : La relation liant le taux de change à l'inflation et ses conséquences...24	
Section 3 : La primordialité du contrôle d'inflation.....	30
Chapitre 3 : Les instruments de couverture contre les risques de change	36
SECTION 1 : Les instruments traditionnels de couverture du risque de change.....	38
SECTION 2 : Les nouveaux instruments de couverture du risque de change	57

Partie pratique

<u>Etude de cas</u> : cas de la Société Nationale des tabacs et allumettes.....	80
1-Présentation de la SNTA	81
2. Présentation du contrat	82
3. Calcul de la perte de change	84
4- Le besoin des opérateurs économiques à la couverture contre le risque de change.....	86
5- La possibilité du change à terme en Algérie	91
Conclusion générale.....	96
Liste des schéma.....	100
Liste des tableaux.....	100
Questionnaire	100
Bibliographie.....	102

Introduction générale

A l'heure de la globalisation et de la mondialisation, les entreprises ont l'obligation de s'adapter à un environnement sensible et instable qui est touchée par la forte poussée inflationniste qui a marqué la dernière décennie le climat d'incertitude générale s'est indubitablement traduit en des taux de changes instables.

Dans une économie ouverte, l'intégration des marchés de capitaux, les incertitudes monétaires et la croissance d'échange place les Entreprises actives devant un risque important lié aux fluctuations du taux de change

Ainsi, tous les acteurs du commerce international doivent prendre en compte cette donnée qui du reste, est capitale pour toute entreprise qui se veut performante.

Actuellement, avec la privatisation, l'émergence du secteur privé, l'ouverture du marché algérien aux investisseurs étrangers, les entreprises se trouvent en face d'un risque de change palpable. Cet environnement nouveau conjugué à l'impératif d'une meilleure rentabilité impose une gestion adéquate et un suivi permanent de ce risque.

Se pose alors la problématique suivante :

En peut mettre en place une couverture contre le risque de change?

Un certain nombre d'interrogations en découle :

- Quels sont les instruments de couverture contre le risque de change ?
- Peut rendre les entreprise plus rentable quand en mis en place une couverture contre les risques de change ?

Afin de répondre à ces questions, nous avons adopté une méthodologie descriptive et analytique qui s'articulera autour de deux partie :

*Partie théorique, composé d'une présentation générale du taux de change et marché de change et leur risque et l'inflation, et deux chapitres, le premier est transmission des

variations du taux de change sur l'inflation, le deuxième les instruments de couverture contre le risque de change ;

*Partie pratique, est l'étude de cas d'une entreprise Algérienne, cas de Société Nationale des Tabacs et Allumettes ;

*En conclusion, j'ai tenté de démontré quelque perspectives et des recommandations qui peuvent les entreprises Algérienne après leur mise en place, voir leur changement dans la voie de rentabilité financier.

SECTION 1 : Taux et le marché de change et leur risque

Vu le nombre de plus en plus grand des compagnies utilisant les outils de gestion des risques et le grand nombre de produits dérivés transigés dans les marchés financiers mondiaux, nous à fournie un des sujets qui suscitent une recherche dans le domaine de finance.

I – Définition et les types des taux de change

Le taux de change et le prix d'une devise en monnaie locale, Il résulte de la confrontation d'une offre et d'une demande, les cours de devises connaissent des fluctuations parfois de grande ampleur.

Il existe plusieurs types des taux de change :

-Taux de change nominal et réel

Le cours de change considéré jusqu'à présent est le cours normal. Le cours de change réel entre le monnaie de deux pays est quand à lui définie comme le pouvoir d'achat relatif de ces deux monnaies. Le pouvoir d'achat d'une monnaie étant égal à l'inverse du niveau de prix prévalant dans le pays considéré

- Taux de change bilatéral et effectif.

Il s'agit de la moyenne géométrique pondéré de cours de change bilatéraux vis-à-vis de ces principaux partenaires commerciaux. La pondération est en général le poids relatif de chaque pays étranger dans le commerce extérieur total du pays considéré

- Les taux de change sur les billets

Ce taux est applicable aux opérations de conversion de billet de banque. Ce taux est en général différent du taux sur les opérations en compte.¹

- Les taux de change au comptant

Ce taux est appliqué aux opérations immédiates (en général, deux jours ouvré après la date de transaction.

¹ Il existe des taux de change applicables aux opérations sur les chèques de voyages.

- Les taux de change à terme

C'est un taux fixé aujourd'hui auquel sera échangé à une date ultérieure (1, 2, 3,6 mois, un an) une quantité de monnaie nationale contre une monnaie étrangère.

B-Concept et les déterminants du change¹

B-1. Le solde de la balance des transactions courantes

Une balance des transactions courantes excédentaire devrait se traduire par une appréciation du taux de change ; inversement dans le cas d'une balance des transactions déficitaires.

B-2. La parité des pouvoirs d'achat (PPA)

Au cours des années 1920, un économiste suédois Gustav Cassel met en évidence la relation entre le taux d'inflation entre deux pays et le taux de change de leur monnaie. Ainsi, ce dernier doit s'établir de telle sorte que le prix national et les prix des produits étrangers soient identiques.

Ainsi, un pays qui subit une inflation plus forte que celle de ses partenaires commerciaux devrait voir sa monnaie dépréciée.

Ce mécanisme a longtemps fonctionné pour le franc français qui se dépréciait par rapport au mark notamment pendant les années 1980, le taux d'inflation en France étant supérieur à celui de l'Allemagne, surtout avant la réunification allemande.

B-3. L'influence des taux d'intérêt

Un placement doit théoriquement avoir la même rémunération, le même rendement quel que soit le pays considéré. Un investisseur place ses capitaux à l'étranger car il espère obtenir un gain soit de change, soit d'intérêt. Donc, la différence entre les taux de change doit compenser la différence entre les taux d'intérêt pour rendre l'investisseur indifférent entre les deux pays pour placer ses capitaux.

¹ Imen Themri, mémoire fin d'étude sur « la couverture contre les risques de change », université de Jandouba Tunis, 2007, p14

Si un pays désire augmenter le taux de change de sa monnaie, il peut le faire en attirant les capitaux, c'est-à-dire en relevant le taux d'intérêt.

La hausse des taux d'intérêt entraîne moins de sortie de capitaux nationaux, une diminution de l'offre nationale et une hausse du taux de change.

C - Les autres déterminants du taux de change¹

C-1. La théorie du portefeuille

Les titres (étrangers ou nationaux) qui ont le meilleur rendement vont être achetés par les détenteurs de capitaux, ce qui entraîne l'appréciation de la monnaie du pays où le titre a le meilleur taux d'intérêt.

C-2. La théorie de la sur réaction des taux de change

Les variations précédentes peuvent expliquer assez convenablement les variations des taux de change à long terme, mais certainement pas à court terme.

Selon certains économistes, l'instabilité des taux de change provient de ce que les vitesses d'ajustement sont différentes sur les marchés financiers et les marchés des biens et services. En fait, les prix (cours) sur les marchés financiers (actions, obligations, devises) s'ajustent instantanément aux variations de l'offre et de la demande alors les prix des biens et des services sont beaucoup plus rigides à court terme.

Ainsi, les mouvements des taux de change à court terme sont plus importants par rapport à ce qu'ils auraient été à long terme.

C-3. La théorie de la bulle spéculative

L'idée de base est qu'il peut y avoir des écarts durables entre les cours constatés et ceux qui découleraient des variables fondamentales, sans pour autant que les opérateurs soient irrationnels.

¹ Pierre-Noël Giraud (2004-2005):»Initiation à l'économie»,p.105-114.

Dans cette logique, il s'agit d'étudier comment les anticipations et le comportement des opérateurs agissent sur la détermination des taux de change. Il suffit que la majorité des opérateurs prévoient un cours, et agissent en fonction de ce pronostic, pour qu'il soit réalisé, ce qui renforce l'anticipation. Le cours correspond dès lors à sa valeur anticipée ; on dit que les anticipations sont autoréalisées : la « bulle » se forme.

Mais les « bulles » finissent par éclater car, selon le même principe de mimétisme qui avait prévalu lors de la formation de la « bulle », les rumeurs annoncent un jour le revirement des cours et les anticipations se portent alors vers la baisse.

Aujourd'hui, les facteurs financiers ont une plus grande influence sur le taux de change que les facteurs économiques.

Puisque la devise d'un pays est à la base une créance détenue sur la banque centrale de ce pays, la détention d'une devise étrangère peut être vue comme la détention d'une créance « à vue » sur le pays qui l'a émise.

Sur le court terme

Les taux de changes varient fortement au cours d'une même journée, ces variations ne peuvent pas être expliquées par la théorie de la Parité du Pouvoir d'Achat (PPA). Dans ce cadre d'analyse de court terme, il est nécessaire de se référer à d'autres explications.

Ces variations quotidiennes reposent sur la notion de *rentabilité anticipée des dépôts en devises*. Les agents économiques détermineront leur demande des différentes devises en fonction de la rentabilité qu'ils anticipent de dépôts dans ces devises.

Imaginons un agent vivant dans la Zone Euro, il se demande s'il est plus rentable de détenir des dépôts en euros ou des dépôts en dollars.

D'un autre côté, s'il compte placer ses dépôts en dollars, ils lui rapporteront un taux d'intérêt anticipé i_f (taux d'intérêt sur les dépôts aux Etats-Unis), c'est-à-dire cette fois le taux d'intérêt américain. La différence est que, comme notre agent est européen, il désirera les retrouver en euros, d'où la nécessité de les reconvertir dans cette devise. Par conséquent, il doit aussi prendre en compte la variation du taux de change entre les devises sur la période de son dépôt.

Notre agent va donc arbitrer entre ces deux rendements (c'est-à-dire choisir le meilleur). Un agent américain ferait la même chose mais à l'inverse.

Ces rentabilités dépendent, comme nous venons de le voir, en premier lieu des taux d'intérêt anticipés et de la valeur anticipée du taux de change. L'évolution des taux d'intérêt (et donc des taux de change) dépend des données suivantes :

- l'inflation anticipée relative
- les variations des barrières commerciales relatives
- les variations de demande de biens relatives
- de la croissance anticipée relative

Toutes ces valeurs sont considérées comme relatives car elles sont à considérer à chaque fois relativement à l'autre économie. Plus clairement, si l'inflation anticipée est de 2 % aux Etats-Unis et dans la Zone Euro, l'inflation anticipée relative est nul, donc aucun effet.

Sur le long terme :

A long terme, les monnaies doivent théoriquement se rapprocher des parités d'équilibre obtenues à partir de paramètres structurels. Les déséquilibres et, beaucoup plus rarement, les équilibres, dans la valorisation des devises, se mesurent à partir des parités de pouvoir d'achat (PPA).

La parité de pouvoir d'achat, si elle est utile pour les comparaisons internationales de niveau de vie, où des marges d'erreur de quelques pourcents ne sont pas significatives, son utilisation pour l'analyse du marché des changes doit être effectuée avec la plus grande prudence.

D- Rôle du taux de change¹ :

Le taux de change joue plusieurs rôles potentiellement en conflit les uns avec les autres.

C'est tout d'abord un prix extrêmement important dans les petites économies ouvertes sur l'extérieur.

¹ M Becker : Les marchés à terme d'instrument financiers , édition 1998, p144

Il s'agit d'un prix directeur essentiel dont les fluctuations peuvent être très coûteuses pour la stabilité interne. C'est une variable qui détermine à la fois les flux des échanges des biens et services et elle exerce une pression importante sur la balance de paiements, le niveau général des prix ainsi que d'autres variables macroéconomiques clés.

Le taux de change fournit aussi un instrument d'ajustement en cas de choc économique, car une modification du taux de change permet de modifier instantanément l'ensemble des prix relatifs du pays par rapport au reste du monde. Ce sont les mouvements du taux de change qui permettent de maintenir la cohérence entre les situations et les politiques économiques dans un monde de plus en plus interdépendant dans lequel ces politiques ne sont pas toujours coordonnées.

Un gouvernement ne peut pas décider des prix de sa monnaie en monnaies étrangères, c'est-à-dire de ses taux de change.

Ces prix résultent de la confrontation de l'offre et de la demande sur les marchés de changes.

II- Marché de change et leur type :

Le marché des changes est la première manifestation concrète de la réalité internationale, ou tous agents économique soit entreprise, traiteur ou emprunteur en devises est immédiatement confronté.

Le volume journalier moyen des transactions sur le marché des changes représente trois (3) plus le volume de tous les marchés futures et actions mondiaux combinés. En 2007, c'était l'équivalent de 3 500 milliards de dollars qui ont ainsi été échangés chaque jour sur le marché des changes, et se compose le marché de change à :

1- le marché au comptant ¹ ;

Le marché au comptant, appelé aussi « marché spot », est le marché sur lequel les devises sont échangées entre banques. Le marché est qualifié de comptant : les opérations d'achat et de

¹ Gilles Nancy. « Gestion du risque de change et mouvements de capitaux » : Economica 1976, p29

vente s'effectuent au jour du cours de la transaction mais les livraisons de devises s'effectuent dans les deux jours ouvrables (48 h).

Fondamentalement, jusqu'au milieu de la décennie 1990, le marché des changes était un marché interbancaire.

Les transactions étaient décentralisées auprès de nombreuses institutions financières ; chacune d'elles étant soumise à l'intense concurrence de toutes les autres.

Il serait faux cependant de croire que le marché se réduisait à des échanges entre banques pour au moins 2 raisons¹ :

- en premier lieu, les intervenants sur le marché des changes se sont diversifiés et de nombreux opérateurs particulièrement actifs aujourd'hui sur le marché des changes n'ont pas un statut bancaire ;
- en deuxième lieu, de nouveaux compartiments se sont développés au début de la décennie 1970. Ces compartiments sont des marchés boursiers (on utilise parfois l'expression (marché organisé pour les opposer au marché de gré à gré considéré aussi comme organisé). Ils sont dotés d'une chambre de compensation et c'est en leur sein que sont négociés des contrats à terme (future contracts) et options sur les contrats à terme (options ou futures).

Depuis 1995, l'introduction de la technologie dans le marché des changes au comptant (courtiers électroniques, plate-forme de transaction Internet) en a profondément transformé la physionomie. De gré à gré qu'il était, le marché est devenu un marché quasi boursier. Décentralisées qu'elles étaient, les transactions électroniques d'une telle qualité que le marché interbancaire des produits dérivés est à son tour.

2 - Le marché de change à terme

« Le marché des changes à terme est le comportement de marché de changes sur lequel la livraison de monnaies échangées peut s'effectuer avec un certain délai « supérieur à deux jours ouvrables »¹.

¹ Op, p95.

c) Les opérations :

Les motivations pour s'adresser aux marchés des changes :

1/ Arbitrage : L'arbitrage est une activité indispensable qui permet à un marché d'être efficient. La technique consiste à repérer les imperfections de toute nature de marché et d'en tirer profit sans aucune prise de risque.

2/ Spéculation : « Les spéculateurs sont les poumons du marchés sans lesquels il ne saurait y avoir une fluidité des cotations »²

Contrairement aux arbitragistes, les spéculateurs cherchent à faire des gains en prenant des risques, selon leurs degrés d'aversion au risque, ils vont chercher à liquider leurs positions à très court terme.

3/ Couverture : La couverture correspond à l'essence même du marché des changes et des nouveaux instruments financiers. Cette opération s'adresse principalement aux banques, aux institutions financières ou assimilées et aux entreprises. Il correspond au transfert au marché de change d'un risque que l'on ne souhaite plus assumer³.

La position peut être générée par l'activité normale de l'entreprise qui doit emprunter ou prêter sur une période future des capitaux libellés dans une devise. Le risque à couvrir est un risque de taux à l'inverse du risque pris par un emprunteur ou un investisseur qui s'est volontairement placé sur une devise étrangère et qui veut s'assurer que les fluctuations des cours de change ne viennent pas trop affecter la stratégie adoptée. Ces derniers achèteront en réalité une garantie de change.

¹ Gilles Nancy. « Gestion du risque de change et mouvements de capitaux » : Economica 1976, p99

² M Becker : Les marchés à terme d'instrument financiers , p157

³ M Becker : Les marchés à terme d'instrument financiers , p157

III Les risques de change :

Le risque de change, c'est-à-dire le risque de perte en capital liés à variations futures du taux de change, c'est fortement accru avec le flottement des monnaies et le développement des transactions commerciales et financières internationales¹.

Certains auteurs² limitent la notion de risque de change « aux pertes éventuelles susceptibles d'affecter du fait des variations des parités ou des cours de change des monnaies étrangères les revenus de l'entreprise libellés en devises étrangers ».

« Par contre d'autres auteurs³, jugent que cette conception du risque de change est restrictive dans la mesure où par cette définition seule les pertes éventuelles de l'entreprise sont concernées. Par ailleurs, la gestion elle-même du risque est réduite à sa plus simple expression puisque son objectif est la minimisation de ce risque. C'est pour qu'oui selon eux, la notion du risque de change puisse être étendue".

Au gain éventuel pouvant résulter d'un comportement cambiaire adopté à la situation du marché sans autant l'assimiler au concept de spéculation pure.

Le risque de change encouru naît de la différence entre la monnaie utilisée pour la comptabilisation d'une transaction ou monnaie de facturation. Ce risque dépend également du délai de paiement c'est-à-dire du laps du temps qui s'écoule entre la date de la signature du contrat et le règlement de l'opération. Ces éléments déterminent ce qu'on appelle habituellement la position de change de l'entreprise.

Notion de position de change⁴ :

La position de change d'une entreprise est définie comme étant le solde des créances (ou des avoirs) et des engagements (ou des dettes) en devises de cette entreprise. C'est la conséquence des opérations libellés en devises avec l'étranger, et apparaît ainsi comme « le montant de l'enjeu net soumis au risque des fluctuations monétaires»

¹ Imen Themri, mémoire fin d'étude sur « la couverture contre les risques de change », université de Jandouba Tunis, 2007

² P. Prissert « La gestion du risque de change » Revue Banquière, Octobre, 1973, p131

³ Gilles Nancy. « Gestion du risque de change et mouvements de capitaux » : Economica 1976, p127

⁴ Gilles Nancy. « Gestion du risque de change et mouvements de capitaux » : Economica 1976, p139

La position de change est dite « fermée » si ce solde est nul, dans le cas contraire comme longue si le solde est positif (avoirs supérieurs aux engagements en devises) ou comme courte s'il est négatif (avoirs inférieurs aux engagements en devises)

On peut distinguer deux types de mesure de positions de change : la position de change comptable et économique.

2- Les types des risques de change

A- Les risques liés aux opérations commerciales :

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

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

B- Les risques liés aux opérateurs financières :

Le développement international d'une entreprise et les investissements réalisés à l'étranger peuvent engendrer plusieurs types de risques. Ces risques de change peuvent porter soit sur les flux financiers provenant des filiales par exemple, le paiement des devises ou des redevances, soit porter sur la valeur des actifs possédés à l'étranger et la conversion de la valeur de ces actifs en monnaie nationale dans les comptes consolidés¹.

Notons enfin, qu'il peut exister un *risque de change conditionnel* résultant, par exemple, des cautions souscrites en faveur des filiales à l'étranger.

C- Les risques liés aux opérateurs économiques

Le risque de change économique est lié au futur de l'entreprise. Par définition, il est donc difficile à apprécier et à mesurer. En effet, il s'agit de prendre en compte toutes les conséquences que pourra avoir une variation du taux de change sur une entreprise (c'est-à-dire sur ses coûts de

¹ P. Prissert « La gestion du risque de change » Revue Banquière, Octobre, 1973, p138

production, sur son chiffre d'affaires...). La rentabilité de l'entreprise et sa compétitivité peuvent être remises en cause du fait de variations de change.

Ce risque de change économique est parfois appelé risque de compétitivité, risque induit ou encore risque industriel.

D- L'apparition du risque de change

Le risque de change apparaît dès lors que l'entreprise a recours à une devise étrangère pour traiter des opérations commerciales ou financières.

En effet, des variations des cours de change vont entraîner des fluctuations de valeur de ces éléments libellés dans une devise différente de celle que l'entreprise utilise pour établir ses documents financiers.

Dans ce cas, des gains ou des pertes de change vont apparaître. De fait, le risque de change est lié à l'abandon du système de parité fixe en 1971.

Lorsqu'il s'agit d'une exportation, l'entreprise subit une perte de change lorsque la devise étrangère (c'est-à-dire sa devise de facturation) baisse tandis qu'elle obtient un gain de change si la devise s'apprécie.

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 notamment :

- *le risque de change aléatoire ;*
- *le risque de change conditionnel*
- *le risque de change réel ou certain*

SECTION2 : L'inflation

1- Définition

Selon la conception initiale et conformément à l'étymologie, le terme inflation est advenu du latin «inflatio» c'est à dire enflure. Originellement, l'inflation a été considérée comme le gonflement de la masse monétaire en circulation via une émission excessive de billets de la part des banques centrales, s'il n'y avait pas de construction de richesse, les prix augmentent comme conséquence directe. Aujourd'hui, on associe cette conséquence à la définition de l'inflation¹.

Pour ne pas prendre des chemins détournés et afin de la cerner, nous tenant la définition la plus admise par les économistes « L'inflation est la hausse durable et auto-entretenu du niveau général des prix »².

La paraphrase de cette citation se base sur l'assemblage des trois concepts dans la logique suivante :

· Définie comme la **hausse du niveau général des prix**, l'inflation ne consiste pas simplement en l'augmentation d'un seul prix ou d'une seule catégorie de prix, comme la hausse du prix du pétrole ou du prix de l'énergie par exemple. C'est l'augmentation de la moyenne de l'ensemble des prix. De ce fait, si les prix du pétrole subissent un choc à la hausse, il n'y a pas d'inflation tant que cette hausse ne touche que le pétrole et ses dérivés vu qu'on se trouve au niveau d'un seul secteur, celui de l'énergie. Par conséquence, il ne suffit pas de constater la hausse du prix d'un bien pour qu'on puisse parler d'inflation, encore, faut-il qu'un mouvement d'ensemble se déclenche, affectant ainsi la totalité des prix. On parle ainsi du second attribut de l'inflation.

2- Les mesures d'inflation³

- **L'indice des prix à la consommation** : C'est un indicateur général du coût de la vie. Il mesure l'évolution de l'ensemble des prix des biens et des services consommés par les

¹ P. Prissert « La gestion du risque de change » Revue Banquière, Octobre, 1973, p131

² Vincent .D et Nathalie .G (2004)«Exchange rate and inflation targeting in Morocco and Tunisia»,p.2-14,Septembre

³ Imen Themri,mémoire fin d'étude sur « la couverture contre les risque de change », université de Jandouba Tunis, 2007

ménages. Il sert au calcul des variations des paiements effectués par le gouvernement. L'IPC est le plus important et le plus largement utilisé.

- **L'indice de référence** : Pour évaluer la tendance de l'inflation, la banque centrale juge très utile de se servir d'un indice de référence qui constitue une variance de l'indice des prix à la consommation. Cet indice représente 16% du panier de l'IPC les plus volatiles. Mais, à condition que les variations de ses huit composantes n'aient que des effets temporaires sur l'inflation, l'indice de référence et l'IPC global afficheront des profils d'évolution similaires à moyen terme.
- **Le déflateur de PIB** : il fournit le prix moyen des biens dans le PIB et donc des biens finaux produits par l'économie. Cette mesure donne une image plus globale et plus exacte de l'inflation, mais ses délais d'établissement sont beaucoup plus longs.

Cet indice a plusieurs limites ⁽¹⁾:

- Les grands changements que subissent les habitudes de consommation ainsi que l'apparition de nouveaux produits et services. Etant donné qu'il est difficile de mesurer les changements des prix attribuables à des variations de la qualité des produits et à d'autres variables, l'IPC peut comporter un certain biais de mesure qui l'empêche de refléter parfaitement l'évolution.
- La principale difficulté dans la réalisation de l'indice est l'innovation qui se traduit par l'apparition de nouveaux produits ou services ou d'une nouveauté dans un ancien produit.
- L'indice des prix à la consommation peut indiquer une hausse des prix quand une personne au profit marginal constaterait une baisse.
- Une limite de l'IPC comme instrument est qu'il se fonde sur le panier du consommateur moyen.
- Une autre difficulté qui se pose et qui correspond au changement dans la répartition des achats des consommateurs. Lorsque le prix d'un bien augmente une année plus vite que les prix des autres biens et que sa part dans la consommation diminue, il y a une difficulté à faire un lien avec l'année précédente.
- Le contenu du panier est adapté périodiquement, autrement « quand les prix montent, les ménages adaptent leurs achats aussi ». Ceci signifie que le ménage moyen défini ne peut pas dépenser plus qu'il gagne, l'augmentation du coût du panier est automatiquement

¹ Vincent .D et Nathalie .G (2004)«Exchange rate and inflation targeting in Morocco and Tunisia»,p.2-14,Septembre

limitée à l'augmentation de ses revenus. En effet, le ménage ne peut pas payer des prix plus élevés. Et dans ce cas, l'IPC devient une grande tromperie puisqu'il exprime l'évolution des revenus du ménage moyen plus que la montée des prix.

- Nous ajoutons aussi que pour plusieurs pays et dans plus d'un marché, il y'a une différence notable entre prix réels et prix affichés, ce qui va influencer l'IPC qui ne reflète pas donc la réalité du marché. D'où, il y'a urgence à corriger cet indice des prix qui peut nous donner un faux taux d'inflation. Le panier de la ménagère doit tenir compte de l'inflation importée essentiellement par le fait de l'augmentation des prix des carburants, et donc donner plus de visibilité dans la composition de ce panier, aux coûts galopants et continus de l'énergie.

3-Les déterminants de l'inflation

Le non unanimité des économistes qui se sont penchés sur la question des causes de l'inflation a produit divers théories, dont on peut les utiliser comme piliers pour la classification des sources de l'inflation. A cet effet, trois catégories de déterminants de l'inflation ont été repérées ; les déterminants d'ordre monétaire, les déterminants d'ordre structurel et l'inflation par la demande et par les coûts.

a)Les déterminants d'ordre monétaire

Lorsqu'on aborde la question des causes de l'inflation, la théorie monétaire tient le devant de la scène vu son antiquité, son développement profond et sa consolidation par un nombre important d'économistes. Dans cette catégorie de sources d'inflation, on va attrouper deux déterminants, à savoir la masse monétaire et le seigneurage.

Le seigneurage constitue un autre déterminant d'ordre monétaire de l'inflation ; défini comme le revenu tiré par le monopole de l'émission de la monnaie, le pouvoir public recourt à ce type de procédure, dans des circonstances particulières, pour monétiser son déficit budgétaire. Le financement du déficit résulte ainsi d'une modalité de taxation parce que « les pouvoirs publics (gouvernement et banque centrale conjointement) obtiennent des biens et des services des citoyens et des entreprises (travail des fonctionnaires, voitures, armes, infrastructures) en échange de quelque chose qui ne leur coûte rien, l'argent. »¹

¹ Michael Burda, Charles Wyplosz, Jean Houard (2002) : « Macroéconomie: Une perspective européenne », De Boeck Université.

b) Les déterminants d'ordre structurel :

Selon cette approche structurelle, les déterminants de l'inflation résident dans les mutations et les régulations dans les structures économiques, fonctionnant le mécanisme des prix dans un cadre de marché imparfait. Divers déterminants ont été repérés par les structuralistes : *les régulations monopolistiques, L'indexation des salaires sur les prix, Les rigidités sectorielles.*

c) Inflation par la demande et inflation par les coûts

On ne peut pas disloquer l'approche de l'inflation par la demande et l'approche de l'inflation par les coûts dans la mesure où elles se complètent pour l'explication la plus traditionnelle de l'inflation. Dans ce qui suit, on avance les principaux motifs de la hausse de la demande et de l'augmentation des coûts de production, qu'on peut les interpréter comme déterminants indirects de l'inflation.

Finalement, et dans la mesure où les prix des produits pétroliers infligent leur présence dans les coûts de production de n'importe quel bien, le pétrole fait l'objet d'une menace sérieuse sur les équilibres macro économiques de n'importe quel pays.

Dans ce chapitre on a vu le taux et le marché de change et l'inflation, pour nous faciliter de voir la relation entre l'inflation et le taux de change dans le chapitre précédent, qui va s'articuler notre étude.

Introduction

Nous étudions dans le premier chapitre, le point en lequel les fluctuations du taux de change ont comme effet un changement des niveaux d'inflation. Donc nous identifions et à l'issue de plusieurs travaux théoriques, un processus de répercussion des variations du taux de change

sur les prix à la consommation ainsi que la relation liant ces deux variables en mettant en exergue leurs étapes, les incidences de cette liaison, les facteurs affectant le degré de transmission et les principales implications pour la politique monétaire d'une atténuation de ce degré.

L'étude de mécanisme de transmission des variations du taux de change sur les prix à la consommation traite un lien entre la politique monétaire, l'inflation et l'incidence des variations du taux de change sur les prix à la consommation ⁽¹⁾.

Autrement dit, la relation entre les fluctuations du taux de change nominal et l'évolution des prix à la consommation a des conséquences pour la politique monétaire et la politique de change. Ainsi, une meilleure compréhension de ce lien nous aidera à mieux cerner les facteurs qui influent la détermination des prix.

La transmission des variations du taux de change désigne en général à la fois la répercussion sur les prix d'importations et sur les prix à la consommation mais on va dans notre étude seulement s'intéresser à des prix à la consommation.

2-Evolution théorique ²:

Le sujet de la transmission des variations du taux de change sur l'inflation a suscité diverses analyses :

La loi du prix unique et la parité du pouvoir d'achat (PPA) posent que la transmission des variations du taux de change sur les prix des importations en monnaie nationale est toujours immédiate et complète, c'est-à-dire qu'une dépréciation de la monnaie nationale se répercute entièrement sur ces prix.

Selon la théorie de l'adaptation des prix au marché « pricing to market », la transmission des variations du taux de change aux prix pourrait être incomplète (c'est-à-dire qu'une partie seulement de la dépréciation se transmette au prix) car les producteurs étrangers peuvent accepter de baisser leur marge bénéficiaire pour préserver leur part de marché. Pour ces deux lois, la

¹ Voir Campa, J. M and L. S Goldberg (2004): «Exchange rate pass-through into import prices», London: Centre de Recherches Economiques), document de travail n° 4391 et Leigh, D et M Rossi (2002): «Exchange rate pass-through in Turkey», document de travail n°02/204 (Washington: FMI).

² Dans cette section, la répercussion du taux de change fait référence à la répercussion sur les prix des importations qui, à leur tour, ont un effet sur les prix à la consommation.

répercussion du taux de change fait référence à la répercussion sur les prix des importations qui, à leur tour, a un effet immédiat sur les prix à la consommation.

Taylor (2000) affirme que la transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation augmente avec le niveau d'inflation, autrement dit, il montre qu'un régime crédible de faible inflation se prête à une faible répercussion, alors qu'une persistance d'une inflation élevée est positivement corrélée au niveau de répercussion. L'hypothèse sous-jacente est que lorsque la politique monétaire gagne en crédibilité et en efficacité pour maintenir le taux de d'inflation à un faible niveau, la répercussion diminue car les entreprises s'attendent à ce que les variations des prix soient moins persistantes. Elles ont donc moins tendance à modifier leurs prix face à un choc de taux de change car elles anticipent que les autorités monétaires vont agir énergiquement pour stabiliser l'inflation intérieure.

Plus précisément, Goldfajn et Werlang (2000) constatent que le degré de transmission dépend de l'activité économique. Autrement, les déclin dans l'activité économique réduisent l'espace de rendement et compensent l'impact d'une dépréciation du taux de change sur l'inflation.

Choudhri et Hakura (2001) constatent, en étudiant le processus de transmission des variations du taux de change sur les prix en Inde qu'une répercussion faible pourrait apporter plus de souplesse dans la conduite d'une politique monétaire indépendante et faciliter la mise en place d'un régime de ciblage d'inflation.

Dans le même contexte et dans un grand échantillon de 122 pays, Devereux et Yetman (2003) trouvent que Les politiques de redéploiement des dépenses destinées à résoudre les difficultés de balance des paiements reposent sur le rôle du taux de change pour rediriger les achats des consommateurs vers les produits nationaux au détriment des produits importés.

En outre, Devereux (2001) ajoute que dans un régime de change flexible, une faible transmission des variations du taux de change sur les prix à la consommation peut contribuer à stabiliser la production et l'inflation. Ce régime de change peut permettre à la fois de réduire les variances de production et d'inflation. C'est pourquoi une répercussion faible des variations du taux de change sur les prix à la consommation pourrait apporter plus de souplesse dans la conduite d'une politique monétaire et faciliter la mise en place d'un régime de ciblage d'inflation.

Campa et Goldberg (2004) prouvent qu'une dépréciation du taux de change augmente le coût des produits importés, les firmes en concurrence imparfaite peuvent choisir d'absorber totalement ou partiellement l'augmentation des coûts de production, réduisant ainsi, la répercussion sur les prix à la consommation. Les services de distribution isolent les prix à la consommation des produits échangeables car ils peuvent ajuster es marges bénéficiaires pour absorber les fluctuations du taux de change.

Frankel et autres (2005) examinent si le changement du degré de transmission des variations du taux de change est expliqué par le changement du taux d'inflation indiqué par l'indice des prix à la consommation ou le contraire, il s'agit donc d'une analyse de causalité.¹

Pour le cas de l'économie turque, Kara et Ogunc (2005) confirment que la répercussion des mouvements du taux de change sur les prix internes s'est affaiblie après l'adoption du régime de flottement libre, ceci peut revenir à la bonne préparation à la transition vers ce régime.

Mwase (2006) démontre que la répercussion de variations du taux de change sur l'inflation est incomplète et donc qu'une partie seulement des mouvements du taux de change se répercute sur les prix intérieurs en Tanzanie. Pour lui, la diminution du degré de répercussion peut être en raison d'une baisse d'inflation, d'une productivité plus élevée ou d'une concurrence accrue. Pour lui, d'autre facteurs comme les rigidités nominales et l'ajustement lent des prix des produits importés peuvent rendre les prix intérieurs moins réactifs aux mouvements du taux de change ce qui peut retarder la répercussion des variations du taux de change aux prix intérieurs.

SECTION 1 : Les étapes de transmission des variations du taux de change sur l'inflation

¹ Op , p 144

Le processus de transmission des variations du taux de change est représenté par la relation entre le taux de change nominal et le niveau des prix intérieurs.

Ce processus de transmission comprend deux étapes ¹ :

1.1. Transmission aux prix à l'importation :

Une dépréciation de la monnaie nationale a généralement comme effet attendu d'accroître les prix des biens importés. Si elle se répercute entièrement sur les prix des importations, la transmission est dite « complète ». Il est toutefois important de souligner que la transmission sera complète si le coût marginal des échanges internationaux est constant (les coûts des échanges internationaux sont constitués de tous les éléments qui créent des écarts entre les prix des biens sur les marchés intérieur et extérieur) ,Par contre, si une partie seulement de la dépréciation est transmise aux prix des importations, la transmission est partielle ou incomplète.

Le degré et la vitesse de la transmission aux prix des biens importés sont fonction de plusieurs facteurs², dont principalement: La durée prévue de la dépréciation, les coûts liés à l'ajustement des prix et les conditions de la demande.

Betts et Devreux (1996) ont adopté l'hypothèse d'une certaine rigidité des prix des importations dans la monnaie locale, c'est-à-dire que les prix des importations ne sont pas entièrement préétablis mais mettent un certain temps à ajouter. Dans ces conditions, l'ampleur de la transmission dépend du degré de rigidité des prix des biens importés, autrement dit, plus ces prix sont rigides dans la monnaie des pays importateurs, plus le degré de transmission est faible.

1.2. Transmission aux prix à la consommation :

Le panier de consommation utilisé pour calculer l'indice des prix à la consommation d'un pays comprend habituellement des biens produits au pays et des biens importés de l'étranger. Le degré de transmission des variations du taux de change à l'IPC sera donc fonction du taux de

¹ Devereux, M B et Yetman. J (2003): «Price-setting and exchange rate pass-through: theory and evidence», in *Price adjustment and monetary policy*, Novembre, p. 359-371 (Ottawa: banque Canada)

² Campa, J. M and L. S Goldberg (2005): «Exchange rate pass-through into import prices», London: Centre de Recherches Economiques), document de travail n° 4391,p. 683-690

transmission aux prix des biens importés de la part occupée par les importations dans le panier des biens de consommation et de la réaction des produits intérieurs aux mouvements du taux de change. En supposant que les prix des produits intérieurs sont insensibles aux variations du taux de change, il y a deux raisons au moins pour lesquelles la transmission aux prix à la consommation peut ne pas être intégrale même si la transmission aux prix à l'importation l'est.

« Premièrement, les coûts de distribution comme les coûts de transport, de commercialisation et de services, peuvent créer des écarts entre les prix à l'importation et les prix à la consommation, écarts qui fluctueront si les distributeurs ajustent leurs marges bénéficiaires en réaction aux mouvements de la monnaie locale, deuxièmement, l'application de stratégies de prix différentes par les grossistes étrangers et les détaillants locaux à l'égard des produits vendus sur le marché national peut expliquer que la transmission aux prix à la consommation soit inférieure à la part des biens importés dans le panier de l'IPC même si la transmission aux prix à l'importation est complète. Cela peut être le cas, par exemple, lorsque les sociétés étrangères exportatrices fixent leurs prix dans la monnaie de leur pays, pendant que les détaillants locaux préfèrent les établir dans la monnaie nationale. Toutefois, comme il a été mentionné précédemment, les prix des produits nationaux fluctuent généralement en fonction des mouvements du taux de change, ce qui contribue aussi à expliquer pourquoi le taux de transmission de ces mouvements aux prix à la consommation n'est pas nécessairement égal à la part qu'occupent les importations dans le panier de l'IPC, et ce, même si la transmission aux prix à l'importation est intégrale »¹.

Généralement, dans les pays qui ont un taux d'inflation peu élevée et une devise stable, on peut s'attendre à ce que l'impact des mouvements du taux de change soit faible.

Enfin, l'impact des changements du taux de change sur l'inflation domestique peut être modifié en contrôlant l'inflation par l'établissement des nouvelles politiques monétaire et de change en s'orientant vers un assouplissement du taux de change et un cadre de ciblage d'inflation.

Section 2 : La relation liant le taux de change à l'inflation et ses conséquences

¹ Devereux, M B et Yetman. J (2003): «Price-setting and exchange rate pass-through: theory and evidence», in *Price adjustment and monetary policy*, Novembre, p. 359-371 (Ottawa: banque Canada)

2.1. Incidences de la transmission des variations du taux de change sur les prix à la consommation :

Les variations du taux de change ont inévitablement des effets sur les prix à la consommation dans une petite économie ouverte, ces effets peuvent être directs ou indirects, selon qu'ils s'exercent directement sur les prix ou par le biais de leurs répercussions sur la composition ou sur le niveau de la demande globale et sur les salaires.

Plus particulièrement, le taux de change influence directement l'inflation par le biais des biens importés et indirectement l'économie réelle par le biais du commerce extérieur ainsi que par le canal des anticipations.

Les variations du taux de change se transmettent directement aux prix des produits importés. Cependant, la hausse de coûts que subissent les producteurs et les détaillants en raison de la dépréciation de la monnaie locale est rarement répercutée entièrement et immédiatement sur les prix à la consommation. Cela se fait dans une proportion et à une vitesse qui peut dépendre de plusieurs facteurs, dont la conjoncture de la demande, le coût d'ajustement des prix et la perception de la durée de la dépréciation de la monnaie local.

La dépréciation de la monnaie a pour effet de modifier la composition de la demande, en stimulant tant la demande intérieure que la demande extérieure de produits nationaux. D'une part, le renchérissement des produits importés entraîne un accroissement de la demande extérieure, qui exerce à son tour des pressions à la hausse sur les prix intérieurs. D'autre part, la dépréciation du dinar rend plus compétitifs les produits d'exportation, dont le prix en devises étrangères diminue automatiquement. La demande s'accroissant, le prix des produits nationaux exportables risque à son tour d'augmenter, ce qui s'ajouterait aux pressions à la hausse déjà exercées sur les prix intérieurs par l'augmentation du prix des biens importés. L'accroissement de la demande des produits extérieurs entraîne aussi une augmentation de la demande de main-d'œuvre et, peut-être, des hausses de salaires qui seront, à leur tour, répercutées sur les prix¹.

¹ Devereux, M., (2001):«Monetary Policy, exchange rate flexibility, and exchange rate pass-through», in revisiting the case for flexible rates, banque de Canada, p. 47-82.

Les conséquences des variations du taux de change sur l'inflation dépendent de nombreux facteurs. Toutefois, ce qu'il faut retenir, c'est que l'inflation dépend en fin de compte de la politique monétaire et que les variations du taux de change sont elles mêmes tributaires de l'orientation de la politique monétaire. Une politique monétaire axée sur la maîtrise de l'inflation ne permet pas aux variations du taux de change de dégénérer en spirale inflationniste. Certes, une dépréciation du dinar se traduit, à court terme, par une hausse du taux d'inflation, mais en longue période ce taux retourne vers l'objectif visé. Les attentes d'inflation sont un important déterminant de l'évolution de l'inflation, et, dans la mesure où elles se fondent sur les objectifs de la politique monétaire, elles contribuent à faciliter ce retour. La conjoncture actuelle, caractérisée par un taux d'inflation bas et des attentes d'inflation faibles, reflète la détermination de la politique monétaire actuelle qui veille à ce que des changements de prix relatifs (comme ceux qui découlent des variations du taux de change) n'alimentent pas un processus inflationniste continu¹.

En plus, les variations du taux de change provoquent des variations de prix relatifs.

Si le revenu nominal ne change pas, l'augmentation du prix des biens importés liée à la dépréciation du taux de change réduit le revenu réel des consommateurs et généralement la part du revenu consacrée aux autres biens, de sorte que la demande et le prix de certains biens diminuent aussi.

¹ Kang, S et Y Wang (2003): «Fear of inflation: exchange rate pass-through in East Asia», document de travail n° 03-06 (Seoul: institut internationale de l'économie de Corée).

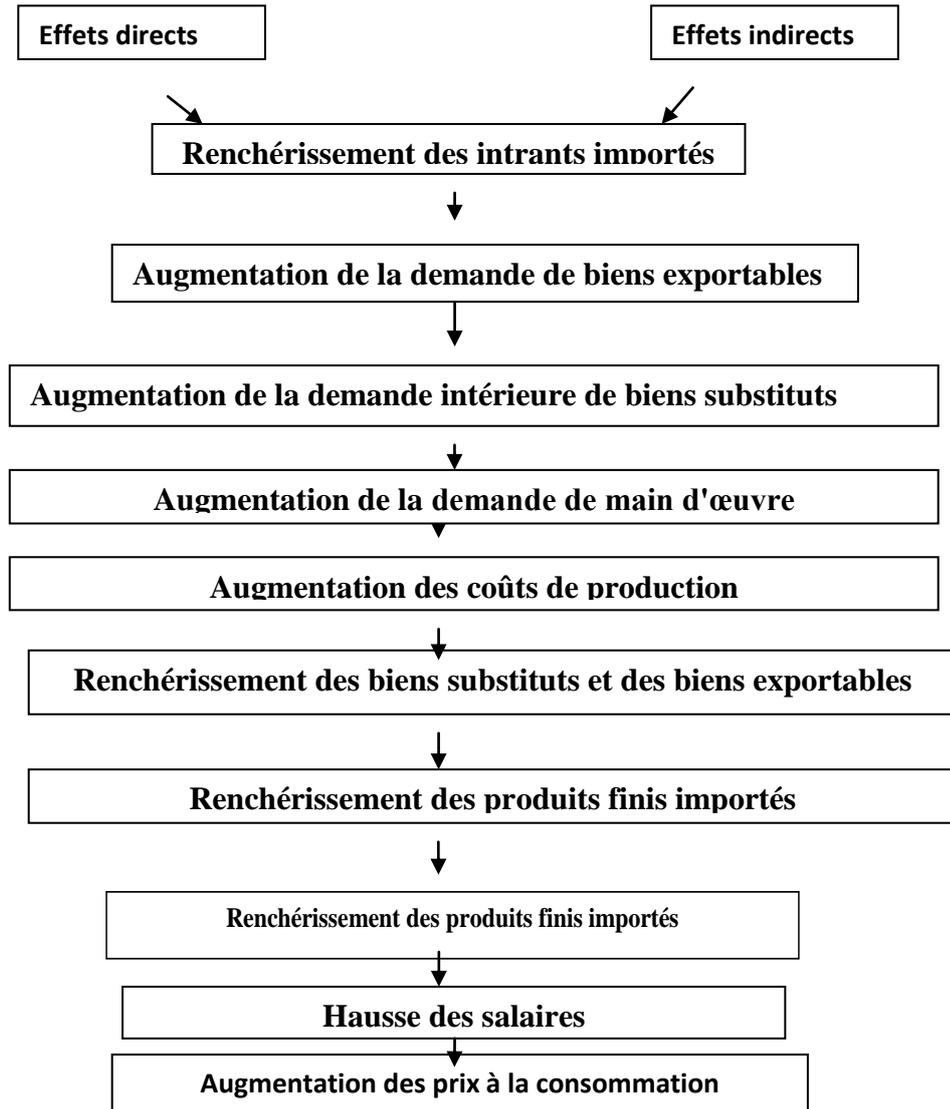


Schéma représente les canaux transmission de l'évolution du taux de change à l'inflation¹

Etant donné le degré élevé d'ouverture une économie, le taux de change joue un rôle fondamental dans le mécanisme de transmission de la politique monétaire, d'autant plus que l'état s'approche d'un système de change entièrement flottant et qu'elle s'oriente vers un cadre de ciblage de l'inflation.

¹ Cette figure représente les canaux de transmission de l'évolution du taux de change à l'inflation. Ce schéma tient en compte uniquement des effets directs et indirects d'une appréciation du taux de change (dépréciation de la monnaie nationale). Ainsi, une dépréciation du taux de change (appréciation de la monnaie locale) aura des effets inverses (voir Lafèche, T. (1996-1997), Revue de la Banque du Canada et Zulfiqar Hydar, Sadar Shah(2004),p.4).

Il est essentiel de comprendre les mécanismes de transmission de la politique monétaire pour conduire une politique monétaire efficace.

D'où, la primordialité d'évaluer la transmission des variations du taux de change aux prix à la consommation car le degré de réaction des prix à la consommation aux variations du taux de change a d'importantes conséquences pour la politique monétaire.

La répercussion des variations du taux de change sur les prix intérieurs signale dans quelle mesure les fluctuations du taux de change agissent sur les prix à la consommation.

Les prix à la consommation subissent l'effet direct des variations des prix des produits intermédiaires finis importés, mais aussi les effets indirects des fluctuations du taux de change sur la demande globale.

Par exemple, une dépréciation du taux de change affecte les exportations nettes, qui exercent à leur tour une pression à la hausse sur les prix intérieurs par le biais de la demande globale.

Il arrive toutefois que les prix à la consommation ne réagissent pas au taux de change lorsque les variations des coûts des importations sont absorbées par des intermédiaires dans les circuits de distribution.

Autrement dit, le degré de répercussion du taux de change dépend de l'état de la concurrence sur le marché intérieur de biens importés et du comportement d'adaptation des prix au marché¹.

En outre, Gagnon et Ihrig (2004) constatent que l'incidence des variations du taux de change sur les prix dépend en partie de facteurs macroéconomiques, en particulier, la rigidité des prix qui s'explique par les coûts que leur ajustement entraîne pour les entreprises et l'ajustement lent des prix des produits peuvent rendre les prix intérieurs moins réactifs aux mouvements de taux de change. Dans ce cas, la répercussion des variations du taux de change aux prix est retardée, mais elle n'est pas nécessairement incomplète.

¹ Voir Kara et Ogunc(2005) : «Exchange rate pass-through in Turkey :It is slow,but is it really low ?» ,département de recherche (CBRT), document de travail n° 05/10,Avril.

Plus important, un taux de change flexible peut permettre de réduire la variance de l'inflation et une répercussion faible des variations du taux de change sur les prix pourrait apporter plus de souplesse dans la conduite d'une politique monétaire et faciliter la mise en place d'un régime de ciblage de l'inflation.

Alors, il est d'un grand intérêt pour les décideurs des pays en voie de développement, de comprendre les effets des fluctuations du taux de change nominal sur les prix à la consommation pour décider la conduite de leurs politiques monétaire et de change, surtout s'ils libéralisent leur marché de capitaux et assouplissent leur régime de change.

2.2. Les facteurs affectant le processus de transmission

Les principaux facteurs affectant le degré de transmission des variations du taux de change sur l'inflation¹, ainsi :

- Plus le taux d'inflation et sa volatilité sont grands, plus le degré de répercussion n'est grand. Autrement dit, la crédibilité et l'efficacité de la politique monétaire ainsi qu'un maintien d'un bas taux d'inflation abaisse le degré de transmission.
- Le degré de répercussion dépend de la part des importations dans le panier de consommation (plus le rapport de pénétration d'importation est grand), plus le degré de répercussion n'est grand.
- La composition de l'indice des prix à la consommation affecte ce degré puisqu'il diffère selon les diverses catégories. Par exemple, le degré de transmission des variations du taux de change aux produits manufacturés s'avère moins important par rapport aux produits énergétiques et de matières premières.

Les déformations commerciales résultant des tarifs et des restrictions quantitatives, agissent en tant que barrière à l'arbitrage des marchandises entre les pays et mènent à abaisser le degré de répercussion.

¹ Khundrakpam, Jeevan K.: »Economic reforms and exchange rate pass-through to domestic prices in India«, document de travail de la banque d'Inde BIS n°225, p.1-4.

- Il faut aussi insister sur l'impact des développements internationaux de prix du pétrole qui peut souvent être tordu par les changements des impôts spéciaux de consommation. Donc il s'agit d'une déclaration de l'influence des prix à l'importation et la dépréciation de la monnaie nationale qui peut conjointement être prises en compte car la dépréciation plus élevée mènerait à des coûts de production plus élevés, qui traduisent alternativement des prix internes plus élevées.
- Ce degré dépend aussi de la période de l'appréciation et la dépréciation du taux de change et donc de la taille du changement pendant des périodes diverses.

Plus important, la prise en compte de ces facteurs et de ces incidences est insuffisante pour décrire d'une façon précise le degré de transmission des variations du taux de change sur les prix à la consommation.

Pour l'évaluer, il faut aussi tenir compte des implications que ce degré a sur les politiques monétaires et de change.

Section 3 : La primordialité du contrôle d'inflation¹

Au cours des dix dernières années, de nombreux pays en voie de développement ont réduit leur taux d'inflation et sont entrés dans une ère de stabilité relative des prix. Bien que de nombreux facteurs puissent avoir concouru à cette évolution, il est généralement admis que l'adoption de régimes de politique monétaire plus crédibles a joué un rôle important. Le fait que l'avènement d'un climat de bas taux d'inflation ait coïncidé avec la baisse observée du degré de transmission des variations des taux de change a popularisé l'idée selon laquelle ces deux phénomènes pourraient être liés.

Taylor (2000) a été l'un des premiers à formuler explicitement l'hypothèse que le passage à une faible inflation dans de nombreux pays industrialisés peut réduire le degré de transmission des variations du taux de change aux prix intérieurs. Selon lui, ce degré de transmission est essentiellement fonction de la persistance des chocs de prix et de taux de change, laquelle tend à diminuer dans une économie où le taux d'inflation est bas et où les politiques monétaire et de change sont davantage crédibles d'où la primordialité d'assouplir le taux de change et de s'orienter vers un cadre de ciblage d'inflation.

Pour les pays en voie de développement, le fonds monétaire international (FMI) et la banque mondiale (BM) et dans le cadre d'une instauration d'un régime flexible de flottement libre, ils la demandent de redéfinir un cadre de politiques monétaire et de change qui la permettent de contrôler l'inflation.

3.1. Assouplissement du taux de change

Le contrôle d'inflation implique le ciblage du taux de change réel. C'est une politique économique compatible avec le maintien de la compétitivité.

Au cours des années 1990, les pays en voie de développement généralement ont adopté une politique de ciblage du taux de change effectif réel (TCER) visant à contrôler l'inflation et préserver la compétitivité de l'économie. Cette politique qui consistait à ajuster périodiquement le taux de change nominal de façon à maintenir le taux de change effectif réel constant, a donné des

¹ Voir Ben Ali M.S. (2006): «capital account liberalization and exchange rate regime choice, what scope for flexibility in Tunisia?» Institut William Davidson, document de travail n° 815, p.1-22.

résultats bons dans la mesure où le pays a évité les écueils du ciblage du TCER, c'est à dire la persistance d'une inflation élevée et un désalignement du taux de change. L'absence des chocs significatifs, une politique macroéconomique prudente et la rigidité des prix ont été les principaux facteurs sous-jacents à un niveau d'inflation relativement faible¹.

Notons que le régime de change choisi par les pays en voie de développement permet une telle flexibilité, puisque le ciblage porte sur le taux de change réel qui est un indicateur de compétitivité et non nominal, par rapport à deux monnaies, ce qui permet de compenser certains des mouvements de l'une ou l'autre de ces monnaies.

En revanche, c'est un ciblage peu contraignant dans la mesure où cette politique rattrape en quel que sorte tout impact de la politique interne sur la compétitivité externe.

En outre, les pressions à la hausse qui se sont exercées sur la monnaie nationale ces dernières années s'expliquent par l'augmentation des entrées de capitaux, qui semblent avoir dominé la tendance à l'appréciation réelle de la monnaie découlant des écarts de croissance de la productivité.

Dans ce cas, si le taux de change nominal ne peut pas s'apprécier en réponse à l'afflux de capitaux parce que les autorités interviennent pour maintenir une parité, les tensions inflationnistes vont s'accumuler et le taux de change réel tendra à s'apprécier par le biais d'une accélération de l'inflation intérieure.

Pour éviter d'arriver à cette situation, les banques centrales ont souvent cherché à stériliser les entrées de capitaux qui sont venues gonfler leurs réserves.

Mais, dans le meilleur des cas, ces opérations ne sont efficaces qu'à court terme. Autrement, étant donné la taille relativement faible des marchés financiers intérieurs par rapport au volume des flux de capitaux internationaux, les efforts de stérilisation tendent à perdre leur efficacité avec le temps. Ainsi, les objectifs de maîtrise de l'inflation et de stabilité du taux de change poursuivis par les autorités deviennent de plus en plus manifestes.

¹ Voir Mouley.S (2000): «Les déterminants et le choix optimal du régime de change en Tunisie dans la perspective d'une intégration dans la zone euro», annals d'économie et de gestion n°11.

D'où, les BC a privilégié le ciblage du taux de change réel dans le cadre des objectifs affichés de stabilité, de réaction à la forte volatilité des termes de l'échange et surtout de contrôle d'inflation.

Donc et dans un contexte d'augmenter la libéralisation du compte de capital, la banque centrale peut intervenir sur le marché de change pour défendre sa devise.

Il devient aussi adéquat de s'orienter vers une politique de ciblage d'inflation pour atteindre une situation durable de faible inflation.

En revanche, à mesure que l'économie des pays en voie de développement poursuit son intégration dans l'économie mondiale par la libéralisation de son compte de capital, l'assouplissement du taux de change pourrait aider ses pays à stabiliser l'inflation.

Ainsi, s'agissant du taux de change, les autorités monétaires de ses pays ont cherché, jusqu'à la fin de la dernière décennie, à cibler le taux de change effectif réel. Cependant et selon le rapport de la Banque mondiale (Janvier 2003), depuis l'an 2000, les banques central ont limité ses interventions sur le marché des changes. Cette plus grande flexibilité s'est traduite par une dépréciation tendancielle du taux de change et le renforcement de la compétitivité des exportations¹.

Toutefois, les autorités considèrent que cette phase actuelle de flottement dirigé est une étape intermédiaire, qui devrait déboucher normalement sur un régime de change flottant associé à une convertibilité totale des monnaies local. Cependant la phase de libéralisation totale des investissements de portefeuille et des entreprises de ses pays à l'étranger devrait être retardée, jusqu'à ce que le système monétaire et financier soit renforcé, modernisé et restructuré par des fusions et des privatisations.

¹ Voir Mouley.S (2000): «Les déterminants et le choix optimal du régime de change en Tunisie dans la perspective d'une intégration dans la zone euro», p142

Le desserrement de la contrainte de change et l'achèvement de la convertibilité totale de la monnaie locale restent des objectifs prioritaires comme finalités pour une plus grande intégration de l'économie locale dans l'économie mondiale¹.

Plus important, l'assouplissement du taux de change constitue une stratégie primordiale puisque les mesures prises pour influencer le taux de change peuvent de toute évidence avoir des effets immédiats sur la politique monétaire interne.

Par conséquent, l'intensification des mouvements des capitaux doit être accordée par une tendance globale vers des arrangements plus flexibles vu la transition des pays en voie de développement vers un régime de flottement libre, surtout que ces pays doivent s'orienter peu à peu vers un assouplissement complet de son taux de change et un cadre de ciblage de l'inflation.

3.2. L'orientation vers un cadre de ciblage d'inflation² :

Le ciblage d'inflation est un cadre de politique monétaire qui astreint la banque centrale à assurer une faible inflation, de telle sorte que celle-ci ne dépasse pas deux pour cent à moyen terme, a contribué dans une large mesure au maintien de la stabilité des prix. Cette approche qui accroît la transparence et pousse les responsables à approfondir les réformes.

Cette stratégie assure une réelle autonomie de la politique monétaire en réponse aux chocs réels et nominaux, d'offre ou de demande, domestiques ou étrangers qui pourraient perturber la trajectoire des prix.

Le ciblage d'inflation est le choix d'un objectif unique en rapport, avec une politique monétaire active, c'est un gage de crédibilité puisque toute forme de tension à dévier de la part de la banque centrale est éliminée du fait de cette unicité d'objectif.

Cette dernière est aussi gage d'efficacité puisque l'objectif unique final est directement en rapport avec des objectifs intermédiaires, autrement dit, cet objectif entre parfaitement dans les compétences institutionnelles et fonctionnelles de la banque centrale.

¹ Voir Mouley.S (2000): «Les déterminants et le choix optimal du régime de change en Tunisie dans la perspective d'une intégration dans la zone euro», p151

² Om p157

Par ailleurs, l'avantage majeur de la politique de ciblage d'inflation réside dans sa composante discrétionnaire qui est synonyme d'une capacité de réponse à la majorité des chocs potentiels sur l'économie quels que soient leur nature et leur origine et qui assure la régulation des équilibres internes et externes en minimisant les coûts de mise en oeuvre de ciblage, notamment en terme de croissance.

« En plus le ciblage d'inflation est un cadre de politique monétaire qui contraint la banque centrale à assurer une faible inflation. Le processus commence normalement par la diffusion d'un communiqué conjoint de la banque centrale et du gouvernement (habituellement le ministère des finances) fixant un objectif explicite à atteindre sur une période donnée par exemple un taux annuel d'inflation de 2 % pendant les deux années à venir. Il incombe ensuite à la banque centrale, qui doit être libre de la manière dont elle règle ses instruments, d'atteindre un objectif fixé et de publier régulièrement des informations sur ses stratégies et ses décisions. Ce devoir de transparence contribue à réduire l'incertitude quant aux orientations futures de la politique monétaire tout en renforçant la crédibilité et la responsabilité de la banque centrale »¹.

Le ciblage de l'inflation peut être décrit comme un cadre d'application de la politique monétaire en liberté surveillée.

Il laisse toutefois en même temps à la banque centrale la liberté de choisir la manière dont elle utilise ses instruments, ce qui lui donne une certaine marge de manœuvre pour réagir aux éventuels chocs endogènes ou exogènes.

Il faut ajouter aussi que l'un des avantages du ciblage de l'inflation consiste à prévenir la déflation en compensant les effets de chocs systématiques affectant la demande globale. Ce système traite l'inflation et la déflation de manière symétrique.

Un ciblage direct d'inflation repose sur un certain nombre de conditions préalables qui peuvent rendre cette stratégie difficile à mettre en œuvre dont ² :

- **L'indépendance institutionnelle** : l'objectif primordial de la politique monétaire est celui d'une faible inflation.

¹ H. De la Bruslerie, Trésorerie d'entreprise, Ed. Dalloz, Paris, 1997, P 204.

² Imen Themri, mémoire fin d'étude sur « la couverture contre les risque de change », université de Jandouba Tunis, 2007

- **Un système financier sain** : afin de réduire les risques de conflit avec les objectifs de stabilisation financière et de garantir la transmission efficace de la politique monétaire, le système bancaire doit être solide et les marchés de capitaux bien développés.
- **Des bonnes infrastructures et capacités d'analyse** : les autorités monétaires doivent avoir une capacité bien développée de prévisions d'inflation. Autrement, pour que le ciblage puisse réussir, il faut disposer d'une mesure crédible de l'inflation.

Ainsi, au niveau de la politique monétaire, la stabilité des prix est le principal objectif des banques centrales, qui dispose désormais d'un système de ciblage de l'inflation.

Les pays en voie de développement ont pris donc d'importantes mesures en vue d'établir ce cadre de ciblage d'inflation :

- Renforcement de l'indépendance des banques centrale et définie la stabilité des prix comme objectif principal de la politique monétaire.
- Pour dynamiser le système financier, les autorités ont adopté un certain nombre de mesures visant à améliorer le crédit, promouvoir la bonne gouvernance et renforcer le cadre juridique des banques.
- Toutefois, une méthodologie fiable de prévisions d'inflation n'est pas encore disponible.

Enfin, le ciblage d'inflation semble promoteur puisqu'il offre un certain nombre d'avantages opérationnels et oblige les responsables de la politique économique à approfondir les réformes, à accroître la transparence et à améliorer la politique budgétaire.

L'intérêt de ce chapitre consiste donc à décrire la relation qui est soudé et les décortiqué pour bien résoudre la problématique qui consiste pratiquement de prendre les technique les plus rentable et plus efficaces dans la gestion de financement international.

Chapitre 3: Les instruments de couverture contre les risques de change

Introduction :

Gérer le risque de change de manière optimale devient une nécessité et impose aux intervenants de connaître les différentes techniques de couverture.

Avant toute décision de couverture doit au préalable :

- déterminer sur position de change : il s'agit d'identifier le degré d'exposition de l'entreprise au risque de change ;
- Mettre en œuvre une stratégie de gestion du risque de change ;
- Choisir de produit qui correspond le mieux au besoin de l'entreprise en prenant en considération les caractéristiques et le coût du produit financier offert sur le marché.
- Assurer un suivi et vérifier l'efficacité de la stratégie de gestion de risque de change .L'entreprise doit continuellement suivre le rendement de chaque instrument de couverture et faire la comparaison avec ceux non retenus.

Dans ce chapitre on va étudier les différents instruments technique soit classique ou nouveaux, pratiqué par les différents intervenant comme les banque commercial ou n'importe organisme économique.

SECTION 1 : Les instruments traditionnels de couverture du risque de change

Cette section présentera les différents instruments traditionnels de couverture du risque de change tout en distinguant les instruments internes, des instruments externes.

Nous commencerons donc notre étude par exposer des instruments internes tels que le choix de la monnaie de facturation, le netting ou encore l'action sur les délais.

Nous aborderons ensuite les instruments externes, en l'occurrence les avances en devises, les dépôts en devises, les contrats d'assurance et le change à terme.

1-1 Les instruments traditionnels internes ¹

Les techniques internes de couverture contre le risque de change sont les méthodes que l'entreprise met en place sans qu'elle fasse appel à aucun organisme externe. Autrement dit, l'entreprise s'auto couvre par la réorganisation des services concernés et l'analyse des éléments constitutifs des transactions : les devises, les délais de paiement... etc.

Parmi les instruments internes de couverture, on distingue :

A. La réduction du volume des dettes et des créances en monnaies étrangères

Cette technique consiste à diminuer, dans la mesure du possible, les créances et dettes en devises étrangères. Le trésorier peut exiger aux clients et fournisseurs la facturation en monnaie nationale.

La réduction du volume des dettes et des créances est utilisée pour des raisons de non maîtrise du risque de change ou d'une aversion aiguë envers ce dernier. Ce type d'opération relève du principe suivant : si l'on ne peut contrôler les effets du risque encouru, il faut éliminer les causes.

Certes, cette méthode permet une réduction du risque de change, cependant, elle n'est pas toujours possible du fait qu'elle entraîne des effets néfastes. En effet, l'opérateur qui facture en monnaie nationale condamne son partenaire étranger à subir seul le risque de change. L'entreprise étant implantée dans un environnement concurrentiel risque de voir ses transactions avec l'extérieur diminuer voire même disparaître.

¹ F.BERRA ,mémoire fin d'étude « instrument de couverture du risque de change » école supérieure des banque année2009,p24

B. Le choix de la devise de facturation

Afin de palier aux inconvénients du choix de la monnaie nationale comme monnaie de facturation, il y a la possibilité de la facturation en une monnaie étrangère.

Cette technique peut être plus bénéfique dans la mesure où elle permet d'éviter, par rapport à la facturation en monnaie nationale, de renvoyer la charge de la couverture sur le partenaire étranger qui peut répugner à y recourir.

Toutefois, les parties arrivent rarement à s'entendre sur une monnaie du fait que les intérêts de l'importateur et de l'exportateur sont diamétralement opposés.

L'importateur est intéressé par une facturation en une devise faible susceptible de se déprécier par rapport à sa monnaie nationale et par conséquent faire diminuer le montant à payer ; par contre l'exportateur préfère facturer dans une monnaie forte qui peut s'apprécier et le faire profiter ainsi d'un gain de change.

L'indexation de la devise de facturation à un panier de devises (le droit des tirages spéciaux D.T.S) peut être un outil de partage du risque entre l'importateur et l'exportateur.

Il existe aussi une autre forme de facturation, qui consiste en la facturation en plusieurs monnaies. Cette technique vise à partager le risque sur les parties et compenser les pertes éventuelles sur une monnaie par des gains sur une autre.¹

B. La compensation des positions de change opposées

« Cette technique consiste à utiliser les mêmes devises à l'export et à l'import afin de réduire naturellement l'exposition au risque de change dans une devise. Ainsi une entreprise contrainte d'acheter ses matières premières en Dollar proposera une facturation en Dollar à ses clients à l'export. Elle diminue de cette façon le recours au marché des changes et réalise des économies en termes de spread et de commission de change. La compensation se définit à partir du tableau de suivi de la position de change. Elle requiert la définition d'un cours de couverture interne auquel

¹ F. Mehdi, Les opérations de couverture et de placement sur le marché des changes, Diplôme supérieur des études bancaires, Ecole Supérieure de Banques d'Alger, 2001, P 28

seront valorisées les opérations en sens opposés. Elle nécessite la mise en place d'un compte en devises sur lequel les encaissements viendront couvrir les décaissements.

Lorsqu'elle est réalisée entre les entités juridiques d'un même groupe, la compensation des positions opposées repose sur de véritables contrats à terme entre ces dernières. »¹

D. L'auto couverture

L'auto couverture consiste en la détention simultanée d'une créance et d'une dette libellées dans la même devise et de termes voisins. L'entreprise peut donc payer ses dettes en devises avec les devises reçues après le règlement de ses créances. Cela évite le risque de change dû aux variations des cours à très court terme.

La possibilité d'application de cette technique reste limitée dans la mesure où il n'est pas toujours possible d'avoir des dettes et des créances libellées dans une même monnaie et encore moins de même terme.

E. L'action sur les délais Cette technique consiste à agir sur les délais de règlement en devises étrangères. Deux types sont à distinguer, à savoir le termaillage et l'escompte financier :

E.1. Le termaillage

« Le termaillage consiste pour une entreprise à accélérer ou à retarder ses paiements en devises étrangères selon les prévisions et les évolutions de hausse ou de baisse des cours de change, en fonction, bien évidemment, de l'incidence éventuelle des agios. »²

Le paiement anticipé est appelé Lead, tandis que le paiement différé est nommé Lag.

Un exportateur qui a des créances en devises susceptibles de se déprécier par rapport à sa monnaie nationale (ou de compte) aurait intérêt à accélérer leurs encaissements. Par contre dans le cas d'un exportateur qui a des créances en devises fortes susceptibles de s'apprécier à terme, le

¹ M. Sion, Gérer la trésorerie et la relation bancaire, op. cit., P 238.

² P. Prissert & P. Garsuault & S. Priami, Les opérations bancaires avec l'étranger, La revue banque éditeur, Paris, 1995, P 117.

termaillage consiste à éloigner les échéances de paiement afin de bénéficier de la hausse de la devise.

Pour l'importateur, le termaillage consiste à retarder les paiements de ses fournisseurs quand les dettes sont exprimées en devises faibles. Par contre, il consiste à accélérer le paiement de ses fournisseurs et réduire la durée du crédit dont il a bénéficié dans le cas où la devise est forte pouvant s'apprécier et alourdir le montant de la dette.

Le tableau ci-dessous mentionne les principales décisions à prendre, compte tenu de la tendance de la devise ¹ :

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

Le termaillage suppose implicitement un accord de la contrepartie sur une modification de la position de change à son désavantage avec ou sans compensation. Il suppose aussi que la dette ou la créance n'était pas préalablement couverte.

Le termaillage constitue une véritable opération de spéculation, le trésorier agissant uniquement en fonction de ses anticipations. C'est une technique peu utilisée, ne serait-ce que parce que l'évolution des cours de change est peu prévisible, aussi le niveau de la trésorerie et les contraintes commerciales constituent des limites pour l'application du termaillage.

E.2. L'escompte financier ²

L'escompte financier est un instrument qui concerne l'exportateur qui cherche à raccourcir le délai de sa créance, il peut donc accorder un escompte pour paiement anticipé afin de bénéficier d'un paiement au comptant. Le montant de cet escompte constitue le coût de couverture de l'exportateur.

¹ F.BERRA ,mémoire fin d'étude « instrument de couverture du risque de change » école supérieure des banque année2009

² M. Sion, Gérer la trésorerie et la relation bancaire, op. cit., P 148

Il ne faut pas oublier de prendre en compte (soustraire) les intérêts éventuels que l'exportateur perçoit en plaçant sa liquidité sur le marché ou les intérêts qu'il paye en empruntant sur le marché.

En utilisant cette technique, l'exportateur ne limite pas uniquement le risque de change mais aussi le risque de crédit et le manque de trésorerie.

F. La compensation interne des positions

La compensation interne des positions (netting) consiste en une compensation des créances et des dettes réciproques entre les différentes entités d'un groupe. L'objectif du netting étant de rationaliser les flux de règlement à l'intérieur d'un groupe par une réduction des volumes transférés d'une société à l'autre.¹

La compensation peut être faite entre deux ou plusieurs filiales et pour une seule ou plusieurs monnaies. Un centre de compensation peut aussi être créé à l'échelon du groupe, afin d'organiser le cycle de compensation, centraliser l'information et calculer la compensation. Ce centre peut être un département spécialisé de la maison mère ou bien une société juridiquement autonome.

F.1. La compensation bilatérale

La compensation bilatérale s'applique à deux sociétés qui étant simultanément débitrice et créditrice l'une envers l'autre, y compris dans des monnaies différentes, peuvent convenir d'un transfert limité au solde net de leurs engagements².

Exemple :

Soit une multinationale française ayant deux filiales : une en Algérie et une autre au Tunisie.

¹ M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 140.

² Op. cit., P 140

La filiale Algérienne possède une créance de 2.000.000 EUR sur la filiale Tunisie, qui à son tour possède une créance de 800.000 EUR sur la filiale Algérie.

La compensation bilatérale consiste à faire apparaître une seule position (position nette), qui est donc une créance de 1 200.000 EUR détenue par la filiale Algérienne sur la

Filiale tunisienne. Ainsi la couverture contre le risque de change se limitera pour 1 200.000 EUR au lieu de 2.800.000 EUR.

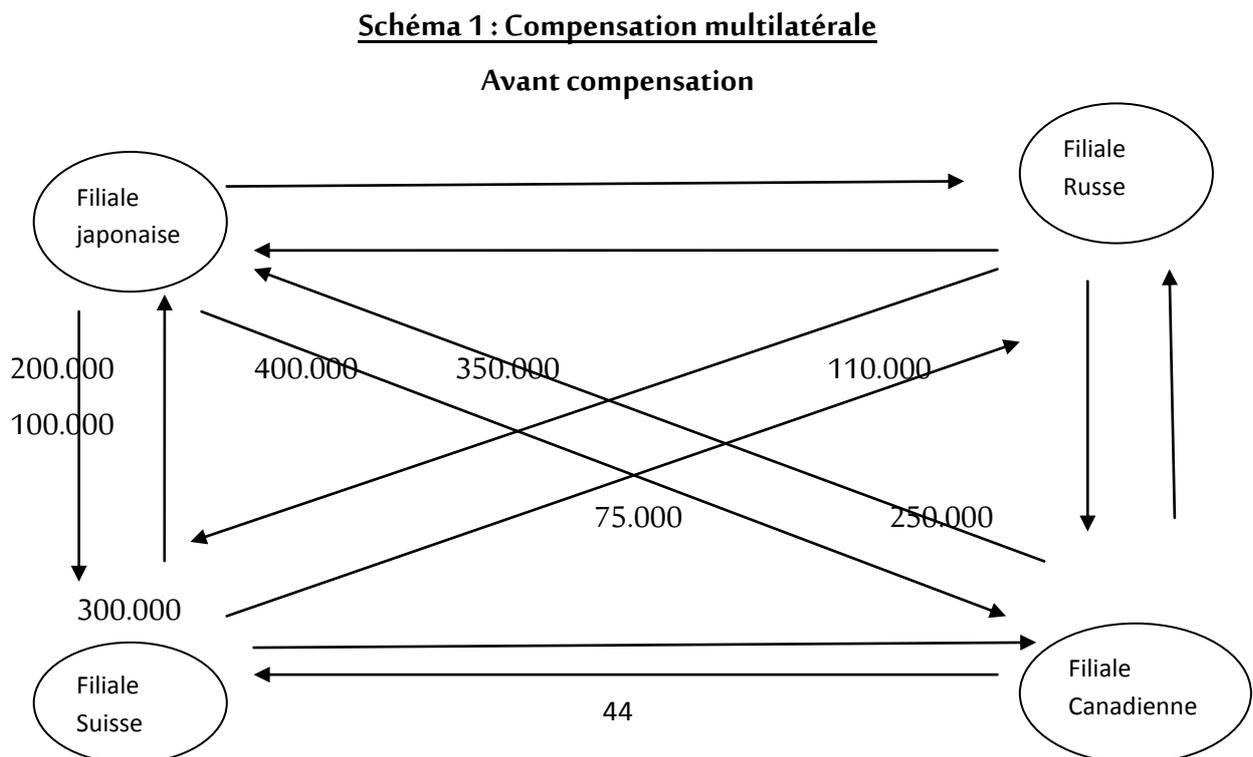
F.2. La compensation multilatérale

Le principe de la compensation multilatérale (clearing) est identique à celui de la compensation bilatérale, sauf que le clearing se passe entre plusieurs filiales avec plusieurs transactions (schéma 1).

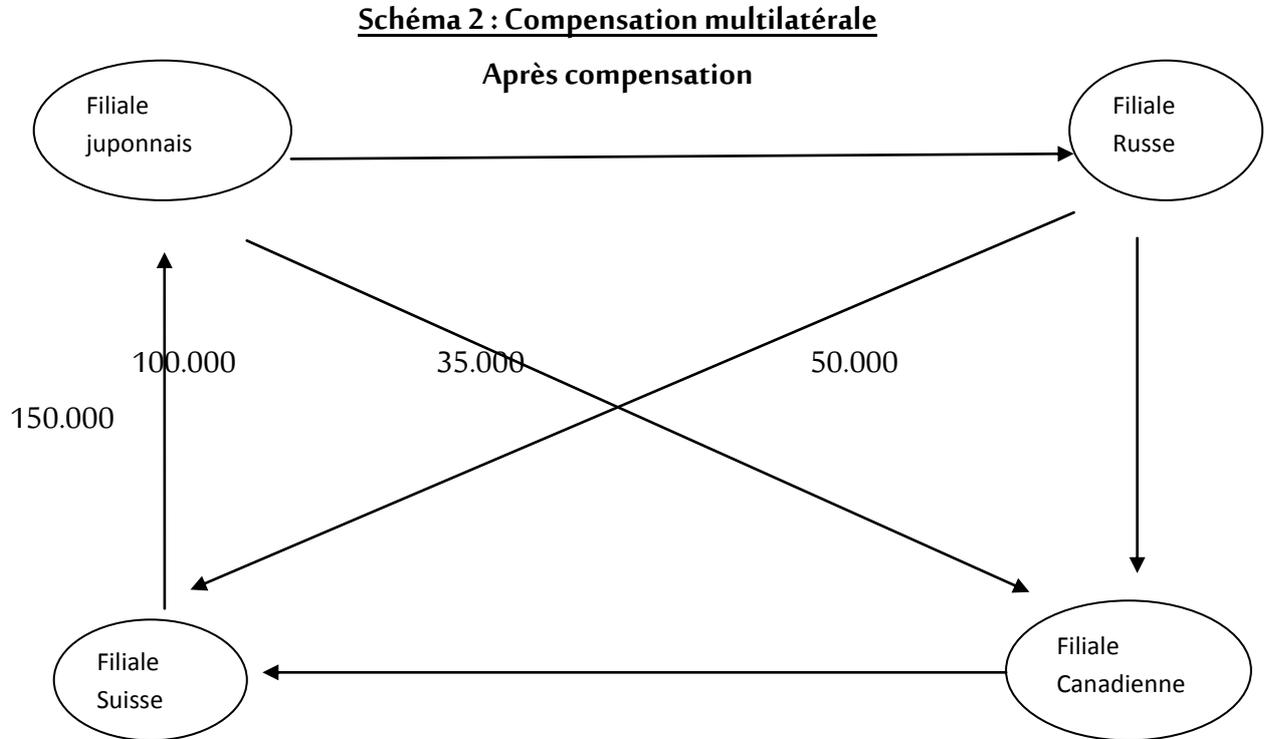
La mise en place d'un centre de compensation permet de dégager un solde net de chacune des sociétés, qui prend en compte les règlements à effectuer ou les paiements à recevoir vis-à-vis de l'ensemble des sociétés du groupe.

Exemple Soit une multinationale française qui a quatre filiales, une au Canada, une au Japon, une autre en Suisse et une autre en Russie.

Le schéma 6 synthétise les créances et les dettes des unes et des autres.

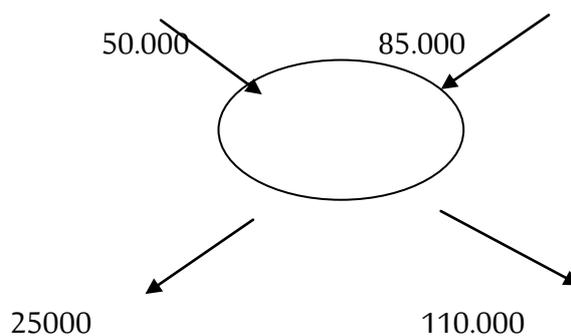


La compensation multilatérale (schéma 2) consiste à faire apparaître une seule position (position nette) entre les filiales deux à deux, cela a permis de réduire le montant total, sujet à la couverture, de EUR 2.695.000 jusqu'à EUR 525.000.



La compensation multilatérale avec centre de compensation (schéma 3) consiste à faire apparaître une seule position par filiales, cela a permis de limiter la couverture au montant de EUR 270.000.

Schéma 3 : Compensation multilatérale après compensation avec un centre de compensation



Le netting permet de réduire le nombre et le volume des transactions, et donc de réduire le nombre et le volume des opérations de change et des opérations de couverture contre le risque de change.

Toutefois, cette technique présente certaines limites quant aux réglementations de certains pays qui ne permettent pas son utilisation, aussi le netting reste-il un instrument de gestion intragroupe.

F.3. Les centres de refacturation¹

Dans le système des centres de refacturation, les différentes sociétés du groupe ne sont plus en contact avec leurs clients, elles établissent leurs factures à l'ordre du centre de refacturation qui leur règle les factures dans leurs monnaies. Le centre de refacturation se fait payer par les clients.

Ce système prend en compte tous les paiements (intra ou extra groupe), et le risque de change est reporté sur le centre de refacturation qui doit établir régulièrement un cours de change interne au groupe.

F.4. La mise en commun²

La mise en commun (pooling) est la centralisation la plus large des opérations en devises des différentes entités du groupe. Tous les flux de trésorerie en devises, qu'ils soient entre sociétés du groupe ou entre sociétés du groupe et sociétés externes au groupe, sont centralisés dans un cash center. Les excédents en devises de certaines filiales sont utilisés pour financer les besoins en devises d'autres filiales.

La gestion de trésorerie du groupe est totalement centralisée. L'avantage est que le besoin minimal dans chaque devise est réduit à son niveau le plus faible dans ce système centralisé que dans tout autre système.

G. Les clauses contractuelles

¹ M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 140.

² Om 141.

La technique des clauses contractuelles consiste à inclure dans le contrat d'achat ou de vente des clauses permettant un ajustement du prix, suite à une évolution du cours de la devise de facturation, afin d'éliminer ou de réduire l'exposition au risque de change.

On distingue quatre grands types de clauses contractuelles¹ :

G.1. Les clauses d'indexation proportionnelles

La clause d'indexation proportionnelle (à taux fixe) consiste en une répercussion totale de la variation du cours de la devise sur la contre-valeur de la somme à payer. Si le cours de la monnaie de facturation augmente, le prix baisse, et si le cours baisse, le prix augmente.

Certes, cette technique permet une élimination du risque de change pour une partie, cependant, elle n'est pas toujours possible du fait qu'elle condamne l'autre partie à subir seule le risque de change.

G.2. Les clauses d'indexation proportionnelles avec franchise

L'indexation proportionnelle avec franchise consiste en une répercussion de la variation du cours de la devise de facturation sur le prix mais uniquement au-delà d'un seuil déterminé conjointement par l'importateur et l'exportateur.

G.3. La clause de risque partagé

La clause de risque partagé est une clause qui permet de répartir le risque entre l'acheteur et le vendeur en cas d'une évolution défavorable des cours pour l'un ou pour l'autre.

Généralement la répartition se fait par moitié, mais tout autre pourcentage de répartition peut être négocié.

G.4. La clause multidevises

La clause multidevises (clause de change multiple) permet d'exprimer le montant du contrat en plusieurs devises avec la possibilité pour l'une des parties de choisir la monnaie de règlement à l'échéance.

¹ M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 140

Cette technique permet en fait de spéculer.

Après avoir exposé les instruments internes, il en ressort qu'ils permettent de couvrir le risque. Cependant, elles demeurent techniquement difficiles à mettre en oeuvre ; ce qui pousse l'entreprise à faire appel à des instruments externes, objet de la prochaine section.

1- 2 : Les instruments traditionnels externes

Les techniques externes de couverture contre le risque de change, contrairement aux techniques internes, sont les méthodes qui nécessitent le recours à des organismes externes à l'entreprise.

Parmi les instruments externes de couverture, on distingue :

A. Les avances et les dépôts en devises

A.1. Les avances en devises

L'entreprise exportatrice emprunte à sa banque une somme en devise dont le montant correspond à celui de la créance détenue sur son client étranger ou à la valeur actuelle de celle-ci pour une durée au moins égale au délai de paiement du client. Les devises ainsi avancées seront converties immédiatement (au comptant) en monnaie nationale. La banque facturera à l'entreprise des intérêts calculés à partir du taux interbancaire majoré d'une marge. L'entreprise remboursera sa dette à l'échéance avec les devises reçues de son client. L'entreprise annule ainsi le risque de change, et reconstitue sa trésorerie en monnaie nationale.

Bien plus qu'une simple technique de couverture, les avances en devises constituent un crédit de trésorerie en devises et de ce fait, elles peuvent être considérées comme un moyen de financement des exportations.

Les avances en devises constituent pour un exportateur des crédits à court terme en devises accordés par des banques nationales ou étrangères. Elles lui permettent de constituer

immédiatement une trésorerie en monnaie nationale correspondant à la contre-valeur de la créance sur son client étranger.¹

Il est à faire remarquer que l'avance en devise ne peut être obtenue qu'après justification du passage en douane des marchandises.²

A.2. Les dépôts en devises

En matière d'importation, le dépôt en devises est en quelque sorte l'opération inverse à l'avance en devises.

L'entreprise importatrice, qui a une position courte en devise, achète au comptant et prête à sa banque une somme en devise dont le montant est celui de sa dette à l'étranger sur une durée au plus égale au délai du crédit fournisseur. La banque rémunérera ce prêt au taux interbancaire de la devise considérée, et l'entreprise pourra payer son fournisseur à l'échéance avec les devises remboursées par la banque.

Le fait d'acheter la devise le jour de sa commande, l'entreprise annule son risque de change.

Toutefois, la couverture par avance en devises pour les opérations d'importations ne représente pas d'intérêt majeur dans la mesure où cela fait perdre le bénéfice de la trésorerie. Il revient pratiquement au même de payer immédiatement son fournisseur en suivant la technique de termaillage.

B. Les contrats d'assurance

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

Ces assurances sont multiples :

¹ M.Debauvais & Y.Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 237.

² Jean-Albert Collomb, Finance de marché, op. cit., P 110.

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

Exemple

La Compagnie Française d'Assurances pour le Commerce Extérieur (COFACE), moyennant le versement d'une prime d'assurance, garantit un cours de change déterminé. Cette garantie s'applique dans le cas de flux d'échanges internationaux aléatoires quant à leurs montants et/ou leurs dates de règlement.

Au moment du règlement de l'exportation (importation), si le cours de change est inférieur (supérieur) au cours garanti, la COFACE indemnise l'entreprise. Si par contre, le cours de change est supérieur (inférieur) au cours garanti, l'entreprise verse la différence à la COFACE.

Il est possible de prévoir dans le contrat d'assurance un intéressement permettant aux entreprises de bénéficier partiellement d'une évolution favorable du cours de change.

Il est à faire remarquer qu'en Algérie, l'équivalent de la COFACE, la Compagnie Algérienne d'Assurance et de Garantie des Exportations (CAGEX) n'offre aucun produit qui permet la couverture du risque de change.

C. Le change à terme

Le change à terme est un accord portant sur l'achat ou la vente d'un montant défini d'une devise contre une autre à un cours de change ferme et définitif, mais l'échange à lieu à une date ultérieure déterminée. Cette opération permet de fixer à l'avance un cours de change pour une transaction future sans que n'intervienne le moindre flux de trésorerie avant l'échéance.¹

Court à terme = Cours au comptant + Points de terme

¹. Desbrières & E. Poincelot, Gestion de trésorerie, Ed. Management, Paris, 1999, P 123.

Cette technique consiste à éliminer la position de change, c'est-à-dire éliminer la position courte par l'achat de devises auprès d'une banque et la position longue par une opération de vente. Comme ces opérations s'effectuent à des cours prédéterminés, la contre valeur en monnaie nationale n'est plus dépendante des fluctuations des cours.

L'échéance du contrat de change à terme doit coïncider avec la date à laquelle sont encaissées les recettes ou engagées les dépenses en devises.

Le change à terme peut prendre la forme d'une vente à terme de devises (couverture des exportations) ou un achat à terme de devises (couverture des importations). L'exportateur, pour se couvrir contre le risque de change lié à la dépréciation éventuelle d'une devise, vend à terme à sa banque le montant de sa créance. Il fixe ainsi de façon précise le montant de monnaie nationale qu'il recevra à l'échéance.

L'importateur, quant à lui, pour se couvrir contre le risque de change lié à l'appréciation éventuelle d'une devise, achète à terme les devises correspondant au montant de sa dette. Il connaît ainsi avec précision le montant en monnaie nationale qu'il devra payer.

C.1. Le mécanisme de formation du cours à terme¹

Le change à terme n'est pas un pari sur l'avenir ou une anticipation de cours. Le change à terme est un produit que le combiste clientèle d'une banque va fabriquer en plusieurs étapes qui se résument dans une opération de change au comptant assortie d'un emprunt suivie d'un prêt, ou depuis peu assortie d'un swap.

La différence entre le cours à terme et le cours au comptant résulte du différentiel de taux d'intérêts entre la devise et la monnaie nationale; elle s'appelle «points de terme» ou «points de swap».

Les points de terme ou points de swap sont cotés au $1/10000^{\text{ème}}$ d'unité de devise.

Cet écart est qualifié de report ou de déport suivant qu'il est respectivement positif ou négatif.

Pour illustrer le mécanisme de formation des cours nous allons traiter successivement le cas d'un achat à terme et d'une vente à terme :

¹.BERRA ,mémoire fin d'étude « instrument de couverture du risque de change » école supérieure des banque année2009

La vente à terme

Un exportateur algérien facturant en Euro souhaite couvrir une rentrée de 100.000 Euros qui doit avoir lieu dans 3 mois. Il opte pour une vente à terme. Il s'adresse donc à son banquier qui lui propose le cours de vente à terme de 88,43 68.¹

Le banquier a calculé ce cours à terme à partir des informations de marché suivantes et en procédant en trois étapes :

Cours comptant EUR/DZD : 88,0000/93,0000

Taux EUR 3 mois : 2,00 %/3,00 %

Taux DZD 3 mois : 5,00 %/6,00 %

Première étape : emprunt en Euro

La banque recevra de l'exportateur dans trois mois EUR 100.000. Elle va donc emprunter pour trois mois des Euros pour un montant lui permettant de verser à échéance la somme (principal + intérêts) avec la recette de l'exportateur. Elle emprunte **la valeur actuelle de 100.000 Euros**, soit :

taux × Nb jours

base annuelle 100.000

$$100.000 - (100.000 / 0.03 \times 90) = 99.255,58 \text{ Euros}$$

Elle emprunte 99.255,58 Euros au taux de 3,00 % pendant trois mois, remboursant à l'échéance 100.000 Euros.

Deuxième étape : vente au comptant

¹ On remarque bien que le cours à terme EUR/DZD est supérieur au cours au comptant donc le Dinar est en déport par rapport à l'Euro (l'Euro est en report par rapport au Dinar).

Craignant une baisse de l'Euro à échéance la banque cède les Euros au comptant au cours acheteur
EUR/DZD = 88,0000

La banque recevra ainsi :

$$99.255,58 \times 88 = 8.734.491,04 \text{ Dinars}$$

Troisième étape : placement des Dinars

Le produit de la cession est placé par la banque durant trois mois au taux prêtéur 5,00 %.

A l'échéance la banque dispose de :

$$\underline{\text{taux}} \times \text{Nb jours} = \underline{0,05} \times \underline{90}$$

$$\text{base annuelle} \frac{360}{360} = 8.843.672,18 \text{ Dinars}$$

A échéance, le client versera 100.000 Euros à la banque qui remboursera son emprunt. La banque recevra le produit de son placement, soit 8.843.672,18 Dinars qui sera versé au client. En conclusion, la banque, moyennant rémunération pour ce service (marge), peut garantir un cours à terme à son client de 88,4368 (8.843.672,18/100.000).¹

En résumé :

Une vente à terme d'une devise 1 contre une devise 2 implique pour la banque les opérations suivantes :

- Emprunt de la devise 1 ;
- Vente au comptant de la devise 1 contre la devise 2 ;
- Prêt de la contre valeur en devise 2

¹ On remarque bien que le cours à terme EUR/DZD est supérieur au cours au comptant donc le Dinar est en déport par rapport à l'Euro (l'Euro est en report par rapport au Dinar).

3.2.2. L'achat à terme¹

L'achat à terme concernerait, par exemple, un importateur algérien qui souhaite couvrir le paiement d'une facture de 100.000 Euros pour un délai de six mois. Il opte pour un achat à terme.

Le mécanisme de l'achat à terme est le même que celui de la vente à terme.

Afin de garantir le cours d'achat à terme, la banque fait les opérations suivantes :

- Emprunt des Dinars au taux prêteur à six mois ;
- Achat des Euros au comptant au cours vendeur ;
- Placement des Euros au taux emprunteur à six mois.

Dans le cas général, un achat à terme d'une devise 1 contre une devise 2 implique pour la banque les opérations suivantes :

- Emprunt de la devise 2 ;
- Achat au comptant de la devise 1 contre la devise 2 ;
- Prêt de la contre valeur en devise 1.

. Le change à terme par les swaps de trésorerie

Dans le mécanisme de formation des cours à terme intervient une double opération de trésorerie (prêt d'une devise et emprunt de l'autre) que la banque réalise sur le marché du dépôt. Elle peut, toutefois, avoir recours à un swap de trésorerie pour fabriquer du change à terme plutôt que de faire un prêt-emprunt.

Le mécanisme du swap s'apparente à celui d'un crédit croisé à court terme et à taux fixe, d'un côté l'emprunt et de l'autre le prêt dans des devises différentes avec une même contrepartie. De ce fait, le risque de l'opération ne porte pas sur le montant nominal mais sur les intérêts. Le risque étant moindre sur le swap que sur les opérations de trésorerie, les cotations sont évidemment meilleures.

¹ F.BERRA ,mémoire fin d'étude « instrument de couverture du risque de change » école supérieure des banque année

Sur le plan pratique, les flux à la date de mise en place sont purement conventionnels, puisqu'on peut les annuler immédiatement en procédant à une opération de change au comptant en sens inverse. C'est exactement ce que fait la banque pour fabriquer le change à terme pour son client.

En résumé :

Une vente à terme d'une devise 1 contre une devise 2 implique pour la banque les opérations suivantes :

- Une vente au comptant de la devise 1 contre la devise 2 ;
- Une opération de swap (emprunt de la devise 1 et prêt de la devise 2).

Il est à faire remarquer que le swap est une opération de hors bilan ce qui peut présenter certains avantages pour la banque (limites dues aux règles prudentielles).

3.3. Le dénouement d'une opération de change à terme

L'opération de change à terme peut être remise en cause par l'entreprise lorsque la transaction faisant objet de la couverture ne se déroule pas comme prévu.

En effet des événements peuvent se produire nécessitant un autre traitement de l'opération de couverture :

a. L'annulation

Le change à terme est effectué pour couvrir le risque de change que peut subir une entreprise lors d'une transaction en devise étrangère. Si à un moment donné et avant la date d'échéance l'opération de change à terme n'a plus lieu d'être, suite à l'annulation de la transaction, elle peut faire l'objet d'une annulation.

La banque procède alors à la mise en place d'une nouvelle opération de change à terme dont les caractéristiques sont les mêmes que celles de l'opération initiale pour annuler tous les flux.

Toutefois, à cause du changement des conditions du marché, il peut en résulter une perte ou un gain de change qui est répercuté sur le client.

b. La levée anticipée

La levée anticipée consiste à avancer la date d'échange des devises par rapport à la date d'échéance initiale de l'opération de change à terme.

Comme dans le cas de l'annulation, l'entreprise supporte un gain ou une perte de change.

c. La prorogation

La prorogation consiste à retarder la date d'échange des devises à une date ultérieure à celle de l'échéance de l'opération de change initiale.

Pour ce faire, les deux parties peuvent annuler l'opération de terme initiale à la date d'échéance et mettre en place une nouvelle. L'écart de change généré par ces opérations est enregistré sous forme de perte ou gain immédiat, assumé par l'entreprise, sans incidence sur le calcul du nouveau cours à terme.

Elles peuvent aussi maintenir le contrat initial mais l'écart de trésorerie sera pris en compte dans le calcul du nouveau cours à terme.

3.4. Les avantages et les inconvénients du change à terme

Le change à terme comporte aussi bien des avantages que des inconvénients :

a-Les avantages du change à terme :

- Fixe le cours d'achat ou de vente des devises à une date donnée (absence d'incertitude)
- Souplesse d'utilisation (échéance et montant sur mesure, couverture pour de nombreuses monnaies) ;
- Les reports ou déports peuvent constituer un avantage : déport pour un acheteur et report pour un vendeur ;
- Produit ne nécessitant aucune gestion ni suivi administratif.

b-Les inconvénients du change à terme :

- Ne permet pas de bénéficier d'une évolution favorable des cours ;

- Peu adapté aux risques potentiels ou aléatoires en raison du caractère irrévocable de l'engagement ;
- Le cours garanti n'est pas négociable (égal au cours comptant +/- points de terme) ;

c- Risque de retournement du terme :

- En cas de créance impayée, il y a une obligation de racheter les devises au cours du jour ;
- Paiement d'un coût de couverture au travers de report sur des créances futures en devises (déport sur dettes).

Le change à terme permet d'éliminer le risque de change dès sa naissance afin de s'assurer un prix de revient ou une marge commerciale sans chercher à tirer parti des opportunités de gain inhérentes à la position de change.

3.5. Le change à terme participatif¹

Le change à terme participatif ou avec intéressement est un contrat de change à terme qui permet à l'entreprise de bénéficier d'un pourcentage, fixé préalablement, sur les gains de change escomptés.²

Le client pourra fixer lui-même le cours de change garanti mais dans ce cas la banque fixera le pourcentage de participation. Il est également possible que le client fixe le taux de participation, et dans ce cas, la banque fixera le cours garanti.

Il s'agit là d'un produit plus souple que le change à terme et qui permet de remédier à l'un de ses inconvénients : l'entreprise se protège à un niveau de cours de change qu'elle juge acceptable, tout en se réservant la possibilité de faire mieux.

Nous avons vu, tout au long de ce chapitre, les instruments traditionnels de couverture du risque de change. Ces instruments ont certes leur importance en matière de couverture, cependant ils semblent peu flexibles pour pouvoir accompagner les nouvelles données financières de la

¹ F.BERRA ,mémoire fin d'étude « instrument de couverture du risque de change » école supérieure des banque année2009

² P. Desbrières, E. Poincelot, Gestion de trésorerie, op. cit., P 141.

mondialisation. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle on assiste à l'essor de nouveaux instruments plus souples et mieux adaptés à la finance moderne.

Ces instruments seront étudiés dans le prochain chapitre.

Les mutations économiques et financières qu'a connues la scène internationale ont suscité des besoins nouveaux de couverture contre le risque de change auxquels les instruments traditionnels ne répondent plus.

De nouveaux instruments de couverture ont vu le jour pour assister les opérateurs économiques dans ce nouvel environnement. Le recours massif des entreprises à ce type d'instruments peut être expliqué par leur efficacité et adaptabilité aux nouvelles données économiques. Ce sont les produits dérivés.¹

SECTION 2 : Les nouveaux instruments de couverture du risque de change

Dans cette section, nous allons présenter les nouveaux instruments de couverture du risque de change. Cette présentation s'articulera sur 3 modèles : dans la première, nous étudierons les contrats de futures pour passer ensuite aux swaps de change dans la deuxième section et en fin la troisième section portera sur les options de change.

2- 1 Les contrats de futures sur devises

« Les contrats de futures sur devises sont des contrats au terme desquels les opérateurs s'engagent à acheter ou à vendre une certaine quantité de devises, à un cours et à une date fixés à l'avance. »² ,Les contrats futures sont assimilables aux contrats de change à terme, à la différence près que ces derniers sont négociés sur un marché de gré à gré, alors que les contrats de futures sont négociés sur un marché organisé.

¹ Un produit dérivé est un actif financier dont la valeur dépend du prix d'un autre actif que l'on appelle un sous-jacent (les taux de change dans notre cas).

² P. Fontaine, Gestion du risque de change, op. cit., P 34.

B. Les caractéristiques des contrats de futures

Les contrats de futures présentent les caractéristiques spécifiques suivantes :

- **La négociabilité sur un marché organisé**¹
- **La standardisation des contrats**
- **L'existence d'une chambre de compensation**
- **Le dépôt de garantie et l'appel de marge**

C. Les avantages et les inconvénients des contrats de futures²

Les contrats de futures présentent aussi bien des avantages que des inconvénients :

Les avantages des futures :

- Fixent le cours d'achat ou de vente des devises à une date donnée ;
- Cours coté sur un marché ;
- Donnent la possibilité de dénouer le contrat à tout moment avant l'échéance (négociabilité);
- Donnent la possibilité de profiter d'un gain de couverture selon le signe de la base ;
- Permettent l'élimination du risque de contrepartie ;
- Les frais de transactions sont moins élevés.

Les inconvénients des futures :

- Ne permettent pas de bénéficier d'une évolution favorable des cours ;
- La standardisation des contrats fait que les montants et les échéances correspondent rarement aux besoins de l'entreprise ;
- Donnent lieu au versement du dépôt de garantie et aux appels de marge (risque de trésorerie);

¹ Dans la pratique, il y a rarement une livraison effective des devises, les positions sont généralement fermées par une vente ou un achat du même contrat qui compense l'achat ou la vente précédente.

² M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 179

- Peu de devises sont traitées ;
- Produits nécessitant une gestion et un suivi administratif.

2- 2 Les swaps de devises

Un swap de devises est un contrat de gré à gré, négocié entre deux contre parties, portant sur l'échange de flux (jambes) d'intérêts libellés et référencés dans deux devises différentes, suivant un échéancier préétabli.

Les swaps de devises (currency rate swap C.R.S) donnent lieu à l'échange de notionnels en devises en début et fin de période de swap permettant de fixer un cours au comptant et un cours à terme.¹

Cette opération permet de modifier à la fois la position de change et la position de taux.

Un contrat de swap de devises précise :

- Le montant notionnel de l'opération ;
- Les taux de change (au comptant et à terme) ;
- La date de départ du swap (date de valeur) ;
- La durée du contrat ;
- L'échéancier des flux ;
- La nature des taux d'intérêts (taux fixe/variable).

Remarque : Le swap de change est une transaction financière dans laquelle deux parties s'engagent à échanger des devises aujourd'hui au cours de change au comptant et à échéance au cours de change à terme ou à un cours convenu à l'avance.¹

C'est une technique qui permet à une entreprise ayant besoin d'une devise X et détenant une devise Y d'obtenir la devise X contre la devise Y sans risque de change.

¹ M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 243.

Les swaps de change ont été créés avant les swaps de devises, ils sont assez proches puisqu'ils se basent sur le même principe (combinaison d'une double opération de prêt et d'emprunt) et ils permettent tous les deux de couvrir le risque de change. Cependant, ils se différencient sur certains aspects :

- Les swaps de change sont des instruments à court terme alors que les swaps de devises sont conclus pour des périodes portant sur le moyen et le long terme.
- Dans les swaps de change il n'y a pas d'échange d'intérêts alors qu'il y en a avec le swap de devises.

Les swaps de change sont préférés aux opérations de change à terme car les premiers sont sans implication sur le ratio Cooke.¹

B. Les types de swaps de devises On recense trois types de swaps de devises²

B.1. Les swaps de devises taux fixe contre taux fixe

Où une contrepartie emprunte à taux fixe dans une monnaie et prête simultanément à taux fixe dans une autre. Ces deux taux fixes sont à l'origine proches des taux d'intérêts constatés sur les marchés obligataires des deux monnaies pour l'échéance considérée.

B.2. Les swaps de devises taux fixe contre taux flottant

Pour lesquels les deux parties s'échangent des flux tel que l'un est à taux fixe et l'autre à taux variable.

B.3. Les swaps de devises taux flottant contre taux flottant

Où l'une des contreparties emprunte à taux flottant et prête à taux fixe.

C. Mécanisme des swaps de devises

Le swap de devises le plus simple comporte en général trois types de flux :

¹ Le ratio Cooke est une norme prudentielle selon laquelle une banque doit avoir des capitaux propres égaux au moins à 8 % des risques pris, bilan et hors bilan. Les risques sont pris en compte pour un certain coefficient selon la nature de l'opération.

² M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 243.

- L'échange initial du principal ;
- Les paiements des intérêts faits par une contrepartie à l'autre contrepartie (fixe contre fixe) ;
- L'échange final ou ré-échange du principal.

Exemple

Pour illustrer le mécanisme des swaps de devises, prenons l'exemple suivant :

Soit une entreprise algérienne, la Société Nationale des Véhicules Industriels (SNVI) par exemple, qui contracte un emprunt d'une valeur de EUR 1.000.000 pour une durée de 4 ans et avec un taux de 4 % l'an. Ainsi, elle doit verser EUR 40.000 d'intérêts chaque année.

Pour se couvrir contre le risque de hausse de l'Euro, la SNVI doit effectuer des couvertures séparées pour chacun des montants des intérêts en plus du capital.

Au lieu d'opérer sur le marché à terme, la SNVI peut swapper¹ son endettement en Euro avec soit une entreprise européenne qui elle est endettée en Dinar au taux de 5 % l'an, ou bien avec une banque. Sachant que le cours spot EUR/DZD = 90, le contrat de swap va comporter trois engagements :

· Echange du principal au cours spot donc EUR 1.000.000 contre DZD 90.000.000 ;

1.000.000 EUR ————— Société Algérienne (x)

· Echanges des intérêts, ainsi à chaque échéance convenue, la SNVI verse des intérêts en Dinar et reçoit des intérêts en Euro ce qui permet à chaque partie d'honorer la charge de la dette originelle.

450.000 DZD ————— Société Algérienne (x)

· Remboursement du capital à l'échéance : la SNVI rembourse à l'entreprise européenne le principal en Dinar qui, à son tour, rembourse en Euro (supposons que cela se fait au taux spot originel).

¹ On suppose que cette opération est possible.

x ———— 90.000.000 dzd

En une seule opération, la Société X a pu couvrir son risque de change en intérêts et en capital.

D. Le cadre d'utilisation des swaps de devises

Le swap de devise est à la fois un instrument de gestion de trésorerie et de couverture des risques de change et de taux d'intérêt. Les motivations de son utilisation sont multiples :

- Couverture des opérations de change à terme ;
- Couverture du risque de change commercial ;
- Couverture du risque de change financier ;
- Recherche des financements les moins coûteux.

E. Les avantages et les inconvénients des swaps de devises¹

Les swaps de devises comportent aussi bien des avantages que des inconvénients :

***Les avantages des swaps de devises :**

- Grande souplesse du contrat qui répond aux besoins spécifiques des contractants ;
- Coût apparent nul ;
- Offrent la couverture à la fois du risque de change et du risque de taux (swap de devises) ;
- Permettent de contourner la réglementation (accès à certains marchés, avantages fiscaux) ;
- Offrent la possibilité de gérer le risque de change à long terme ;
- Opération inscrite en hors bilan (limitation des engagements).
- Permettent d'annuler le risque de crédit sur le montant principal ;
- Permettent d'arbitrer différents marchés.

***Les inconvénients des swaps de devises :**

- Le risque de contrepartie reste toujours présent (pour les intérêts) ;
- Nécessité d'un suivi ;
- Complexité d'une gestion dynamique cumulant des swaps de devises ;

¹ H. De la Bruslerie, Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques, op. cit., P 477.

- Incidence en trésorerie des paiements de flux intercalaires ;
- Le coût implicite (spread de taux et de change) ;
- Permettent le transfert d'un risque de change vers un risque de taux d'intérêt ;
- Présence du risque de change sur les intérêts.

2- 3 Les options de change

A. Définition

Il s'agit d'un contrat conditionnel et négociable qui permet de se protéger contre le risque de change, certain et surtout incertain, tout en préservant l'opportunité de réaliser un gain de change dans le cas d'une évolution favorable du cours de la devise concernée.

Les options de change peuvent faire l'objet de transactions de gré à gré ou être négociées sur un marché réglementé comme celui de Philadelphie (le plus important mondialement) ou le MATIF en France.¹

B. Le principe d'une option sur devises

Le contrat de l'option de change met en relation deux contreparties : un acheteur et un vendeur. L'acheteur acquiert le droit et non l'obligation d'exercer l'option contre le paiement de la prime. Quant au vendeur, il se trouve dans l'obligation de se soumettre à la décision de l'acheteur contre l'encaissement de la prime. Il s'engage, ainsi, à livrer les devises au cours convenu, à la signature du contrat, si l'acheteur décide d'exercer l'option.

- Pour l'acheteur, le risque est donc limité au coût de la prime et le gain potentiel est illimité ;
- Pour le vendeur, le gain maximum correspond à la prime alors que la perte est en théorie illimitée.

En pratique, ce sont essentiellement les banques qui vendent.

- **Banques** Vendeurs d'options de change
- **Exportateurs** : acheteurs d'options de vente (put)
- **Importateurs** : acheteurs d'options d'achat (call)

¹ P. Desbrières & E. Poincelot, Gestion de trésorerie, op. cit., P 127.

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

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 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.

Exemples : Deux exemples sont présentés pour illustrer la manière dont l'importateur et l'exportateur peuvent se protéger contre le risque de change avec des options.

Exemple 1 : Couverture de change d'une importation par achat d'une option d'achat La X (Société Nationale), importe de l'Allemagne des pièces de rechange pour un montant de 1 million d'Euros le 1er octobre 2000. Ces pièces sont payables à six mois. La société X veut se couvrir contre une hausse de l'Euro par rapport au Dinar.

Le cours comptant est de $1 \text{ EUR} = 77,4289 \text{ DZD}$.

La banque propose à X l'option d'achat suivante : Prix d'exercice : $1 \text{ EUR} = 77,43 \text{ DZD}$;

Échéance = mars 2001 ;

Prime = 3 %.

Lors de l'achat de l'option, l'importateur paie la prime d'un montant de : $1.000.000 \times 0,03 = 30.000$ EUR, soit $30.000 \times 77,4289 = 2.322.867 \text{ DZD}$.

Ainsi, l'importateur s'assure d'un coût maximal dans six mois de :

$$1.000.000 \times 77,43 + 2.322.867 = 79.752.867 \text{ DZD.}$$

A l'échéance, trois cas peuvent se présenter :

· **L'Euro s'est apprécié** : 1 EUR = 79,9874 DZD. L'importateur exerce son option et le prix de son importation s'élèvera à DZD 79.752.867.

· **L'Euro s'est déprécié** : 1 EUR = 75,1250 DZD. L'importateur n'exerce pas son option et achète sur le marché comptant l'Euro. Le prix de son importation en Dinar, en tenant compte de la prime versée :

$$1.000.000 \times 75,1250 + 2.322.867 = 77.447.867 \text{ DZD, montant inférieur à celui calculé ci-dessus.}$$

· **Le cours de l'Euro est égal au prix d'exercice** : 1 EUR = 77,43 DZD. Il est indifférent d'exercer ou non l'option. Le prix de son importation est de DZD 79.752.867.

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

Exemple 2 : Couverture de change d'une exportation par achat d'une option de vente La Société X exporte le 1^{er} février 2003 vers la Libye des ciments pour un montant de

EUR 1.500.000 . La marchandise est payable à six mois. L'entreprise veut se couvrir contre une baisse de l'Euro par rapport au Dinar. Le cours comptant est de 1 EUR = 82,8040 DZD.

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

Prix d'exercice : 1 EUR = 82,8000 DZD ;

Échéance = juillet 2003 ;

Prime = 2,8 %.

Lors de l'achat de l'option, l'exportateur paie la prime d'un montant : $1.500.000 \times 0,028 = 42.000$ EUR, soit $42.000 \times 82,8040 = 3.477.768$ DZD.

Ainsi, l'exportateur s'assure pour EUR 1.500.000 un montant minimal de :

$$1.500.000 \times 82,80 - 3.477.768 = 120.722.232 \text{ DZD.}$$

A l'échéance, trois cas peuvent se présenter :

· **L'Euro s'est déprécié** : 1 EUR = 78,245 1 DZD. L'exportateur a intérêt à exercer son option et recevra donc DZD 120.722.232 pour ses exportations ;

· **L'Euro s'est apprécié** : 1 EUR = 89,3275 DZD. L'exportateur n'exerce pas son option. Il vend les Euros sur le marché au comptant et reçoit :

$$1.500.000 \times 89,3275 = 133.991.250 \text{ DZD.}$$

Compte tenu de la prime versée, son revenu net s'élève à :

$$133.991.250 - 3.477.768 = 130.513.482 \text{ DZD pour ses exportations ;}$$

· **Le cours de l'Euro est égal au prix d'exercice** : Il est indifférent d'exercer l'option ou pas.

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

C. Les caractéristiques de l'option

C.1. L'actif sous-jacent

L'actif sous-jacent est le produit servant de support à l'option, pouvant être acheté ou vendu par le détenteur de l'option qui exerce son droit, qui est la devise.

C.2. Le sens de l'option

Pour un couple de devises donné devise X / devise Y, il existe deux types d'options de change:

C.2.1. Les options d'achat

Le droit d'acheter une devise X s'appelle un call X.

L'acheteur d'un call acquiert le droit d'acheter à un prix convenu. Le vendeur, par contre, s'engage à vendre à un prix convenu.

C.2.2. Les options de vente

Le droit de vendre une devise X s'appelle un put X.

L'acheteur de put acquiert le droit de vendre à un prix convenu alors que le vendeur s'engage à acheter à ce même prix.

Comme l'achat ou la vente d'une devise X suppose une contrepartie dans une devise Y, une option d'achat (de vente) d'une devise X est en même temps une option de vente (d'achat) d'une devise Y.

C.3. Le prix d'exercice

Le prix d'exercice (également appelé strike) est le cours auquel l'acheteur peut exercer son option. Il est déterminé par les deux parties à la conclusion du contrat.

Pour un prix d'exercice donné, l'option est dite :

- « dans la monnaie » ou « in the money » lorsque le prix d'exercice de l'option est plus intéressant que le prix du marché. L'acheteur à intérêt à exercer l'option ;
- « à la monnaie » ou « at the money » lorsque le prix d'exercice de l'option est égal au prix du marché. L'acheteur est indifférent quant à l'exercice ou non l'option ;
- « en dehors de la monnaie » ou « out of the money » lorsque le prix d'exercice de l'option est moins intéressant que le prix du marché. L'acheteur n'exerce pas l'option.

Call	Put	Option	Strike > cours du marché
Strike < cours du marché	En dehors de la monnaie	Strike = cours du marché	
Strike = cours du marché	A la monnaie	Strike < cours du marché	
Strike > cours du marché	Dans la monnaie		

C.4. La date d'exercice

La date d'exercice (appelée également la date d'échéance, la date d'expiration ou encore la maturité) est le dernier jour où l'acheteur peut exercer son option. De ce fait, nous distinguons :

C.4.1. Les options européennes

Une option est dite européenne lorsque l'acheteur ne peut l'exercer qu'à la date de l'échéance prévue dans le contrat.

C.4.2. Les options américaines

Une option est dite américaine lorsque l'acheteur peut l'exercer à tout moment pendant la durée de vie du contrat jusqu'à la date d'échéance.

La prime d'une option américaine sera plus élevée que celle d'une option européenne.

C.5. La prime

La prime (appelée également premium) est le prix de l'option. Il s'agit de la somme que l'acheteur paye au vendeur à la naissance du contrat (elle est payée d'avance). Elle reste acquise au vendeur, qu'il y ait ou pas exercice de l'option par l'acheteur.

Elle peut être exprimée en pourcentage, de l'ordre de 1 à 3 %, du montant nominal exprimé dans la devise primaire ou en unités de devise secondaire.

La prime est déterminée par quatre variables majeures :

- La volatilité du couple de devises ;
- · La durée jusqu'à l'échéance ;
- · Le prix d'exercice ;
- · Le type de l'option (américaine ou européenne).

D. Les déterminants du prix d'une option de change

Le prix d'une option de change varie en fonction de ses caractéristiques. Il dépend :

- De la comparaison des caractéristiques de l'option (prix d'exercice, échéance et montant dans une certaine mesure) avec les conditions de marché ;
- Des évolutions probables des conditions de marché.

En effet, le prix d'une option ne dépend pas uniquement du gain obtenu en décidant de l'exercer immédiatement, mais aussi, de la probabilité que cette option devienne bénéfique. De ce fait, la valeur d'une option se décompose en deux éléments : la valeur intrinsèque et la valeur temps.

Montant de la prime = Valeur intrinsèque + Valeur temps

D.1. La valeur intrinsèque

La valeur intrinsèque correspond à la valeur minimale de la prime ; elle correspond au gain immédiat, sans risque, que ferait l'acheteur de l'option en faisant simultanément une opération sur le marché des changes (le marché au comptant ou le marché à terme).

La valeur intrinsèque n'est en fait que le reflet d'une remarque de bon sens consistant à dire que, si un produit financier offre plus d'avantage qu'un autre, son prix doit lui être supérieur.

La valeur intrinsèque représente la différence entre le prix d'exercice et le cours à terme, pour une option européenne, et la différence entre le prix d'exercice et le cours le plus avantageux des cours comptant ou à terme, pour une option américaine. Lorsque cette différence est négative la valeur intrinsèque est nulle.¹ Le tableau suivant présente les différentes valeurs intrinsèques selon les types d'options :²

Type de l'option	Cours de référence	Sens de l'option	Valeur intrinsèque	Européenne
Call		Max(0 , cours à terme-strike)	Européenne	
Put		Max(0 , strike-cours à terme)	Américaine	

¹ M.Debauvais & Y.Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 264.

² mémoire 2003 Instrument de couverture de risque de change , présenté par M. BERRA Fouad M. BOULOUDNINE , P 63

Devise en report	Call	$\text{Max}(0, \text{cours à terme} - \text{strike})$	Américaine
Devise en déport	Call	$\text{Max}(0, \text{cours spot} - \text{strike})$	Américaine
Devise en déport	Put	$\text{Max}(0, \text{strike} - \text{cours à terme})$	Américaine
Devise en report	Put	$\text{Max}(0, \text{strike} - \text{cours spot})$	

D.2. La valeur temps

La valeur temps est la probabilité que l'option devienne dans la monnaie. Elle est égale à la différence entre le prix de l'option et sa valeur intrinsèque.

La valeur temps est essentiellement déterminée par :

D.2.1. La durée du contrat optionnel

Si la durée de vie de l'option est plus élevée, la probabilité que les cours futurs évoluent favorablement augmente. Par conséquent, le montant de la prime sera d'autant plus élevé.

Le lien entre la maturité et la prime de l'option est positif. En fait, ceci est uniquement vérifié avec des options américaines. Avec les options européennes, il n'y a pas de lien automatique entre la maturité et le prix d'une option.¹

D.2.2. Le positionnement du prix d'exercice

La valeur temps atteint son maximum quand l'option est « à la monnaie » car l'incertitude, quant à son exercice, est la plus grande. Le vendeur prend un risque élevé qu'il n'acceptera qu'en contrepartie d'une prime élevée.

D.2.3. Les taux d'intérêt

¹ P. Fontaine, Gestion du risque de change, op. cit, P 57.

Le vendeur de l'option constitue une encaisse de précaution, il va donc placer dans une devise et emprunter dans l'autre. Plus l'écart de taux lui est favorable, plus la protection est économique et par conséquent la prime sera moins chère.

Par un autre raisonnement, le lien est positif (négatif) entre le prix d'une option d'achat (de vente) de devises et le taux d'intérêt national, car l'acheteur d'une option d'achat prend une position d'achat sans déboursier réellement de l'argent. Ceci lui évite d'emprunter de l'argent dans son pays et donc de payer des intérêts. Or, plus le taux d'intérêt national est élevé, plus cet avantage est conséquent et plus le prix de l'option sera élevé.

En revanche, le lien est négatif (positif) entre le prix d'une option d'achat (de vente) de devises et le taux d'intérêt étranger, car l'acheteur d'une option d'achat prend une position sur une devise étrangère qu'il ne possède pas et donc ne peut pas placer. Il ne touchera pas les intérêts liés à ce placement. Cette perte d'opportunité sera d'autant plus grande que le taux d'intérêt de la devise sera élevé et le prix de l'option d'achat (de vente) sera plus faible (élevé).

D.2.4. La volatilité du couple de devises

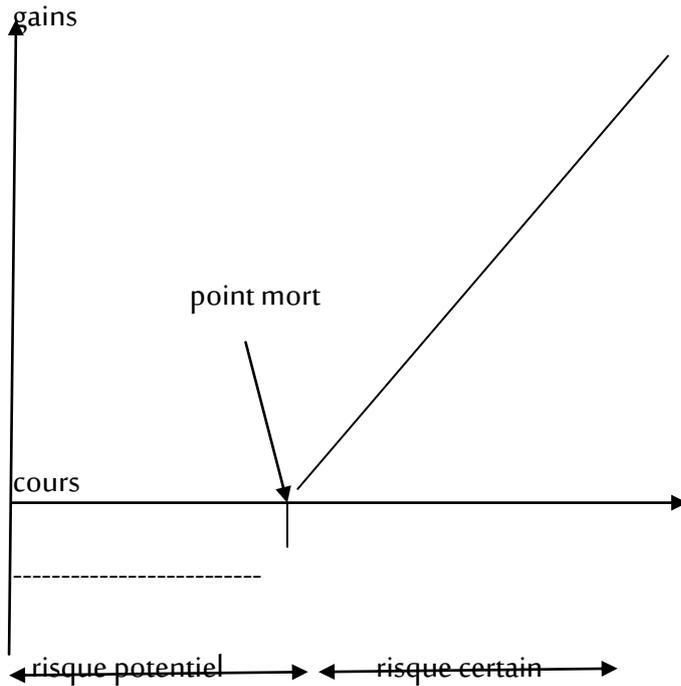
La volatilité représente l'amplitude et la fréquence des variations du cours de change autour de la moyenne, au cours d'une période d'observation donnée. C'est une donnée de base pour décider de l'opportunité de la couverture.

Plus la volatilité est élevée, plus les chances de voir monter ou baisser le cours de la devise sous-jacente sont importantes ce qui implique que les pertes et les gains potentiels sont plus élevés. Cependant, la détention d'une option permet de limiter les pertes au montant de la prime alors que les gains potentiels sont illimités. Ainsi, plus la devise est volatile, plus les détenteurs d'options à titre spéculatif ou de couverture seront prêts à payer cher cette option.

Le lien est donc positif entre la volatilité et la prime de l'option, et il est identique que ce soit une option d'achat ou de vente.

E. Les stratégies de couverture optionnelle

E.1. Les stratégies de base



pertes

Schéma les pertes et les gains de l'entreprise dans différent taux de change¹

L'entreprise cherchant à couvrir un risque de change (à la hausse ou à la baisse) doit recourir à l'achat d'option (respectivement call ou put). Seul certains cas bien précis, rentabilisation d'une position de change librement acceptée ou spéculation sur la valeur temps de l'option, peuvent inciter un agent économique recherchant une couverture à choisir l'ouverture d'une position vendeur.

Il existe quatre stratégies de base :

E.1.1. L'achat d'un call

L'achat d'un call permet de se couvrir contre le risque de la hausse d'une devise par rapport à une autre, tout en bénéficiant de la baisse.

¹ mémoire 2003 Instrument de couverture de risque de change , présenté par M. BERRA Fouad M. BOULOUDNINE , P 71

En effet, l'option call permet à l'acheteur de payer la devise à un prix maximum, égal au prix d'exercice augmenté du montant de la prime et ce quelle que soit la hausse, ce qui lui permet de réaliser un profit illimité proportionnel à la hausse de la devise. Dans le cas contraire (baisse de la devise), Elle lui permet de limiter la perte au montant de la prime.

E.1.2. L'achat d'un put

L'achat d'un put permet de se couvrir contre le risque de la baisse d'une devise par rapport à une autre, tout en bénéficiant de la hausse.

En effet, l'option put permet à l'acheteur de vendre la devise à un prix minimum, égal au prix d'exercice diminué du montant de la prime et ce quelle que soit la baisse, ce qui lui permet de réaliser un profit illimité proportionnel à la baisse de la devise. Dans le cas contraire (hausse de la devise), elle lui permet de limiter la perte au montant de la prime .

E.1.3. La vente d'un call

La vente d'un call permet de vendre une devise à un prix maximum égal au prix d'exercice augmenté de la prime.

Le vendeur d'un call a un profit inverse à celui de l'acheteur du call. Il est dans l'obligation de se soumettre à la décision de l'acheteur, ce qui fait que les gains sont limités à la prime reçue alors que les pertes sont illimitées.

E.1.4. La vente d'un put

La vente d'un put permet au vendeur d'acheter une devise à un prix minimum égal au prix d'exercice diminué de la prime qu'il a reçue.

Le vendeur d'un put a un profit inverse à celui de l'acheteur du put. Il est dans l'obligation de se soumettre à la décision de l'acheteur, ce qui fait que les gains sont limités à la prime reçue alors que les pertes sont illimitées.

E.2. Les stratégies sur la volatilité

Les stratégies sur volatilités reposent sur les anticipations de volatilité future des cours de change. Les utilisateurs de ces stratégies visent à tirer profit sur la stabilité ou l'instabilité du marché sans chercher à connaître la tendance.

E.2.1. Les straddles

Un straddle consiste en l'achat (ou la vente) simultané d'un call et d'un put au même prix d'exercice.

L'acheteur de straddle anticipe une forte variation de cours indépendamment du sens de celle-ci. Cette variation doit être suffisamment importante pour lui permettre le paiement des deux primes et si possible l'exercice d'une des options. Ainsi, la perte est limitée à la somme des deux primes et le gain est illimité.

A contrario, le vendeur de straddle table sur une stabilité du cours de change autour du prix d'exercice afin de lui permettre de conserver au moins une partie des primes touchées initialement. Ainsi, son gain est limité aux deux primes et la perte est illimitée.

E.2.2. Les strangles

Un strangle consiste en l'achat (ou la vente) simultanée d'un call et d'un put mais à des prix d'exercice différents. De plus, ces prix seront en dehors de la monnaie afin de minimiser le montant des primes à payer.

L'acheteur de strangle anticipe une très forte volatilité de cours. Cette variation doit être suffisamment importante pour lui permettre le paiement des deux primes et si possible l'exercice d'une des options. Ainsi, la perte est limitée à la somme des deux primes et le gain est illimité.

A contrario, le vendeur de strangle table sur une stabilité des cours de change au tour des deux prix d'exercice afin de lui permettre de conserver au moins une partie des primes touchées initialement. Ainsi son gain est limité aux deux primes et la perte est illimitée mais à risque réduit.

E.3. Les stratégies sur le prix

Les stratégies sur le prix supposent, par définition, une anticipation de l'évolution du prix du sous-jacent.

On distingue les « termes synthétiques » appelés également « collar » qui consistent en l'achat d'une option call ou put et la vente d'une option de sens contraire, de même échéance et prix d'exercice .

E.4. Les stratégies de minimisation du coût de l'option

Les stratégies de minimisation des coûts permettent de surmonter l'obstacle que constitue la prime pour l'utilisation des options. En effet, elles permettent de profiter des variations favorables du marché sans aucun coût initial. Mais en contrepartie de cette opportunité de gain, un niveau de perte potentielle doit être accepté.

E.4.1. L'option à prime zéro

Le principe de l'option à prime zéro est de proposer une couverture entre deux limites sans paiement de prime. Cette stratégie combine l'achat et la vente de deux options européennes, de sens contraires, en dehors de la monnaie de primes égales. L'achat de l'une est financé par la prime perçue pour la vente de l'autre.¹

E.4.2. L'option à prime faible

Le principe de l'option à prime faible dérive du concept de 'prime zéro'. L'acheteur de la stratégie choisit de modifier une des deux bornes, dans un sens qui lui soit favorable, contre le paiement d'un certain montant de prime.

Dans l'exemple de la couverture d'une position longue, l'exportateur peut décider de relever, soit la borne basse pour se protéger à un niveau plus élevé, soit la borne haute pour profiter davantage d'un mouvement à la hausse de la devise sous-jacente.

E.5. Les options de seconde génération²

Les options de seconde génération (exotiques) sont de nouveaux produits apparus sur les marchés afin de palier aux inconvénients des options standards et de satisfaire les exigences des clients quant à la prime, la spécificité et la complexité des besoins de couverture.

¹ P. Gillot & D. Pion, Le nouveau cambisme, op. cit., P 107.

² M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 164

Les options exotiques sont négociées sur les marchés de gré à gré. Ce sont des produits sur mesure, adaptés par les ingénieurs financiers et qui ne se limitent qu'à leurs imaginations.

E.5.1. L'option à barrière simple

L'option à barrière simple fonctionne comme une option classique mais son contrat précise un niveau de cours prédéterminé qui, s'il est atteint, active ou désactive l'option. Si l'option est américaine, son dépassement (à la hausse ou à la baisse) est observé depuis la création de l'option jusqu'à sa maturité.

Il existe deux types d'options à barrières :

- **Les options à barrières activantes** (knock-in ou lightable option) : L'acheteur de cette option ne possède rien tant que le cours de la devise sous-jacente n'a pas touché la barrière ; dès que cette dernière est atteinte, il se trouve détenteur d'une option classique.
- **Les options à barrières désactivantes** (knock-out ou extinguishable option) : Inversement, l'acheteur possède une option classique tant que le cours de la devise sous-jacente n'a pas touché la barrière.

E.5.2. L'option à double barrière

Une option à double barrière s'active (apparaît) ou se désactive (disparaît) si le cours de la devise sous-jacente franchit les bornes d'un tunnel fixe déterminé dès l'origine de l'opération. Comme pour les options à barrière simple, on distingue les options à doubles barrières activantes et les options à doubles barrières désactivantes.

E.5.3. L'option sur moyenne

L'option sur moyenne (option asiatique) est une option dont le prix d'exercice est le cours moyen de la devise pendant la durée de vie de l'option «option average strike» ; ou dont le prix d'exercice est, à l'échéance, comparé à la moyenne des cours de la devise.

Le détenteur d'une option sur moyenne ne subit pas de mouvement brutal du cours de la devise à l'approche de l'échéance et s'assure ainsi une protection contre un accident de marché.

E.5.4. L'option lookback

L'option lookback a la particularité d'être dépendante du chemin parcouru par la devise sous-jacente. Ainsi, elle procure à son détenteur le niveau le plus favorable atteint par le cours de la devise sur une période de temps définie au départ. Il existe deux types d'options lookback : les lookback simples, qui procurent à l'acheteur la différence entre un prix d'exercice fixé à l'origine et le cours extrême du marché observé sur la durée de vie de l'option (le plus haut pour un call, le plus bas pour un put) ; par ailleurs, les lookback strike donnent le droit à l'acheteur d'acheter (call) ou de vendre (put) la devise sous-jacente à son prix extrême observé sur la durée de vie de l'option.

E.5.5. L'option à prime contingente

L'option à prime contingente (contingent premium) est une option pour laquelle l'acheteur ne paie pas de prime lors de son achat. A l'échéance de l'option, si celle-ci se termine hors de la monnaie, elle n'est pas exercée et l'acheteur n'aura donc pas à payer la prime. Si elle se termine dans la monnaie, elle est automatiquement exercée et l'acheteur doit acquitter une prime supérieure à celle d'une option classique équivalente. Ce type d'option correspond à une «assurance catastrophe» pour un opérateur souhaitant se couvrir sans coût en cas de non exercice.

E.5.6. L'option corridor

L'option corridor (range option) procure à son détenteur un revenu qui dépend du nombre de jours durant lesquels le cours de la devise sous-jacente demeure compris dans un intervalle déterminé. Ce revenu est calculé en multipliant un montant fixe par le nombre de jours pendant lesquels la devise est située dans un intervalle de cours appelé corridor.

E.5.7. L'option cri

L'option cri (shout option) permet à son détenteur de changer le sens (call ou put) à n'importe quel moment de la vie de l'option.

E.5.8. L'option sur panier

L'option sur panier (basket option) est caractérisée par son sous-jacent qui est un panier de plusieurs devises équipondérées ou non.

E.5.9. L'option sur option

L'option sur option (compound option) est une option dont le sous-jacent est une autre option, elle confère à son détenteur le droit d'acheter ou de vendre des options dont les caractéristiques ont été fixées au préalable. Cette option ne sera exercée que si la valeur de l'option sous-jacente est supérieure au premier prix d'exercice, aussi, l'échéance de l'option mère doit être plus courte que celle de l'option fille. On distingue le call sur call, le call sur put, le put sur call et le put sur put.

F. Le cadre d'utilisation des options

L'option de change représente un instrument de couverture du risque de change certain (créances ou dettes commerciales, emprunts ou prêts ou bien actifs financiers). Elle constitue une solution particulièrement bien adaptée aux situations où le risque est incertain¹ :

- Les appels d'offres internationaux ;
- Les ventes sur catalogues (dans lesquels les prix sont libellés en devise) ;
- La cession d'actifs sur devises, en particulier la vente de participations dont la réalisation effective est incertaine.

G. Les avantages et les inconvénients des options de change²

La couverture optionnelle présente des avantages et des inconvénients :

G-1 Les avantages de la couverture optionnelle :

- Garantit à l'acheteur de l'option un cours maximum d'achat (ou un cours minimum de vente).
- Souplesse d'utilisation (prix d'exercice, échéance) ;
- Permet de couvrir des positions de change conditionnelles (risques aléatoires) ;
- Permet à l'acheteur de profiter d'une évolution favorable des cours ;

¹ M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit., P 284.

² .BERRA ,mémoire fin d'étude « instrument de couverture du risque de change » école supérieure des banque année2009

- Outil de gestion dynamique du risque de change : la revente de l'option est possible
- Instrument de hors bilan (seule la prime est échangée lors de la conclusion du contrat).

G-2 Les inconvénients de la couverture optionnelle :

- Coût instantané de la prime en termes de trésorerie ;
- Le montant de la prime versée peut se révéler très élevé. Il constitue une véritable charge financière ;
- Echéance de l'option généralement inférieure à 1 an ;
- Ce type de contrat nécessite une gestion continue par un professionnel ;
- L'utilisation des options n'a d'intérêt que pour des opérations en devises portant sur des montants importants.

Dans ce chapitre, nous avons fait le tour des nouveaux instruments de couverture du risque de change dont le succès a favorisé l'éclosion de nouvelles stratégies de gestion. En effet, les produits dérivés, par leurs caractéristiques souples de fonctionnement, ont atteint les objectifs escomptés et ont en conséquence été à la hauteur des attentes.

Chapitre 4 :

Etude de cas : cas de la Société Nationale des tabacs et allumettes

Afin d'illustrer l'impact de l'absence d'un système de couverture contre le risque de change sur les entreprises algériennes, nous allons étudier le cas de l'entreprise publique SNTA à travers une opération d'importation financée par un crédit extérieur.

Pour ses besoins d'exploitation, cette entreprise a conclu un marché avec la société Allemande HAUNI . Ce marché porte sur la fourniture des nouveaux 3 trois machines de fabrication des cigarettes et leurs pièce de rechange et formation de personnel .

Dans un premier temps, nous présenterons la SNTA et les caractéristiques du contrat conclu. Ensuite, nous étudierons la perte ou le gain de change réalisés.

1. Présentation de la SNTA

1.1. Historique

La Société Nationale des Tabacs et Allumettes furent créés en 1963 par ordonnance 03-427 du 07 Novembre 1963.

1.2. Missions

La SNTA est un établissement public à caractère industriel et commercial dont la mission consiste à exécuter la fabrication des produits tabagique et les commercialisés.

1.3. Filiales

Dans le but de développer ses propres structures d'études et d'engineering, dans un cadre d'intégration nationale et afin d'améliorer ses prestations annexes et complémentaires au transformation de tabac, la SNTA a procédé à la création des unités de production et de commercialisation :

- 5 Usines de cigarettes ;
- 3 Usines et 2 centres de conditionnement de tabac à priser et à mâcher ;
- 3 directions régionales de commercialisation
- Une unité de transport ;
- Une usine de fabrication de filtres ;
- Une imprimerie destinée à l'impression des étiquettes de tous emballages ;
- Un laboratoire central d'analyse et de recherche ;
- Une structure érigée en direction central chargée de la culture du tabac.

2. Présentation du contrat

C'est un marché de gré à gré conclu le 23 Janvier 2013 entre la SNTA et la HAUNI (entreprise Allemande) relatif à la livraison de nouvelles lignes de production. Ce marché est régi par la législation et la réglementation algérienne en vigueur et notamment :

- L'ordonnance 75-58 du 26/09/1975 relatif au Code Civil ;
- L'ordonnance 75-59 du 26/09/1975 relatif au Code de Commerce ;
- Le règlement des marchés de la SNTA n°23/DIR du 26/06/2012 notamment ses articles 24 et 40 alinéas 2.

Le marché est exécuté sans intermédiaire.

La fabrication s'effectue dans les usines du fournisseur. Celui-ci s'engage à effectuer en cours de fabrication et à ses frais tous les contrôles et essais utiles. Il délivrera à la SNTA un certificat attestant l'exécution de tous les contrôles prévus en la matière.

La réception provisoire qualitative et quantitative aura lieu en Algérie et sera sanctionnée par un Procès-verbal de réception provisoire dont une copie sera adressée au fournisseur. La réception intervient dans les trois mois qui suivent l'installation.

La réception définitive aura lieu à l'expiration de la garantie technique.

2.1. Les prix

Les prix s'entendent :

- Hors taxes ;
- Fermes, non révisables et non actualisables ;
- Fourniture livrée sous emballage maritime, rendue FOB, Port européen ;
- Tous droits et taxes du pays d'origine compris, mais en exonération à l'exportation.

2.2. Le montant du marché

Le montant total du marché s'élève à 22.347.291 EUR correspondant à 2 047 458 801DA au cours de 91.62

2.3. Le financement

Le marché fait l'objet d'un financement par un crédit acheteur à hauteur de 85% entre la SNTA/BADR BANQUE et la HAUNI/Société Générale selon les conditions suivantes :

- 15% du montant du marché payable par un Crédit documentaire irrévocable et confirmé (frais de confirmation à la charge du bénéficiaire la SNTA) ;
- 85% sont payés lors de la livraison par la Société Générale à HAUNI sur présentation des documents d'expédition.
- La durée du crédit : 3 ans
- Le taux d'intérêt : un taux annuel fixe de 4,60 %

· **Commission d'engagement** : 0,20 % calculée à partir de la date de signature d'ouverture de crédit sur le montant du crédit déduction faite des utilisations effectuées à tout moment. Elle sera payable semestriellement à terme échu sur décompte établi par le prêteur.

· **Commission de gestion** : **0,20 % elle sera calculée sur le montant du crédit en principal et sera versée par l'emprunteur au plus tard dans les 60 jours de la signature de l'ouverture de crédit.**

2.4. Modalités de remboursement

2.4.1. Le principal

Il sera remboursé en 6 semestrialités égales et consécutives. La première viendra à l'échéance 6 mois après la date du point de départ de la période de remboursement (date de chaque expédition).

2.4.2. Les intérêts

Ils seront calculés en nombre exact de jours rapportés à 360 jours en fonction des montants dus par l'emprunteur à tout moment à partir de la première utilisation du crédit et seront payables semestriellement à terme échu. Ils seront réglés aux mêmes dates que les remboursements du principal.

2.4.3. L'acompte

Les 15 % du montant du marché, soit EUR 3.352.093 ,65 feront l'objet d'un paiement par crédit documentaire irrévocable et confirmé.

3. Calcul de la perte de change

La perte (ou gain) de change sera calculée pour chaque utilisation et par semestrialité. Elle consiste à prendre la différence entre le taux de change à la date d'expédition et celui appliqué au paiement effectif ¹, et la multiplier par le montant de la semestrialité.

Exemple : Calcul de la perte de change sur la sixième semestrialité de la première utilisation :
Montant de la semestrialité (Ms) EUR 240.668,02.

- Taux de change à la date d'expédition (Te) est de 69,9522.
- Taux de paiement au 10/03/14 (Tp) est de 87,873 9.
- La perte (ou gain)² de change sera égale à :
- $Ms \times (Te - Tp) = 240.668,02 \times (87,8739 - 69,9522) = -4.313.180,05 \text{ DZD}$

Nous allons faire de même pour les autres semestrialités. Le tableau 1 illustre, par année, la perte de change subie par la SNTA au titre de remboursement du crédit acheteur. La perte de change sur toutes les utilisations (la dernière échéance du 26/01/2015 n'est pas prise en compte) s'élève alors à **DZD 10.188.716,92**.

Au titre des remboursements qui interviennent en 2014, la perte de change s'élève à **DZD 7.412.974,59**.

On remarque bien que la perte de change est très importante, elle viendra en déduction du résultat de l'entreprise.

Tableau 1 : Calcul de la perte de change par année

Perte ou gain de change	Principal (EUR)	Intérêts (EUR)	Semestrialités (EUR)	Date	11/09/2012

¹ Le taux de paiement effectif correspond à celui sur le marché des changes, j-2 de la date de la semestrialité

² Il y a perte de change si le résultat (de la formule) est négatif.

(DZD)				
235 227,67	27 592,50	262 820,17	412 049,46	05/12/2012
29 660,03	3 433,68	33 093,71	-1 042,45	Total année 2012
264 887,70	31 026,18	295 913,88	411 007,01	12/03/2013
235 227,67	27 352,04	262 579,71	-66 222,60	06/06/2013
29 660,03	3 448,84	33 108,87	61 158,70	26/07/2013
62 700,42	8 941,08	71 641,50	75 882,68	10/09/2013
235 227,67	22 051,46	257 279,13	28 480,80	05/12/2013
29 660,03	2 774,23	32 434,26	18 938,36	Total année 2013
592 475,82	64 567,65	657 043,47	118 237,94	28/01/2014
62 700,42	7 450,90	70 151,32	79 621,75	11/03/2014
235 227,67	16 335,55	251 563,22	82 613,36	05/06/2014
29 660,03	2 069,30	31 729,33	-178 959,77	26/07/2014
62 700,42	5 736,39	68 436,81	-692 101,46	10/09/2014
235 227,67	11 051,38	246 279,05	-2 284 041,17	06/12/2014
29 660,03	1 387,11	31 047,14	-312 120,00	Total année 2014
655 176,24	44 030,63	699 206,87	-3 304 987,29	28/01/2015
62 700,42	4 446,51	67 146,93	-1 124 603,64	10/03/2015
235 227,67	5 440,35	240 668,02	-4 313 180,05	05/06/2015
29 660,03	689,77	30 349,80	-691 420,04	28/07/2015
62 700,42	2 916,27	65 616,69	-1 283 770,86	Total année 2015
390 288,54	13 492,90	403 781,44	-7 412 974,59	Total général (3 utilisations, 4 années)
1 902 828,30	153	2 055	-10 188	

	117,36	945,66	716,92		
--	--------	--------	--------	--	--

L'exemple de la SNTA montre les conséquences des évolutions récentes de l'Euro par rapport au Dinar sur une entreprise algérienne. Il illustre les pertes importantes subies par cette dernière à cause de l'évolution défavorable des cours de change.

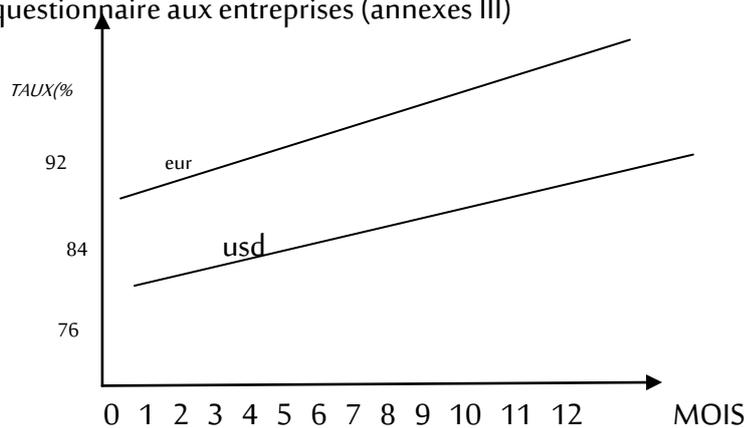
L'entreprise aurait pu éviter cela soit en optant pour un financement local, soit en se couvrant sur le marché à terme. Cependant, celle-ci ne pouvait avoir recours à la couverture à terme étant donné l'absence de cet instrument.

Après avoir analysé le cas de la SNTA, il en ressort l'ampleur des pertes de change qu'elle a subies. Cela nous pousse à nous interroger sur le cas des autres entreprises algériennes traitant avec l'étranger ; objet de la prochaine section

4- Le besoin des opérateurs économiques à la couverture contre le risque de change

Le risque de change existe certes, il a en effet été source de pertes pour de nombreuses entreprises dont la SNTA.

Afin de confirmer ce fait et de cerner l'aptitude des entreprises algériennes, l'ampleur des pertes qu'il cause ainsi que les attentes des entreprises pour faire face à ce risque (surtout en cette période où les cours de change accusent une importante volatilité, voir graphique 2), nous avons décidé de soumettre un questionnaire aux entreprises (annexes III)



Graphique 2 : Evolution des taux de change USD/DZD et EUR/DZD en 2013

(Source : salle de change, Citi Bank)

1. Méthodologie du sondage :

Les résultats présentés dans cette section sont issus d'un questionnaire anonyme établi par moi-même.

Ce questionnaire était destiné aux entreprises publiques et privées qui entretiennent des relations avec l'étranger. Parmi ces entreprises, il y a des filiales d'entreprises étrangères multinationales. Il leur a été adressé dans la période août /septembre 2003

Nous avons prévu un échantillon de taille minimale de 200 entreprises. Malheureusement 26 seulement ont donné suite à notre questionnaire. Cela est principalement dû à :

- La courte durée pour la préparation du mémoire ;
- La période (août 2003) qui est une période de congé ;
- La conjoncture défavorable : le séisme du 21 mai.

Ajouter à cela le refus de certaines entreprises de nous répondre, sous prétexte que :

- Les informations demandées sont confidentielles. Les chiffres et la stratégie de l'entreprise ne peuvent être divulgués ;
- Cela engage la responsabilité de l'entreprise ;
- Les mouvements d'affaires en devises ne sont pas importants ;
- Rien ne va être fait, à quoi bon perdre du temps ;
- Les réponses sont évidentes.

Avec un taux de réponses de 10 %, je ne pouvais prétendre à une étude exhaustive. Toutefois, j'ai tenu à présenter les résultats de mon questionnaire car le peu d'entreprises qui ont répondu et même celles qui n'ont pas répondu (par écrit) ont manifesté leur intérêt quant au sujet.

2. Les résultats

Dans ce qui suit, nous allons présenter les résultats de notre sondage.

2.1. Caractéristiques des entreprises

- 19 % des entreprises sont publiques, le reste 81 % sont privées.
- Les entreprises appartiennent à différents secteurs d'activités : travaux publics, céramique, matériaux de construction, cosmétique, industrie mécanique, transport, agro-alimentaire et commerce multiple.

2.2. Les transactions avec l'étranger

- Les entreprises participantes sont caractérisées par un volume important de transaction avec l'étranger, une moyenne de USD 700.000 par an.
- Toutes ces entreprises sont importatrices.
- Pour la majorité des entreprises, les opérations du commerce extérieur représentent un pourcentage important dans le total d'activité, soit une moyenne de 37 %.
- Les entreprises participantes réalisent l'essentiel de leurs transactions en Euro (96 %). Avec un pourcentage très faible en Dollar américain (4 %).

L'importance du volume d'importation libellé essentiellement en Euro engendre une forte exposition au risque de change.

2.3. L'exposition au risque de change

Les entreprises importatrices interrogées sont exposées au risque de change de différentes manières :

- 48 % des entreprises sont exposées au risque de change dans le cadre de leurs importations pour la revente en l'état ;
- 30 % des entreprises sont exposées au risque de change dans le cadre de leurs importations de matières premières ;
- 22 % des entreprises sont exposées au risque de change dans le cadre de leurs importations de biens d'équipements et de pièces de rechanges (pour leurs propres besoins).
- Les opérations d'importation sont effectuées à 96 % des cas selon les besoins, ce n'est que 4 % des opérations qui sont effectuées selon l'évolution des taux de change.

? Les paiements sont effectués :

- 87 % en cash ;

- 13 % par un financement.

Les déterminants de l'importation sont des facteurs aggravant le risque de change. Du fait qu'ils le rendent indépendant de la volonté de l'entreprise, le risque de change devient moins gérable.

2.4. Stratégie

Dans leurs politiques globales de gestion, uniquement 75 % des entreprises prévoient une «stratégie» de couverture contre le risque de change. En fait, celles-ci se limitent à la planification de leurs transactions. La majorité des entreprises étant contraintes au renouvellement des stocks ou l'approvisionnement des matières premières.

Le reste des entreprises (25 %) ne prévoient rien.

? Dans le cadre de leurs opérations avec l'extérieur, 92 % des entreprises prennent en considération les prévisions sur les taux de change.

? 88 % des entreprises répondantes ne sont pas aidées par leurs fournisseurs en matière de risque de change.

12 % des entreprises reçoivent des aides sous forme de termaillage (69 %) ou de clauses d'indexation (31 %).

En l'absence de stratégies claires de gestion du risque de change conjuguée à la neutralité des fournisseurs, les entreprises se retrouvent seules face au risque de change.

2.5. Conjoncture

Pour mettre en évidence les conséquences de l'absence d'un système de couverture contre le risque de change dans une période où les monnaies connaissent une volatilité importante, nous avons interrogé les entreprises sur l'impact de l'évolution des cours de change ces derniers temps.

- 100 % des entreprises ont subi une perte de change à cause des évolutions récentes des cours de change.
- La perte est estimée :
- Importante par 35 % des entreprises ;

- Moyenne par 65 % des entreprises.
- Uniquement 8 % des entreprises interrogées affirment que leurs banques les informent de l'existence d'un risque de change.
- 88 % des entreprises n'ont pas pris de mesures pour faire face au risque de change.

Il est à signaler que 8 % des entreprises ont pris des mesures préventives avec une estimation des cours les plus défavorables lors de la mise en place de leurs opérations d'importation. Les 4 % restant répercutent les pertes de change sur les prix.

- 100 % des entreprises estiment qu'elles avaient bien fait ou auraient dû faire quelque chose en matière de couverture.

Les pertes de change enregistrées auraient pu être atténuées si les entreprises avaient bénéficié de l'assistance et des conseils bancaires. Conscientes de l'ampleur du risque de change, les entreprises affichent un intérêt particulier quant à la couverture et estiment qu'elle est inéluctable.

2.6. Les perspectives

- 100 % des entreprises estiment que la mise en place d'un système de couverture contre le risque de change est une nécessité.
- 96 % des entreprises affirment qu'elles utiliseront le change à terme si leurs banques le leur proposent. Uniquement 4 % y sont indifférentes.

La mise en place d'un système de couverture contre le risque de change présente un intérêt commun pour l'ensemble des entreprises. Le change à terme est en particulier sollicité par la majorité d'entre elles.

A la lumière des résultats obtenus dans le cadre du présent sondage, il en ressort que l'ensemble des entreprises rejoignent la SNTA pour être sujettes au risque de change. En effet, les pertes enregistrées en témoignent pleinement.

La mise en place d'un système de couverture du risque de change s'avère plus que jamais une nécessité confirmée.

Le change à terme, prévu par la réglementation et ayant fait l'unanimité des entreprises paraît l'instrument le plus adapté pour aboutir à cette fin.

La possibilité du change à terme en Algérie sera traitée dans la prochaine section.

5- La possibilité du change à terme en Algérie

Devant l'absence d'un instrument de couverture du risque de change bien défini par la réglementation, et devant l'importance de ce risque, la nécessité de trouver une solution aux entreprises algériennes s'impose.

Le change à terme est l'instrument le plus utilisé à travers le monde, par sa simplicité de fonctionnement et de mise en place. C'est un instrument sûr de couverture du risque de change.

Dans cette section, on décrit la procédure qui peut être suivie par une banque pour structurer des opérations de change à terme pour le compte de sa clientèle.

1. Cadre réglementaire

- Les opérations de change à terme sont autorisées : Règlement 95-07, article 27 ; elles sont définies : Instruction 79/95, article 13 (1) ;
- Pour se faire, il a été institué un marché des changes : Règlement 95-08, article 1 ; il a été défini : Instruction 79/95, article 2 (2) ;
- Le marché des changes comprend deux compartiments, dont l'un au comptant et l'autre à terme : Règlement 95-08, article 2 ; Instruction 79/95, articles 3, 4 et 5 (3) ;
- Les banques disposent de certaines ressources en devises qu'elles peuvent ne pas céder à la Banque d'Algérie dont les montants achetés sur le marché des changes et 50% des recettes des exportations hors hydrocarbures : Règlement 95-08, article 4 (4) ;
- Les deux catégories précédentes de devises doivent impérativement être utilisées pour couvrir les opérations courantes de la banque ou de sa clientèle : Règlement 95-08, article 5 (5) ;
- Les soldes de trésorerie devises doivent être placés au jour le jour auprès de la banque d'Algérie : Instruction 79/95, article 42. Sur ces placements les banques reçoivent une rémunération de 0,5 % l'an : Instruction 01 du 20 février 1991, article 5 (6) ;

- Les soldes des comptes correspondants doivent être impérativement nuls (obligation de rapatriement): Règlement 95-07, article 29 (7) ;
- La prise de positions de change par les banques est autorisée (dans le cadre des opérations de change au comptant et à terme) : Instruction 78/95 (8) ;
- Les taux de change sont déterminés sur le marché par le libre jeu de l'offre et la demande : Règlement 95-08, article 8 ; Instruction 79/95, article 8 (9) ;

2. La procédure de l'achat à terme

La procédure pour pouvoir structurer des opérations d'achat à terme est la suivante :

- Achat des devises au comptant sur le marché des changes ou auprès de la clientèle exportatrice¹ (4), (8);
- Vente à terme du montant acheté (1) ;
- Rapatriement auprès de la Banque d'Algérie du montant acheté (7), (6) ;
- A l'échéance du terme, livraison de ce montant en règlement de la vente à terme.

En suivant cette procédure, nous aboutissons aux résultats suivants :

- La position de change de la banque est immédiatement soldée ;
- Le solde du compte correspondant est annulé ;
- Plus le dépôt à la Banque d'Algérie est rémunéré, plus le prix du terme sera allégé par les intérêts produits ;
- Aucun risque pour la banque, pour le client et aussi pour le marché ;
- Aucun impact négatif sur les réserves de change ;
- Le montant rapatrié rentrera dans les réserves de change ;
- A l'échéance du terme, le montant rapatrié servira à couvrir la vente à terme ;
- Toutes les dispositions réglementaires sont respectées.

Remarques

- ❖ Il est à souligner que les états des déclarations destinées à la Banque d'Algérie ne prévoient qu'en partie les canevas de déclaration des opérations de change à terme.
- ❖ Les ressources dont disposent les banques pour réaliser des opérations à terme (les montants achetés sur le marché des changes et 50% des recettes des exportations hors

hydrocarbures) peuvent sembler insuffisantes pour satisfaire la demande éventuelle du fait de la disproportion entre les importations et les exportations. Toutefois, ces ressources permettront d'assurer le lancement de cet instrument.

- ❖ La banque peut solder la position de change résultant d'une vente à terme de devises par la conclusion d'une opération inverse (achat à terme) ayant les mêmes caractéristiques (montant, échéance, devise) avec un autre client (exportateur). Toutefois cela est rarement possible.
- ❖ L'achat à terme de devises auprès des exportateurs (vente à terme pour l'exportateur) peut paraître impossible pour la banque. Cette dernière n'ayant pas la possibilité d'emprunter des devises à tout moment et pour n'importe quel montant (absence de marché monétaire devises).

Sa réalisabilité est conditionnée par le développement des opérations d'achat à terme (ventes à terme aux importateurs). Etant donné que ces dernières peuvent être couvertes (en totalité ou en partie) par des opérations de vente à terme ayant les caractéristiques suivantes :

- Même devise ;
- Un montant supérieur ou égal à celui de l'opération d'achat à terme (l'excédent sera vendu sur le marché) ;
- Une échéance inférieure ou égale à celle de l'opération d'achat à terme (la banque reçoit les devises de l'exportateur qu'elle délivrera à l'importateur si les échéances sont égales. Dans le cas contraire, elle placera ces devises en attendant l'arrivée de l'échéance).

A travers ce qui précède, nous pouvons maintenant affirmer que le change à terme est possible en Algérie. Cependant, sa généralisation reste entravée par plusieurs contraintes et limites qui feront l'objet du point suivant.

3. Les contraintes et les limites à la mise en place du change à terme

La mise en place du change à terme est soumise, directement ou indirectement, à plusieurs contraintes et limites qui sont :

- La lecture de certains textes réglementaires prête à confusion ou donne lieu à plusieurs interprétations :

- Aucun article ne définit explicitement la relation banque/client au sein du marché des changes. Cela reste sous-entendu ;
- La réglementation ne spécifie ni les opérations, ni à partir de quelle date l'opération de change à terme peut être effectuée ;
- Les limites sur les positions de change perdantes ne sont pas spécifiées ;
- L'instruction 78/95 portant règles relatives aux positions de changes n'a pas été actualisée : elle impose des limites sur les positions de change dans des devises qui n'existent plus (FRF, DEM,...) ;
- Aucun article ne spécifie que les banques peuvent ou pas procéder à la vente de devises au comptant ou à terme au titre des opérations dont elles ne sont pas domiciliataires ;
- Le marché des changes algérien est un marché monopolistique du fait qu'il soit largement dominé par un seul offreur (la Banque d'Algérie). La totalité des recettes des exportations d'hydrocarbures continuent à être cédées obligatoirement à la Banque d'Algérie. Les intermédiaires agréés ne sont autorisés à disposer que de 50 % des recettes d'exportation hors hydrocarbures. Ce qui représente un sérieux handicap pour le développement du marché spot et limite le marché forward ;
- Le dossier de bourse¹ est un handicap pour le fonctionnement et le développement du marché étant donné que la banque ne peut exécuter les ordres de ses clients qu'après deux jours. Donc le client achète à un prix qu'il ne connaît pas et par conséquent ne peut pas négocier. Chose qui est contraire au principe même de marché ;
- La Banque d'Algérie n'incite pas les banques à traiter entre elles compte tenu des spread très serrés qu'elle affiche. Toutefois, cela peut s'expliquer par sa position monopolistique. Tout élargissement des spread ne ferait en fait que renchérir le coût des devises ;
- Le placement obligatoire des excédents en devises auprès de la Banque d'Algérie au taux de 0,5% prive les banques de toute autre possibilité mieux rémunératrice, ce qui renchérit le prix du change à terme offert par les banques ;
- Absence d'un marché monétaire de devises ce qui représente un sérieux handicap pour les banques quant à :

¹ Etat récapitulatif des montants des transferts au titre des paiements extérieurs en devises. Il doit être adressé à la Direction de la Gestion des Avoirs et des Opérations avec l'Etranger de la BA trois jours ouvrés avant la date de valeur. (Instruction 02-96 du 06/02/1996 relative à la déclaration des opérations de change)

- La rentabilisation des excédents en devises (ce qui aurait permis de diminuer le prix de l'achat à terme de devises) ;
- L'emprunt de devises pour pouvoir structurer et offrir aux exportateurs les ventes à terme de devises ;
- En dépit de l'obligation qui leur est faite par la réglementation¹, les banques n'offrent pas de cotations ;
- Les banques se rémunèrent par des commissions et non pas sur les taux de change ;
- Les jours fériés pour les banques en Algérie ne correspondent pas à ceux des banques à l'étranger ce qui fait perdre aux banques deux jours de travail (vendredi, dimanche) ;
- Décalage entre le marché des changes et le marché monétaire : le marché des changes fonctionne le vendredi, ce qui n'est pas le cas pour le marché monétaire.
- Les ordres de transfert des banques reçus le jeudi par la Banque d'Algérie sont exécutés le lendemain c'est-à-dire vendredi. Le marché monétaire dinars ne fonctionnant pas le vendredi, le gestionnaire de trésorerie doit prendre en considération les montants des transferts du vendredi le jeudi. Ainsi, si le compte de la banque devient débiteur, le trésorier ne pourra pas intervenir. Par conséquent la banque subira des pertes.

on a vu dans ce chapitre les pertes et les gains présentés lors d'un contrat d'un achat étranger dans une entreprise algérienne, en plus les différents modèles de couverture qui sont pratiqués dans cette unité, et aussi j'ai présenté un questionnaire dans l'unité qui traite des importations.

Conclusion générale :

Le panier de taux de change est l'inflation et la relation entre les deux nous amène après l'étude que j'ai faite dans ce mémoire, et vu la législation algérienne imposée par les structures financières, de proposer quelques **perspectives et recommandations**

Afin de permettre une synergie et un dynamisme du marché des changes avec ses deux compartiments, nous proposons les recommandations suivantes :

- L'actualisation continue de la réglementation tout en prévoyant explicitement tous les cas possibles qui peuvent se présenter ;
- La mise en place d'un marché monétaire de devises ;
- La déréglementation progressive qui permettrait d'acquérir l'expérience nécessaire graduellement tout en limitant les dégâts ;
- La suppression du dossier de bourse biaisant le fonctionnement du marché ;
- Laisser aux banques la latitude de disposer librement de leurs excédents de devises ;

La position de change en une devise est égale au solde des avoirs en cette devise résultant des opérations d'achat et/ou vente au comptant et à terme en cette devise contre TND sur le marché des changes.

La position de change globale (toutes devises confondues) est égale à la somme des contre-valeurs en TND des positions de change par devise.

- L'élargissement relatif des spread dans les cotations des devises par la Banque Centrale afin d'inciter les banques à traiter entre elles ;
- Réorganisation de la fonction trésorerie au niveau des banques et établissements financiers pour la rendre unifiée (trésorerie dinar et trésorerie devises) jusqu'à aboutir à la mise en place de salle de marchés ;
- La formation spécialisée du personnel des banques intervenant sur le marché ;
- Généralisation de l'utilisation du Swift en back office et du Reuter dealing en front office ;
- La mise en place de systèmes d'informations performants susceptibles de véhiculer une masse croissante d'informations en temps réel ;
- La diversification de l'économie algérienne par la promotion des exportations hors hydrocarbures, chose qui permettrait d'avoir des recettes supplémentaires en devises susceptibles d'alimenter le marché des changes.

D'autres suggestions, techniquement difficiles à réaliser du fait de la spécificité algérienne, méritent d'être énumérées :

- L'alignement des jours fériés avec l'étranger donc pour un week-end samedi/dimanche ;
- L'allègement voire la suppression du contrôle des changes ;
- Laisser aux banques la possibilité de disposer d'une part, voire de la totalité des recettes en devises des hydrocarbures.

Dans cette section, nous avons mis en évidence la possibilité du change à terme en Algérie compte tenu du cadre réglementaire actuel. De ce fait, il reste aux banques de prendre en main l'initiative pour la concrétisation de ce produit. Sa réussite est toutefois conditionnée par l'harmonisation des procédures.

Ce mémoire s'achève par une approche pratique de la réalité du risque de change en Algérie. Un risque qui n'a cessé de se répandre au sein de nos entreprises leur causant ainsi un préjudice non négligeable. Devant cette situation et en l'absence d'instruments de couverture, le change à terme s'avère l'instrument le plus réaliste étant donné la simplicité et la possibilité de sa mise en place.

Une entreprise est en risque de change dès qu'elle engage une opération commerciale ou financière en devises. Ce risque menace sérieusement la survie de l'entreprise par l'importance des pertes qu'il peut engendrer.

Les fluctuations que connaissent les cours de change sur le marché, ainsi que l'impératif de rentabilité conjuguée à la compétitivité obligent les entreprises à prêter une attention particulière à la gestion de cet enjeu majeur.

C'est dans cet esprit que les entreprises s'entendent pour mettre en place une stratégie de couverture du risque de change. Pour mener à bien l'action de couverture, l'entreprise dispose d'un éventail diversifié d'instruments où l'on distingue les instruments traditionnels des nouveaux.

Les instruments traditionnels peuvent être répartis en deux catégories, les instruments internes et les instruments externes. Les instruments internes, tels le choix de la monnaie de facturation et l'action sur les délais sont des instruments que l'entreprise met en place sans faire appel à aucun organisme externe. Les instruments externes nécessitent par contre le recours à des organismes externes. On en énumère les avances en devises, les contrats d'assurance et le change à terme.

Ces instruments présentent, en dépit de leur rigidité et faible adaptabilité, un intérêt irréfutable aux entreprises, surtout celles n'ayant pas accès aux autres techniques.

Les nouveaux instruments de couverture, qu'ils soient des contrats de futures, des swaps ou des options, sont venus huiler le marché dont le mécanisme se trouve coincé par l'insuffisance des instruments disponibles. Dérivés des nouvelles variables et données financières, ces instruments jouissent d'une parfaite flexibilité et une forte adaptabilité, ce qui leur permet d'étayer et d'immuniser effectivement les entreprises contre les péripéties du risque de change.

Il ne faut toutefois pas négliger leur inconvénient majeur qui réside en le coût élevé qu'ils engendrent. En effet, les primes des produits dérivés peuvent s'avérer très élevées, ce qui pèse lourdement sur la situation financière de l'entreprise.

Néanmoins, il reste strictement irrationnel de coller tel type de couverture à telle situation. Pour chaque situation, le choix de l'instrument idéal est en fait tributaire de la stratégie d'optimisation du couple : souplesse de fonctionnement / coût de mise en place.

Pour le cas de l'Algérie, nous avons pu faire un zoom sur l'évolution du régime de change et toutes les mesures qui l'ont accompagnée depuis l'indépendance. Après une longue période d'économie dirigée incarnant un régime de change fixe, l'Algérie a adopté un régime de change flottant où la valeur du Dinar est déterminée au gré du marché. Ainsi, les autorités monétaires ont mis en place un marché interbancaire de change contenant deux compartiments : le marché spot et le marché à terme.

Le glissement continu de Dinar entamé en 1986, les deux dévaluations de 1991 et 1994 ainsi que les fluctuations actuelles ont pesé lourdement sur les entreprises algériennes qui activent au niveau international. Ces entreprises ont enregistré d'importantes pertes de change, le cas étudié de la SNTA en témoigne pleinement.

Cependant, la SNTA ne se trouve pas seule dans cette tourmente ; le sondage que j'ai effectué ma permis de faire le point sur la situation des autres entreprises. Ainsi, la couverture de risque de change se trouve-t-elle au coeur des préoccupations de nos entreprises qui affichent d'ailleurs une réelle volonté de recourir aux différents instruments de couverture et au change à terme en particulier.

Ayant été prévu par la réglementation, le change à terme paraît d'ores et déjà l'instrument susceptible d'assurer aux entreprises algériennes une couverture adéquate contre le risque de change. En effet, nous avons démontré son applicabilité et en tenant compte du cadre réglementaire actuel.

La gestion du risque de change en Algérie est à ses balbutiements, c'est l'opinion que j'ai forgé au terme de ce travail de recherche. De gros effort dans ce sens restent à fournir pour se mettre au diapason des pays ayant une culture de gestion et de couverture des risques.

Liste des schémas :

Schéma 1 : Compensation multilatérale Avant compensation

Schéma 2 : Compensation multilatérale après compensation

Schéma 3 : Compensation multilatérale après compensation avec un centre de compensation

Schéma 4 :représente les canaux transmission de l'évolution du taux de change à l'inflation

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1 : Evolution des taux de change USD/DZD et EUR/DZD en 2003 89

Graphique 2 : les pertes et les gains de l'entreprise dans différent taux de change

QUESTIONNAIRE

Dans le cadre de la préparation de mon mémoire de fin d'études,j'ai mis entre vos mains ce questionnaire auquel nous vous prions de répondre.

Nous vous remercions d'avance pour votre contribution.

- **Caractéristiques de l'entreprise**
- Votre entreprise est : Publique ~ Privée ~
- Votre secteur d'activité
- **Transactions avec l'étranger**
- Volume moyen annuel des transactions avec l'étranger : (en contre valeur dollar)
- Nature des transactions : Importations ~ Exportations ~
- Pourcentage des opérations du commerce extérieur (importations et exportation) par

3- L'exposition au risque de change

- L'exposition de votre entreprise au risque de change, dans le domaine des importations, a son origine dans :
- Importation pour la revente en l'état
- Importation de matières premières ~
- Importation de biens d'équipements et de pièces de rechanges(propres besoins) ~
- Vos opérations d'importations sont effectuées en fonctions de : Vos besoins ~ L'évolution des taux de change ~
- Vos paiements sont effectués :En cash - Par un financement

- **Stratégie :**
- Dans votre politique globale de gestion, prévoyez vous une stratégie de couverture contre le risque de change ? n Oui n Non ..n Indifférent.....
- Dans le cadre de vos opérations avec l'extérieur, prenez vous en considération les prévisions sur les taux de change ? Oui n Non ..

Si non, Pourquoi ?

Vos fournisseurs vous aident-ils en matière de risque de change ? n Oui n Non ..

Si oui, comment ?

n Termaillage (avance ou report des paiements)

n Le choix de la monnaie de facturation .

n Les clauses d'indexation .

n Autres ..

Précisez

5- Conjoncture :

- Quel est l'impact des évolutions récentes des cours de change sur vos résultats ?

n Perte de change n Gain de change n Néant

2- S'il s'agit d'une perte, comment estimez-vous cette perte ? Importante Moyenne Négligeable

3- Votre banque vous informe-elle de l'existence d'un risque de change ? Oui.... Non ..

4- Avez vous pris des mesures pour faire face au risque de change ? Oui....n Non... .

Si oui, précisez

5- Estimez vous que vous avez bien fait ou auriez dû faire quelque chose en matière de couverture :

· Oui ...· Non ..~

6- Perspectives :

1- Après la libéralisation du commerce extérieur, comment estimez-vous la mise en place d'un système de couverture contre le risque de change ? Une nécessité N'a pas d'importance ... Indifférent ~

2- Si votre banque vous propose des opérations de change à terme de devises, utiliseriez-vous cet instrument ? Oui Non Indifférent.....~

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES

* Campa, J. M and L. S Goldberg (2004): «Exchange rate pass-through into import prices», London: Centre de Recherches Economiques), document de travail n° 4391 et Leigh, D et M Rossi (2002): «Exchange rate pass-through in Turkey», document de travail n°02/204 (Washington: FMI).

* Gilles Nancy. « Gestion du risque de change et mouvements de capitaux » : Economica 1976.

*Ben Ali M.S. (2006): «capital account liberalization and exchange rate regime choice, what scope for flexibility in Tunisia?» Institut William Davidson, document de travail n° 815.

*Desbrières & E. Poincelot, Gestion de trésorerie, Ed. Management, Paris, 1999.

*Devereux, M B et Yetman. J (2003): «Price-setting and exchange rate pass-through: theory and evidence», in *Price adjustment and monetary policy*, Novembre, Ottawa: banque Canada).

*Engel, C. (2002 b), « the responsiveness of consumer prices to exchange rates: a synthesis of consumer prices to exchange rate: a synthesis of some new open- economy macro models».

*Fanizza. O, N.Laframboise, E.Martion, R. Sab et I.Karpowicz (2002): «Tunisia's experience with real exchange rate targeting and transmission to a flexible exchange rate regime», document de travail n°2/190.

*Jean-Albert Collomb, Finance de marché, op. cit.

*Jonas J. et F.S. Mishkin, (2003): «inflation targeting in transition economies: experience and prospects», document de travail NBER n°9667

* Kang, S et Y Wang (2003): «Fear of inflation: exchange rate pass-through in East Asia», document de travail n° 03-06 (Seoul: institut internationale de l'économie de Corée).

- *Kara et Ogunc(2005) : «Exchange rate pass-through in Turkey :It is slow,but is it really low ?» ,département de recherche (CBRT), document de travail n° 05/10,Avril
- *Khundrakpam, Jeevan K.:»Economic reforms and exchange rate pass-through to domestic prices in India», document de travail de la banque d'Inde BIS n°225.
- *L'economie de A à Z et les sciences sociales Jean-Yves Capul et Oliver Garrier.
- ***M Becker** : Les marchés à terme d'instrument financiers.
- *M. BERRA Fouad M. BOULOUDADINE, mémoire 2003 Instrument de couverture de risque de change.
- *M. Debauvais & Y. Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, op. cit..
- *M. Sion, Gérer la trésorerie et la relation bancaire, op. cit..
- *Michael Burda, Charles Wyplosz, Jean Houard (2002) : « Macroéconomie: Une perspective européenne », De Boeck Université.
- *P. Desbrières, E. Poincelot, Gestion de trésorerie.
- *P. Fontaine, Gestion du risque de change.
- *P. Prissert & P. Garsuault & S. Priami, Les opérations bancaires avec l'étranger, La revue banque éditeur, Paris,1995.
- * P. Prissert « La gestion du risque de change » Revue Banqur, Octobre, 1973,
- *Pierre-Noël Giraud (2004-2005):»Initiation à l'économie».
- *Vincent .D et Nathalie .G (2004):»Exchange rate and inflation targeting in Morocco and Tunisia.