

CENTRE AFRICAIN D'ETUDES SUPERIEURES EN GESTION

- CESAG -

MASTER BANQUE ET FINANCE

- MBF -

ANNEE ACADEMIQUE 2010 - 2011



OPTION : FINANCE D'ENTREPRISE ET MARCHES FINANCIERS

MÉMOIRE DE FIN DE FORMATION

THEME

**GESTION DU RISQUE DE CHANGE
DANS LE FINANCEMENT DU COMMERCE INTERNATIONAL**

Présenté par :

Boris R. MONGBO

10ème Promotion du MBF

Supervisé par :

Papa M. SALL

Vice President –
Country Markets Head
Citibank Senegal SA

INTRODUCTION GENERALE

Fragilisée par les crises économique et financière survenues au cours de la période 2007-2009, l'activité économique mondiale a renoué avec le sentier de la croissance 2010. Ce redressement a été impulsé en grande partie par le dynamisme des pays émergents et en développement, tandis que les pays industrialisés sortaient lentement de la récession. En effet, la situation budgétaire des pays avancés, fortement détériorée à la veille des crises économique et financière, a davantage fragilisé leurs finances publiques et accru leur niveau d'endettement.

Dans ce contexte, le Produit Mondial Brut est ressorti à 5,1% en 2010 contre -0,7% en 2009. Cette embellie de l'économie mondiale est largement attribuable au redémarrage du commerce international, soutenu par la mise en place de plans de relance budgétaire et par la conduite de politiques monétaires expansionnistes dans la plupart des pays. Dans les pays industrialisés, les turbulences liées à la crise financière se sont quelque peu estompées et le taux de croissance du Produit Intérieur Brut est ressorti à 3,1%, après une contraction de 3,7% en 2009.

La **Zone Euro**, marquée par des tensions sur la dette souveraine de certains pays membres a, pour sa part, enregistré une croissance modérée de 1,8% contre -4,3% un an plus tôt, grâce à une reprise de la demande des ménages. Toutefois, les disparités s'y sont renforcées et certains pays, notamment la Grèce, l'Italie et l'Espagne, n'ont pas réussi à sortir de la récession (-4,3%, -0,7% et -0,2%, respectivement), en raison d'importants déséquilibres budgétaires.

Aux **Etats-Unis**, la reprise a été plus vigoureuse que dans la Zone Euro (3,1% en 2010 contre -3,7% en 2009), en raison des mesures budgétaires adoptées (crédits d'impôts, construction d'infrastructures, etc.) par le Gouvernement, soutenues par une politique monétaire accommodante. La mise en œuvre de cette politique a permis de relancer la consommation des ménages et l'investissement privé.

Quant à l'**économie nipponne**, elle a retrouvé un rythme de croissance d'avant crise (4,0% en 2010 contre -6,3% en 2009), grâce au dynamisme de ses exportations, en liaison avec la progression de la demande des pays émergents.

Une accélération de la croissance a été relevée dans les pays émergents et en développement, où la progression du Produit Intérieur Brut est passée de 2,8% en 2009 à 7,3% en 2010.

Dans le bloc des **pays asiatiques**, l'activité économique a poursuivi son dynamisme (9,5%, après 7,2% en 2009), grâce au bon comportement des exportations impulsées par la hausse des cours des matières premières.

Quant aux économies d'**Amérique Latine et des Caraïbes**, elles ont profité d'une forte augmentation de la consommation des ménages, le taux de croissance s'établissant dans cette région à 6,1% en 2010 contre un recul de 1,7% en 2009.

Observant une tendance identique à celle des autres pays en développement, l'**Afrique subsaharienne** a retrouvé sa vigueur, le rythme de croissance du PIB évoluant de 2,8% en 2009 à 5,4% en 2010.

En **Afrique de l'Ouest**, la consolidation des performances de croissance (4,3% en 2010 contre 3,0% en 2009) provient essentiellement des bons résultats enregistrés par les filières agricoles et la poursuite des programmes d'investissements publics. Les économies de l'UEMOA ont notamment bénéficié du regain d'activités des industries extractives, essentiellement des productions de phosphates (+7,5%), d'or (+3,6%) et d'uranium (+29,5%) qui ont profité de l'évolution favorable des cours.

Dans ce contexte de reprise de l'économie mondiale, l'**inflation** s'est inscrite en hausse par rapport à l'année 2009. La progression du niveau général des prix s'est établie à 1,5% dans les pays industrialisés et à 6,3% dans les pays émergents et en développement, où la croissance de la demande en énergie et en matières premières agricoles a poussé les prix à la hausse.

Au plan de la **politique monétaire**, les banques centrales des pays développés ont continué à mener des politiques expansionnistes par l'accroissement rapide de la liquidité et le maintien des taux directeurs à des niveaux historiquement bas (1,0% pour la Banque Centrale Européenne, 0,25% pour la Federal Reserve, 0,5% pour la Banque d'Angleterre, 0,0% pour la Banque du Japon). En revanche, de nombreux pays émergents, notamment le Brésil, l'Inde et la Chine, ont resserré leurs politiques monétaires (augmentation des taux directeurs et/ou des coefficients des réserves obligatoires), afin de faire face au risque de surchauffe de leur économie et/ou de la remontée des pressions inflationnistes.

Sur le **marché des changes**, la monnaie unique européenne s'est dépréciée en moyenne de 5,0%, par rapport au dollar et de 3,7% par rapport à la livre sterling. Cette situation est liée essentiellement à la crise de confiance des marchés née des problèmes budgétaires rencontrés par certains pays, tels que la Grèce.

Au plan régional, l'évolution des principales devises des pays de la Communauté Economique des Etats de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) par rapport au franc CFA est ressortie contrastée. Le naïra du Nigeria et le cedi du Ghana se sont raffermis, respectivement de 3,7% et 3,0%, tandis que le dalasi gambien et le franc guinéen se sont dépréciés de 1,1% et 12,2% respectivement.

De ce contexte global, il ressort que la reprise économique mondiale a principalement été impulsée par la redynamisation des échanges commerciaux qui jouent un rôle déterminant dans la croissance et le développement d'une économie. La mondialisation, l'évolution technologique, la modernisation des processus de production, la diversification des débouchés et la croissance démographique sont quelques uns des facteurs qui ont fortement contribué à l'amélioration des échanges commerciaux.

Le risque de change est le risque lié à la variation des cours d'une devise. C'est le fait qu'une baisse des cours de change puisse entraîner une perte de valeur d'avoirs libellés en devises étrangères. De même, la hausse des taux de change peut entraîner une hausse de valeur en monnaie nationale d'engagements libellés en devises étrangères.

Du fait de niveau de dépendance des pays subsahariens vis-à-vis du commerce international et donc de l'exposition de ces pays aux multiples risques, notamment au risque de change, inhérent à cette activité, nous nous interrogerons sur les moyens dont disposent les agents économiques de la zone UEMOA pour se couvrir contre ce risque.

PROBLEMATIQUE DE LA GESTION DU RISQUE DE CHANGE

Les entreprises commerçant avec l'étranger sont exposées à un risque de change considérable en fonction des volumes d'affaires concernés. A cet égard, elles peuvent se protéger contre ce risque ou le subir sans se prémunir. Dans le contexte économique international caractérisé par le flottement des devises, la gestion du risque de change peut s'avérer être une nécessité. Cette gestion a pour but de réduire les pertes susceptibles d'affecter, du fait des variations des cours de change des devises, le patrimoine ou les revenus de l'entreprise libellés en monnaies étrangères.

La gestion du risque de change a donc un double objectif : à court terme et à long terme.

A court terme, le coût engagé pour éviter les pertes de change doit être inférieur aux pertes qui se seraient produites en l'absence de protection. A long terme, les coûts ne doivent représenter qu'une fraction des pertes de change potentielles.

La gestion du risque de change comporte deux volets distincts : le premier concerne la détermination et la surveillance permanente de la position de change. Le deuxième volet consiste à exploiter les instruments de couverture adéquats pour la maîtrise du risque de change.

I. Justification de la problématique

Depuis l'abandon par le Système Monétaire International (SMI) des parités fixes consécutives à la décision américaine du 15 août 1971 de supprimer la convertibilité du dollar en or et l'instauration du système de changes flottants, le marché des devises s'est considérablement développé sur les différentes places financières internationales.

Aujourd'hui, on estime à près de milles huit cent quatre vingt (1880) milliards de dollars USD (*source* : *Banque des Règlements Internationaux*) le montant des opérations journalières sur ce marché. Le développement des marchés s'est accompagné d'une volatilité accrue des cours due à l'accroissement du volume des flux de capitaux à court terme souvent spéculatifs (Josette Peyrard 1999, Page 2). Cf. *tableau de volatilité des cours de change vis-à-vis du dollar EU*

Volatilité historique des cours de change vis-à-vis du dollar EU

	Japon	Allemagne	France	Italie	Royaume-Uni	Canada	Suisse
1980-2001	10.75	10.64	10.46	10.30	9.99	4.44	11.65
1980-1984	10.05	10.44	10.90	9.73	9.91	3.70	11.49
1985-1989	10.34	11.42	11.05	10.79	11.92	4.30	12.53
1990-1994	9.69	11.18	10.68	11.65	10.87	4.33	12.12
1995-2001	12.13	9.75	9.45	9.23	7.56	5.05	10.72
Maximum	31.86	25.13	23.69	39.82	26.72	12.56	27.28
Minimum	3.30	3.16	2.67	1.92	2.55	0.66	4.48

Source : www.oecd.org

Cette modification continue du paysage monétaire international, s'est aussi accompagnée d'une tendance globalement haussière du cours des matières premières et principalement celui du pétrole qui atteint les 144 dollars US le 2 juillet 2008.

Un secteur financier développé et stable et un système commercial international ouvert sont deux des éléments essentiels à la prospérité des pays. Il existe entre les finances et le commerce de nombreux liens qui ne sont pas toujours évidents. La présente étude a pour objet de montrer que le commerce ne peut s'épanouir sans un système financier adéquat et que le développement de moyens de couverture innovants contre le risque de change est une condition essentielle au développement du commerce international et particulièrement au renforcement de la performance financière des entreprises africaines.

II. Délimitation du sujet

Le sujet sera étudié dans la limite de l'environnement de la CITIBANK SENEGAL, filiale de la banque d'affaire et d'investissement américaine CITI, et d'une entreprise pétrolière sénégalaise, certes multinationale, mais qui obéit aux contraintes et contingences des entreprises se situant en Afrique au sud du Sahara, en matière de financement, d'utilisation de produits dérivés, et surtout au risque de change auquel font face les entreprises africaines de la zone franc.

III. Intérêts du sujet

1. Intérêt actuel et pratique

Au lendemain des indépendances les pays de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA) ont privilégié les relations économiques avec l'ancienne métropole en adoptant un régime de change fixe. Aujourd'hui, bien qu'en adoptant l'euro comme monnaie unique de vingt-sept pays européens, la France et les Etats membres de l'UMOA ont maintenu l'accord de coopération

monétaire avec les pays de la zone franc en garantissant au franc CFA, une parité fixe vis-à-vis de l'euro, soit $1 \text{ EUR} = 655.957 \text{ FCFA}$.

Depuis lors, les échanges commerciaux s'étant intensifiés entre les pays de la zone franc et d'autres pays tels que la Chine, l'Inde ou les USA, le risque de change naît de toutes opérations d'exportations comme d'importations libellées en devises étrangères. Il est également inhérent aux opérations de prêt et d'emprunt négociées en devises.

L'ampleur et l'imprévisibilité des fluctuations quotidiennes du cours des devises est également une source majeure de risque pour les entreprises.

Dans un tel contexte, l'absence de moyens de couverture aurait un impact négatif sur les performances financières des entreprises. Les banques locales sont les vecteurs essentiels dans le développement et la vulgarisation d'instruments adaptés aux entreprises, sous la supervision de la Banque Centrale. Cette démarche d'une bonne gestion est fonction de la sensibilité de l'acteur du marché, de sa connaissance, de son aversion au risque, certes mais dépend également des instruments à sa disposition, de leur accessibilité et de leur pertinence.

Ainsi, la présente étude ambitionne de contribuer au débat sur la mise en place d'instruments financiers et de mécanismes appropriés, destinés à fournir aux entreprises, des moyens de couvertures adéquats, accessibles, fiables et rentables aussi bien pour elles que pour les banques.

2. Intérêt théorique

Sur le plan théorique, les travaux des économistes se sont très peu orientés sur la gestion du risque de change et les mécanismes de couverture ; leurs travaux ont plutôt concerné la parité du pouvoir d'achat. Ces études se concentrent essentiellement sur les facteurs explicatifs des formations de cours de change.

Les travaux de **Dornbush** (1980), de **Krugman** (1992), de **Patrice Fontaine** (1994) et de **Yves Simon** (1995) distinguent les déterminants à long terme du taux de change des déterminants à court terme. Le taux de change à long terme résulte de la parité du pouvoir d'achat alors que celui de court terme s'explique par la parité du taux d'intérêt entre pays.

Avec comme précurseur le fondateur de la Science Economique moderne **David Ricardo** (1817), la théorie de la parité des pouvoirs d'achat est énoncée par **Cassel** (1916) : les taux de change des monnaies des différents pays tendent à correspondre à long terme au pouvoir d'achat de ces monnaies à l'intérieur. La théorie des parités des taux d'intérêt, quant à elle, est énoncée

pour la première fois par **J.M.Keynes** (1923) et se résume en une phrase : les cours des devises à terme tendent à s'ajuster aux parités des taux d'intérêt.

L'une des approches modernes de la détermination des taux de change d'équilibre met l'accent sur le phénomène de sur-réaction et s'appuie sur les thèses issues de la gestion de portefeuille s'expliquant d'une part, par le jeu des anticipations sur le marché, et d'autre part par la sensibilité des marchés financiers (**Albert Ondo** [1999]).

Suite à la suppression des parités fixes en août 1971, les économistes et les financiers vont se pencher sur la problématique de la gestion de risque de change et les instruments de couverture pour y faire face. La pratique bancaire et surtout l'ingénierie des acteurs du marché financier ont permis de mettre en place des instruments de détermination de positions de change, de couverture au comptant, à terme (**Anne Marie Keiser** [1998]) et de produits financiers « les produits dérivés » (**Yves Simon** [1995]).

Dans ce contexte, **Xavier Bruckert, Marteau Didier** et **Dahlia Tang** (1999) présentent les instruments de couverture aux entreprises et banques de la zone Franc. Ainsi affirment-ils « donner aux cadres financiers africains et trésoriers les clés d'accès au marché des changes et les aider à évoluer dans le mystère (labyrinthe) de ces différents compartiments ».

IV. Méthodologie

Notre démarche s'inscrit dans l'étude de l'environnement des entreprises africaines et spécifiquement celui d'une institution bancaire, CITIBANK, et d'une entreprise opérant dans le secteur pétrolière située au Sénégal mais dont la majeure partie des transactions se fait avec l'extérieur.

De plus, dans ses relations avec l'extérieur, l'entreprise utilise une devise au cours flottant, le dollar US. En raison de l'utilisation quasi exclusive du dollar dans le commerce international et sur les marchés financiers, il nous apparaît nécessaire de trouver des instruments permettant de limiter les risques dus aux expositions sur cette devise.

Pour mener à bien cette étude, nous adopterons une méthode en deux phases.

Dans un premier temps, nous débiterons par une revue de la littérature relative aux concepts d'équilibres macro économique et macro financier. Nous aborderons ensuite la notion de risque de change dans le contexte d'une entreprise fortement dépendante du commerce extérieur. Et pour finir cette première partie théorique, nous ferons une lecture des financements bancaires du

commerce extérieur, ainsi que des moyens de couverture des risques de change disponibles dans l'UMOA.

Dans la deuxième partie, nous étudierons le cas d'une entreprise pétrolière dont l'activité principale est affectée par les cours de change. Nous aborderons ensuite les moyens de couverture dont elle dispose et leur portée financière. Nous finirons enfin par une analyse critique débouchant sur des propositions et recommandations à suggérer aux institutions financières afin de développer ces types produits financiers.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

CESAG - BIBLIOTHEQUE

Première partie

**LE COMMERCE INTERNATIONAL ET LE RISQUE DE
CHANGE : CONCEPTIONS THEORIQUES ET DETERMINANTS**

CHAPITRE I : RETROSPECTIVE HISTORIQUE ET ORGANISATION DU COMMERCE INTERNATIONAL

I. Histoire et développement du commerce international

L'histoire montre que des périodes de protectionnisme ont conduit à l'amélioration des capacités d'exportation, permettant ainsi de renforcer la position nationale en matière de commerce international. Le commerce est un attribut de la puissance. Avec l'investissement, il offre une capacité de projection et d'influence au-delà des frontières. Il participe à l'établissement de la hiérarchie des puissances et contribue à leur renforcement. L'évolution du commerce mondial est donc étroitement liée à celle de la production des nations, de leur puissance, ainsi qu'à l'état de leurs relations.

L'étude du commerce dans le long terme est indissociable de celle de l'environnement économique, démographique, institutionnel et géopolitique dans lequel il s'inscrit. La révolution industrielle a marqué le véritable point de départ de l'essor du commerce international. L'Europe était alors au cœur des échanges mondiaux avant de progressivement reculer au bénéfice des Etats-Unis. La mobilité des facteurs de production (capital, personnes) s'est accrue et a accompagné cette expansion. Les progrès dans les transports et les communications ont réduit les obstacles physiques aux échanges mais les nations ont toujours maintenu des barrières tarifaires aux échanges.

Au siècle des grandes découvertes, se sont développés des courants commerciaux intenses, accompagnés du développement d'activités financières évoluées, et parfois même de quelques industries travaillant pour des marchés lointains. D'après **Bairoch** (1997), il est probable que le volume du commerce ait été multiplié par deux ou trois au cours du XVI^e siècle. Au cours de la seconde moitié du XVIII^e siècle, la révolution agricole et la révolution industrielle qui s'ensuivit en Grande Bretagne générèrent pour la première fois dans l'histoire une « croissance économique moderne » au sens de **Kuznets**. Quatre changements essentiels ont contribué à la construction d'un véritable système économique performant et durable : (i) la mécanisation (le machinisme), (ii) les nouveaux procédés dans la métallurgie et l'industrie chimique, (iii) l'usage d'une nouvelle forme d'énergie, la vapeur, et (iv) une innovation en matière d'organisation - l'apparition du « Factory system » basée sur la division du travail et le processus unifié de production-.

L'accélération décisive des échanges internationaux débute à partir de 1850 et coïncide avec l'avènement de la production de masse en Grande Bretagne et en France. La part des importations dans les approvisionnements et celle des exportations dans les débouchés de la production nationale ont connu une progression exceptionnelle. Le volume du commerce mondial a été multiplié par 25 au cours du siècle, soit au rythme de 3,3% par an. Le rapport exportations -hors services- sur PIB mondial est passé de 1% en 1820 à 4,6% en 1870 et 7,9% en 1913. A la veille de la première guerre mondiale, la part des échanges internationaux dans la production a atteint un sommet historique qui ne sera retrouvé qu'après les années 1970 (10,5% en 1973).

II. L'organisation du commerce international : les organismes internationaux

1. L'Organisation Mondiale du Commerce (OMC)

L'Organisation mondiale du commerce (OMC) est l'organisation internationale qui s'occupe des règles régissant le commerce international entre les pays. Son but principal est de favoriser l'ouverture commerciale en réduisant les obstacles au libre échange, en aidant les gouvernements à régler leur différends commerciaux et en assistant les exportateurs, importateurs et producteurs dans leurs activités.

2. Le Fonds Monétaire International (FMI)

Créé en juillet 1944, le FMI a pour mission de promouvoir la coopération monétaire internationale, de veiller à la stabilité financière, de faciliter le commerce international, d'œuvrer en faveur d'un emploi élevé et d'une croissance économique durable, et de faire reculer la pauvreté dans le monde.

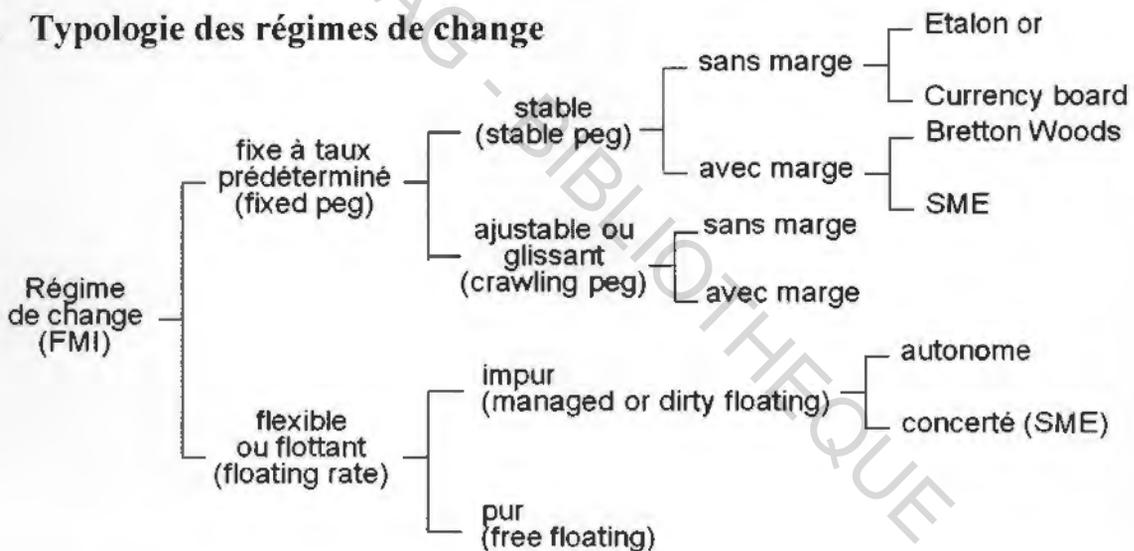
Il promeut la stabilité des changes, maintien entre les Etats membres des régimes de change ordonnés et participe à la stabilité financière internationale en aidant entre autre à établir un système multilatéral de règlement des transactions courantes entre les États membres.

CHAPITRE II : LE REGIME DE CHANGE : DEFINITIONS, DETERMINANTS, RISQUES ET EFFETS SUR L'ENTREPRISE

I. Les régimes de change

L'attitude des autorités monétaires d'un pays sur le marché des changes relativement à la variation du cours de change prend deux formes principales : l'indifférence et le contrôle-intervention. Un régime de change se caractérise donc par l'existence ou l'absence de certaines règles qui déterminent les interventions des autorités monétaires sur le marché des changes. On distingue deux cas extrêmes : le régime de change fixe et le régime de change flottant (ou flexible ou encore variable). Lorsque les Banques centrales de deux pays surveillent et garantissent un certain taux de change, c'est parce que les deux États ont décidé d'être dans un **régime de change fixe**. Dans le cas où cette garantie n'est pas assurée (indifférence), les deux pays sont dans un **régime de change flexible**.

1. Typologie des régimes de change



Typologie des régimes de change selon le FMI

2. Régime de change fixe

Dans un régime de change fixe, les banques centrales interviennent pour corriger le niveau du taux de change lorsque le taux du marché de change s'écarte de la valeur officielle fixée entre les deux monnaies (la détermination d'un taux de change officiel est une décision politique).

Pour des raisons évidentes de souplesse et de commodité une marge de tolérance est prévue (dans le Système monétaire européen - SME-, la marge de variation tolérée retenue en 1979 était de + ou - 2,25%).

Si le taux du marché s'établit hors de cette marge, les banques centrales des deux États interviennent pour ramener le taux du marché dans la marge acceptée autour du taux officiel. Cette intervention ponctuelle prend la forme d'une vente de la monnaie qui s'est appréciée contre la monnaie qui s'est dépréciée. Lorsque l'écart est durable il faut modifier le taux de change officiel, c'est à dire procéder à une dévaluation (réévaluation pour l'autre monnaie). La volonté de conserver la stabilité du taux de change conduit à adopter une politique économique évitant la dépréciation ou l'appréciation. Le régime de taux de change fixe implique donc une "contrainte de politique économique".

3. Régime de change flexible

Dans un régime de change flexible la contrainte de change disparaît ce qui constitue à l'évidence un avantage certain. En contrepartie, la flexibilité introduit une incertitude dans les relations économiques intégrant le futur. Les agents ignorent quel sera le taux de change qui s'appliquera lors du dénouement de leurs engagements. Cette incertitude a un coût puisque pour se prémunir contre le risque de change, les agents doivent procéder à des ventes ou des achats à terme de devises à un prix fixé à l'avance. Cette assurance, qui consiste à reporter le risque sur celui qui s'engage à terme, a, comme toutes les assurances un coût qui crée une distorsion dans le système de prix. Depuis les accords de la Jamaïque (1976) le régime de change normal est celui du change flexible, mais les Etats membres de l'UEMOA, de la CEMAC et les Caraïbes maintiennent un régime de change fixe.

4. Flottement impur

Le plus souvent, ce régime de change est de type intermédiaire : le marché joue un rôle prépondérant, mais rares sont les autorités monétaires qui se désintéressent totalement de la valeur de leur monnaie. L'intervention régulière des banques centrales sur le marché monétaire vise à agir sur les cours et on parle dans ce cas de flottement impur. On parle de flottement impur :

- **administré** : les banques centrales interviennent pour lisser les évolutions. Il s'agit de limiter une volatilité excessive ou de contrer un glissement des zones de trop forte sur/ sous-évaluation.
- **parité glissante** : « crawling peg » : le cours de change est modifié par référence au comportement des variables macroéconomiques en fonction d'un calendrier préétabli. Il s'agit de fournir un ancrage tout en compensant tout ou une partie d'éventuels écarts

d'inflation dommageables en matière de compétitivité externe entre le pays concerné et ses partenaires commerciaux.

- **Système fixe mais ajustable** : le cours de change est fixe, mais avec une parité centrale autour de laquelle le cours de change peut fluctuer dans des marges étroites prédéfinies. La modification de la parité centrale ne peut être modifiée qu'à des conditions comme lors des crises de paiements, et des mesures correctrices.
- **Système de caisse d'émission** « currency board » : la solidité du système de cours de change fixe est assurée par une relation stricte entre masse monétaire et réserves de change de la banque centrale, exemple le dollar de **Hong Kong** et le dollar de **US**. En liant les liquidités disponibles au montant des réserves, on contrôle du même coup la quantité de monnaie domestique susceptible de pouvoir faire l'objet de conversion en monnaie étrangère. En contrepartie la politique monétaire perd son autonomie et par conséquent sa capacité à poursuivre des objectifs internes.
- **la dollarisation** : elle consiste à remplacer la monnaie domestique par sa monnaie de rattachement. Dollariser consiste à échanger les espèces en monnaie locale en faveur du dollar ou autre devise. La base monétaire (monnaie banque centrale) est éliminée, les réserves obligatoires des banques sont exprimées en dollar. Les avantages recherchés se situent dans la baisse des spreads entre taux d'intérêt domestiques et les taux étrangers, éliminant donc le risque de change.

II. Les taux de change et les déterminants

1. Les taux de change

Les opérations de change donnent lieu à des opérations d'achats ou des ventes de monnaie nationale contre devises. Ainsi, il y a un marché des changes sur lequel les variations des offres et des demandes de monnaies et devises permettent de déterminer le prix d'une monnaie dans une autre, c'est-à-dire le taux de change de cette monnaie relativement à l'autre puisqu'un taux de change exprime le nombre d'unités monétaires d'une économie nationale obtenues contre une unité monétaire d'une économie étrangère.

a. Taux de change nominal et réel

Les échanges internationaux sont influencés par deux prix internationaux : le taux de change nominal et le taux de change réel. Alors que le taux de change nominal mesure le prix relatif de deux monnaies, le taux de change réel mesure le prix relatif de deux paniers de biens, des produits nationaux par rapport aux produits étrangers en monnaie nationale.

i. Le taux de change nominal

Il est le taux auquel un individu peut échanger une devise contre une autre. On peut l'exprimer de deux façons :

- Taux de change au certain = nombre d'unités de monnaie étrangère que l'on peut obtenir avec une unité de monnaie nationale.
Exemple : 1 EUR = 1,05 USD. C'est le prix de l'euro en dollar.
- Taux de change à l'incertain = nombre d'unités de monnaie nationale qu'il faut fournir pour avoir une unité de monnaie étrangère.

Exemple : 1 USD = 0,95 EUR. C'est le prix du dollar en euro.

ii. Le taux de change réel

Il est le taux auquel un individu peut échanger un bien d'un pays contre un bien d'un autre pays. Le taux de change réel est exprimé en termes de biens physiques et non plus en devises. Il mesure donc le pouvoir d'achat externe de la monnaie, c'est-à-dire son pouvoir d'achat sur les biens étrangers. Il est donc un indicateur de compétitivité-prix du pays.

iii. Relation taux de change nominal et taux de change réel

Cette relation sera établie sur la base d'un exemple.

1 tonne de blé européen = 100 EUR et 1 tonne de blé japonais = 16.000 YENS.

Taux de change nominal = 80 YENS / EUR.

⇒ Avec 100 EUR, équivalent à 8 000 YENS, on ne peut obtenir que 0.5 tonne de blé japonais.

⇒ Le taux de change réel est donc de 0,5 tonne de blé japonais par tonne de blé européen.

Mathématiquement :

Taux de change réel = [Taux de change nominal x Prix domestique] / Prix étranger

Appliquée à l'exemple, la formule mathématique aboutit au résultat suivant :

Taux de change réel = [80 YENS/EUR x 100 EUR] / 16.000 YENS = 0,5 tonne de blé japonais par tonne de blé européen.

Ainsi, pour un commerçant européen, la tonne de blé japonais revient donc plus chère que la tonne de blé européen et pour un commerçant japonais, la tonne de blé européen est plus profitable.

Conclusion

On pourrait comparer le prix de la tonne de blé japonais (mesuré en yen) à la tonne de blé européen (mesuré en euro), ou encore, comparer le prix d'une chambre d'hôtel à Miami (mesuré en USD) et en Martinique (mesuré en EUR) à l'aide du taux de change nominal entre le yen et l'euro ou entre le dollar et l'euro. Mais le choix de blé, ou la destination sera choisie à partir du taux de change réel. Il influence de ce fait les exportations et les importations.

Par conséquent

Le taux de change nominal correspond au rapport entre le niveau des prix étrangers (mesuré en devise étrangère) et le niveau des prix domestiques (mesuré en monnaie locale). Cette équation démontre que, selon la théorie de la parité du pouvoir d'achat, le taux de change nominal entre deux devises reflète le niveau des prix des deux pays considérés.

Corollaire

Le taux de change nominal est influencé par l'offre et la demande de monnaie. En effet, quand la masse monétaire croît, le niveau des prix croît également et dès lors, le taux de change nominal (Prix étrangers/prix domestiques) diminue, avec comme conséquence la dépréciation de la monnaie par rapport aux autres devises. Autrement dit, quand la banque centrale imprime des billets, la monnaie perd de sa valeur non seulement en termes de biens et services domestiques, mais aussi en termes de devises étrangères.

b. Taux de change bilatéral et effectif

Le taux de change bilatéral est le taux de change entre deux monnaies et le taux de change effectif d'une monnaie est une moyenne des taux bilatéraux de cette monnaie pondérée par le poids relatif de chaque pays étranger dans le commerce extérieur du pays considéré.

c. Taux de change au comptant et à terme

i. Le taux de change au comptant

C'est le taux de change utilisé dans les opérations de change au comptant ; c'est aussi le taux nominal ou taux courant. Les cotations sur le marché au comptant se traduisent concrètement par deux prix : un cours acheteur et un cours vendeur.

ii. Le taux de change à terme

C'est le taux de change défini pour les opérations de change à terme entre deux devises. Le taux de change à terme (T) est défini à partir du taux de change au comptant (E) en fonction de la relation suivante :

$T = E * (1 + r' / 1 + r)$, où r et r' sont les taux d'intérêt pour le terme convenu respectivement dans le pays de la monnaie locale et dans le pays de la devise.

- Quand $r = r'$, $T = E$: il y a parité des deux taux.
- Quand $r > r'$, $T > E$: le taux à terme cote un "report".
- Quand $r < r'$, $T < E$: le taux à terme cote au contraire un "déport".

2. Les déterminants du taux de change

Nombreuses sont les théories qui ont montré sur un plan purement économique la formation des cours de change. Cependant toutes ces théories ont de nos jours peu d'impact sur la sphère financière, d'où le recours à de nouvelles approches beaucoup plus pratiques et reflétant les réalités du marché.

a. Les approches traditionnelles

i. La théorie de la Parité de Pouvoir d'Achat (PPA)

Etablie en 1920 par **Gustav Cassel**, la théorie de la Parité du Pouvoir d'Achat est une méthode permettant de comparer le niveau de vie entre plusieurs pays. Elle définit que dans des marchés de rendement équivalent, les produits et services identiques devraient tous avoir le même prix. Ainsi, elle est utilisée pour établir une comparaison entre la valeur de biens ou services dans différents pays et les taux de change.

La parité du pouvoir d'achat absolue repose sur la « loi du prix unique ». Selon cette loi, le cours de change C égalise le niveau de prix domestique P dans un pays X avec celui P' d'un pays étranger Y . On peut écrire :

$$P = P' \times \text{Taux de change (C)} \Rightarrow C = P / P'$$

Si P augmente par rapport à P' , les résidents du pays domestique demanderont une quantité plus accrue de produits libellés en monnaie étrangère, d'où une hausse de la demande de cette devise, tandis que les étrangers demanderont moins de produits domestiques. Il en résulte une dépréciation de la monnaie nationale jusqu'au rétablissement de l'équilibre.

La PPA s'avère alors être un facteur important sur le marché des changes étant donné qu'elle joue un rôle considérable dans les fluctuations des cours des devises.

La théorie de la parité du pouvoir d'achat requiert un choix pertinent des biens à comparer et une considération des analyses à long terme plutôt qu'à court terme. Cela remet en cause la théorie

de la parité des pouvoirs d'achat qui apparaît aujourd'hui comme un instrument de référence plutôt qu'un véritable instrument de prévision.

ii. La théorie de la Parité du Taux d'Intérêt (PTI)

Conceptualisé par **John M. Keynes**, la théorie de la parité des taux d'intérêt atteste que les cours de change des devises tendent à s'ajuster aux parités des taux d'intérêt qui prévalent dans chaque pays. Le principe de la parité des taux d'intérêts postule que l'écart de taux d'intérêt entre la monnaie domestique (i) et une devise étrangère (i') doit être égal à l'évolution anticipée (appréciation ou dépréciation) de la monnaie domestique par rapport à la devise étrangère (C_a).

Il faut cependant distinguer une parité des taux d'intérêt couverte et une autre non couverte. **Philippe d'Arvisenet** [Finance Internationale 2004] page 192.

• La Parité du Taux d'Intérêt non couverte

En raisonnant à l'incertain, le principe de la parité des taux d'intérêt s'écrit :

$$C_t = (C_a + 1 - C_t) / C_t = i_t - i'_t$$

Une dépréciation de la monnaie domestique (hausse de C) est anticipée si $i > i'$ et réciproquement une appréciation si $i < i'$.

• La Parité du Taux d'Intérêt couverte

C'est le principe sur lequel repose la formation des cours à terme. On suppose que :

$$i = i' + (C_t - C) / C$$

Les rendements des actifs en monnaie domestique et en devise étrangère doivent s'égaliser. Dans le cas contraire, il existe des opportunités d'arbitrage dont l'exploitation ramène à l'équilibre.

Supposons l'existence d'écart de taux d'intérêt de 2 points entre une monnaie domestique (euro) et une autre devise étrangère (la livre) avec des taux d'intérêts respectifs de 2% et 4%. En faisant une hypothèse d'un déport d'un point sur la livre, on assistera à des sorties de capitaux de la zone euro au profil de placement en livre.

iii. La balance des paiements et le taux de change au comptant

Tout déséquilibre interne a une traduction externe dans la balance des paiements et vice versa. Le secteur extérieur est relié aux secteurs intérieurs, bancaire et non bancaire, privé et public. Les échanges internationaux, entendons les échanges de marchandises, de services, de capitaux, le règlement des dettes contractées en devise ou monnaie nationale et les échanges de monnaies,

créent des flux réels, financiers et monétaires entre économies qui impactent le cours d'une monnaie par rapport à une devise, selon que les flux soient en direction ou en provenance du pays. Cette relation cache une interdépendance entre le cours de change et les flux réels de biens, services, et de capitaux car, ces mêmes flux peuvent être à leur tour influencés par la variation de la parité d'une monnaie.

La détérioration du solde des différents comptes de la balance des paiements et plus particulièrement du solde de la balance des transactions courantes cause une dépréciation du taux de change et réciproquement comme le prouvent les travaux de **JALLADEAU** et **DORBAIRE** (1998 :211), de **RURANGA** (2001) et de **MURASI** (1999).

b. Les approches modernes

i. Les méthodes économiques et l'analyse fondamentale

Les méthodes économiques sont plus complexes et plus pratiques que celles décrites précédemment. Elles intègrent plusieurs variables explicatives du cours de change. Outre le différentiel de taux d'intérêt, elle prend en compte d'autres variables économiques comme le taux de croissance, l'équilibre extérieur, la productivité et la masse monétaire. L'analyse fondamentale repose sur l'idée selon laquelle chaque devise a une valeur intrinsèque et doit tendre vers cette valeur (**Yves Simon [1993] page 192**). La valeur fondamentale est donc une valeur vers laquelle les fondamentaux de l'économie conduisent le cours de change. C'est cette valeur qui reflète la réalité économique. Pour accroître les possibilités de prévision, les modèles peuvent introduire les décalages temporels dans les variables explicatives, en utilisant les variables exogènes à retard échelonné.

Notons toutefois que cette analyse fondamentale et les méthodes économétriques ne permettent pas de prévoir correctement et sans biais les évolutions des cours de changes à moyen et long terme.

ii. Les méthodes de l'analyse technique ou chartiste

L'analyse technique regroupe un ensemble de démarches utilisées pour prévoir les cours de marché (matières, actions, change). Elles sont basées pour la plupart sur l'interprétation graphique des mouvements erratiques du marché.

- **Les indicateurs de tendance**

Les évolutions des cours de change peuvent faire apparaître l'existence de tendance, haussière ou baissière, auxquelles s'ajoute une perturbation, souvent difficilement interprétable et qui est facteur de risque que l'on qualifie de volatilité.

Les moyennes mobiles

Les moyennes mobiles simples, de paramètre n , d'une série temporelle sont une autre série dont chaque valeur M_t est obtenue en calculant la moyenne arithmétique simple des n dernières valeurs de la série brute. $M_t = (X_t + X_{t-1} + X_{t-2} + \dots + X_{t-n+1})/n$

Les calculs des moyennes mobiles sont à l'origine des plus célèbres méthodes sur les marchés financiers en général.

La règle la plus connue est celle d'acheter en phase de hausse, quand le cours « traverse » la moyenne mobile de bas en haut et de vendre quand, inversement, le cours croise la moyenne de haut en bas.

Les lissages exponentiels

La valeur lissée est la moyenne pondérée de la dernière valeur observée et de la valeur lissée précédente. La valeur du coefficient de pondération détermine l'inertie du résultat obtenu, les valeurs faibles conduisant à accorder aux dernières observations une importance plus grande et à obtenir ainsi une courbe lissée proches de celles de données brutes.

- **Les indicateurs de puissance**

C'est le besoin d'anticiper les renversements des tendances qui a conduit à la construction d'indicateurs visant à étudier, de façon plus ou moins directe, l'évolution des pentes des courbes qui sont observées. Le ralentissement du rythme d'une hausse sera compris comme un signe précurseur d'une inversion possible.

Le Momentum (MO)

Le momentum mesure directement la variation (la pente) entre deux valeurs brutes observées distantes de n observations.

$MO = X_t - X_{t-n}$, la stratégie la plus simple est d'acheter lorsque le momentum passe d'une valeur négative à une valeur positive et de vendre dans le cas contraire.

Le Rate of Change (ROC)

La comparaison entre les valeurs X_t et X_{t-1} se fait, non plus par le calcul de leur différence, mais en mesurant le rapport : $ROC = (X_t/X_{t-1})$

L'interprétation par rapport à la valeur centrale 100 est très proche de celle du momentum, par rapport à zéro.

Le Relative Strength Index (RSI)

Le RSI est un indicateur construit en distinguant les variations haussières des variations baissières pour des observations consécutives. A partir de la moyenne des hausses H_t et de la moyenne de la valeur absolue des baisses B_t sur la dernière période de longueur n , on calcule la part relative de la hausse moyenne.

$$RSI_t = 100 * H_t / (H_t + B_t)$$

En l'absence de hausse, H_t vaut zéro et le RSI est égal à zéro. En l'absence de baisse, B_t est égal à zéro et le RSI est égal à 100. Si la moyenne des hausses est égale à la moyenne des baisses, le RSI est égal à 50. Deux seuils, traditionnellement fixés à 30 et 70, indiquent des marchés survendus et surachetés.

iii. L'approche par les portefeuilles

Les modèles de portefeuille intègrent un ensemble d'actifs monétaires, réels, financiers (titres libellés en monnaie domestique ou monnaie étrangères). Fondés sur les perturbations qui touchent les portefeuilles d'actifs, ils ignorent les déterminants sous jacents, comme le flux de commerce international, le rôle de la parité de pouvoir d'achat (PPA). Cette approche privilégie l'importance de l'offre et la demande d'actifs comme déterminants du cours de change. De ce point de vue, leur approche est plus satisfaisante que celle des modèles fondés sur les seuls flux monétaires ou réels.

La constitution des portefeuilles est elle-même liée au comportement du change. Le modèle qui fait référence est celui proposé par **Branson**. Les principales hypothèses en sont :

- ✓ A court terme, le cours de change dépend des conditions des marchés d'actifs
- ✓ A long terme, le cours de change résulte de l'interaction entre marchés d'actifs et flux réels.

III. Les marchés de change : Définition et caractéristiques

1. Définition

Le marché de change (foreign exchange ou forex en anglais) est le marché sur lequel s'échangent des devises les unes contre les autres. Le marché de change assure la conversion, immédiate ou différée, des devises les unes dans les autres. Il détermine les taux de change au comptant et à terme, des devises les unes dans les autres et les quantités échangées de chacune des devises sur chacune des échéances.

A la différence des marchés boursiers, le marché des changes ne connaît pas de frontières : il y a un seul marché des changes dans le monde et fonctionne de façon continue suivant le « trajet du soleil de Kindleberger ». C'est une organisation économique sans véritable réglementation ; Il est auto-organisé par les instances publiques et privées qui y interviennent.

Il est géographiquement très concentré sur les places financières de quelques pays. En 1998, le Royaume-Uni représentait 32 % des opérations, les Etats-Unis 18 %, le Japon 8 %, l'Allemagne 5 % et la France 4 %.

Les opérations sur les marchés des changes sont concentrées sur un petit nombre de monnaies, et très majoritairement sur le dollar. En 1998, le dollar américain intervient en moyenne dans 87 % des transactions identifiées, soit du côté de l'offre, soit du côté de la demande. Les monnaies de la zone euro apparaissent dans 52 % des transactions (30 % pour le mark et 5 % pour le franc français) ; le yen japonais et la livre britannique sont plus en retrait : ils interviennent respectivement dans 21 % et dans 11 % des transactions.

2. Les intervenants sur le marché des changes

Les différents acteurs peuvent être répertoriés en deux classes: les acteurs du marché interbancaire, et ceux du marché de détails.

i. Intervenants du marché interbancaire

Les Banques Centrales

Les banques centrales nationales (ou supranationales) jouent un rôle prépondérant sur le marché de change. Leur impact sur le marché découle non seulement de leur rôle en tant que partie à une transaction, mais aussi et davantage, de la politique qu'elles mènent. Contrairement à d'autres acteurs du marché de change, réaliser un bénéfice en spéculant sur les devises ne constitue pas en réalité l'objectif des banques centrales. Leur mission est d'assurer la croissance économique et la stabilité monétaire en contrôlant la masse monétaire et l'inflation. Les réserves de devises des

banques centrales constituent l'un des outils leur permettant de poursuivre les objectifs précités, car elles leur permettent d'influencer, selon le régime de change, l'évolution du taux de change.

Dans l'histoire des banques centrales, il y a eu plusieurs étapes, en France par exemple, la Banque de France est passée par trois périodes :

De 1958 à 1971, période caractérisée par une fixité des taux de changes, la Banque de France intervenait pour maintenir la parité du franc par rapport au dollar dans la limite de +/- 0,75%.

Entre décembre 1971 et mars 1973 (date de la décision de suppression de la fixité du taux de change) le Banque de France intervenait pour maintenir la parité du franc par rapport au dollar dans la limite de +/- 2,25%.

Depuis mars 1973, la Banque de France n'est plus obligée d'intervenir sur le marché pour maintenir une parité contre le dollar.

Aujourd'hui, la plupart des banques centrales interviennent sur le marché des changes quand elles l'estiment nécessaire. En intervenant sur un marché de changes, elles ont pour souci essentiel de régulariser l'évolution du cours de change. Cette intervention a toujours fait l'objet de controverse entre plusieurs écoles, entre partisans de l'interventionnisme et ceux de la non intervention.

Certaines Banques Centrales comme celle des Etats-Unis (FED) refusent d'intervenir, car estimant que les achats et ventes déstabilisent le marché des change, telle est la position affirmée par les autorités Américaines jusqu'en Septembre 1985. Cette position a sensiblement évolué depuis le 22 Septembre 1985.

En Europe, les autorités y sont moins hostiles, mais elles interviennent comme réponse pour corriger des déséquilibres induits par des turbulences et incertitudes pouvant provoquer des fluctuations erratiques des cours de changes dénuées de toutes justifications économiques.

Les marchés sont, à des titres divers, les terrains sur lesquels se transmettent et se diffusent les signaux de la politique monétaire qui incombent aux banques centrales. Bien que n'ayant pas la responsabilité directe dans la régulation et la surveillance du marché dans tous ces compartiments, les banques centrales ont un droit de regard.

Enfin les banques centrales sont les seuls fournisseurs de liquidité ultime en cas de difficulté grave des banques et des marchés, cette fonction de « prêteur en dernier ressort » est le facteur qui leur confère la légitimité la plus forte en matière de stabilité financière.

Les Banques Commerciales

Les Banques Commerciales sont les acteurs les plus importants du marché Forex. Les transactions entre les banques, constituent non seulement la majorité du chiffre d'affaires commercial, mais représentent aussi une part importante des transactions spéculatives. Une part de ces transactions est menée pour le compte des clients des banques, tandis que l'autre est menée pour le propre compte des banques. Une grande banque traite habituellement des milliards de dollars chaque jour. Elles se retrouvent très souvent dans la position de market maker, ce qui apporte la liquidité au marché, surtout lorsque la grande majorité de leur clients sont des commerciaux (acheteurs ou vendeurs de devises). Les banques réalisent ainsi des profits grâce aux spreads et commissions qu'elles font payer à leur client.

Cependant, grâce aux méthodes de plus en plus sophistiquées dont disposent les grandes entreprises occidentales, il est quasiment impossible aux banques de faire de gros gains à partir des spreads. Les entreprises disposent d'informations et parfois de salles de marché avec des compétences équivalents à celles des banques.

Institutions financières et la clientèle privée

Les institutions financières ou investisseurs institutionnels (zinzins) sont composées des compagnies d'assurance, sociétés de gestion d'actifs, caisses de retraites, fonds de pension, fonds d'investissement et sociétés de courtage. Ils utilisent habituellement le marché des changes, soit afin de faciliter des transactions sur des titres étrangers, soit afin de diversifier et de couvrir un portefeuille d'investissement. Par exemple, le gérant d'un portefeuille d'actions internationales devra procéder à l'achat ou à la vente de devises, avant de pouvoir acheter ou vendre des actions étrangères.

En général, ces investisseurs institutionnels ne placent en devises qu'environ 10% de leurs ressources dans le cas des gérants européens et 5% pour les américains. Toutefois, les montants qu'ils gèrent sont largement supérieurs à ceux des grandes entreprises multinationales et leurs gérants, à l'instar de Georges SOROS, sont parfois auteurs d'attaques spéculatives (**Théodore Spencer [1991]**).

ii. Les intervenants du marché organisé (marché de détails)

Ce marché désigne les transactions réalisées par des spéculateurs et des investisseurs de taille moins importante. Ces transactions sont exécutées par des courtiers de Forex qui servent d'intermédiaires entre le marché de détail et le marché interbancaire. Les acteurs du marché de détail sont les hedge funds, les entreprises commerciales et industrielles appelées sociétés et quasi sociétés non financières et les particuliers. Ces opérateurs interviennent généralement pour satisfaire un besoin de monnaie étrangère lié aux opérations commerciales (importations et exportations) ou aux opérations financières (investissements, prêts et emprunts en devises)

Hedge Funds

Les hedge funds sont des fonds d'investissements privés qui utilisent diverses stratégies pour spéculer sur le marché Forex. En raison de leurs grandes réserves de liquidités, de leurs stratégies agressives de négociation et de l'important effet de levier auquel ils recourent, les hedge funds contribuent de façon non négligeable au dynamisme du marché des changes. Ils mènent une gestion active de leurs portefeuilles en ayant recours à différentes stratégies.

Les hedge funds ayant des stratégies de type Global Macro conçoivent et exécutent leurs opérations après avoir mener une analyse macro-économique rigoureuse sur les tendances économiques, les politiques financières et les défis auxquels est confronté un pays. Le Global Macro est une stratégie qui allie une analyse des facteurs fondamentaux à celle des entreprises. C'est la combinaison d'une analyse top-down d'un pays avec une analyse bottom-up d'entreprises.

Les sociétés commerciales

Les importateurs et exportateurs utilisent le marché Forex pour se prémunir eux-mêmes contre les risques de change, en garantissant des flux de trésorerie futurs et en se protégeant contre les fluctuations adverses des devises. Leur objectif premier n'est généralement pas de tirer profit de la spéculation, mais plutôt d'éviter une perte pouvant en découler.

Il s'agit de sociétés qui sont engagées dans des activités d'import/export avec des partenaires commerciaux étrangers, notamment les industries pétrolières. Certaines disposent même d'une salle de marché avec des traders qui spéculent dans le but de faire des profits et de limiter le risque de change.

Particuliers

Les traders ou investisseurs privés spéculent sur le Forex avec leurs avoirs personnels, afin de tirer profit de la variation des taux de change. Ils effectuent leurs transactions principalement par le biais de plates-formes de Forex qui offrent des spreads serrés, une exécution immédiate et des comptes sur marge à effet de levier élevé.

Les courtiers ou brokers

Ils jouent un rôle essentiel en tant qu'informateurs et intermédiaires. Ils informent les opérateurs des cours auxquels ils sont prêts à vendre ou à acheter les différentes monnaies et centralisent les ordres d'achat et de vente des différents intervenants du marché de détails. Ils permettent ainsi aux particuliers d'accéder au forex en transmettant les ordres aux banques commerciales ou sur des plateformes comme EBS, Reuters Dealing, HotSpot, FXall.

Les maisons de courtiers ont beaucoup contribué à l'essor du marché des changes en établissant des liens directs avec les centres de décisions financières. De plus, grâce au développement extraordinaire des nouvelles technologies comme internet et le Electronic Brokerage System, le marché de change est devenu le marché financier le plus important en termes de flux de capitaux. Aujourd'hui, les courtiers traditionnels laissent la place aux courtiers électroniques qui réalisent 80% des transactions au comptant.

3. Les places financières

Les places financières internationales ont pris leur véritable essor pour quatre raisons essentielles : la notoriété qu'elles offrent, la facilité pour procéder à des opérations financières diverses (fusions, acquisitions, cessions, etc.), le moindre coût de l'intermédiation financière dans la mobilisation des ressources (longue ou courte), mais surtout les bourses jouent un rôle de stabilisation dans la croissance de l'inflation.

Si historiquement les premières grandes places financières furent européennes et la plus grande américaine, on assiste depuis quelques années à de nombreux changements dont 4 principalement:

- le développement des « petites » entreprises de technologie a conduit à la création en 1971 du NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation) dont la capitalisation horstière est pratiquement égale à celle d'Euronext qui regroupe pourtant les bourses de Paris, Amsterdam, Bruxelles, Lisbonne et Porto.

- la fusion d'un certain nombre de places financières : ainsi, Euronext (créée en 2000) a fusionné en 2007 avec le NYSE pour ne former qu'une seule société (presque 20 000 milliards \$ de capitalisation boursière).
- la privatisation de la plupart des grandes places financières : ainsi la société Euronext détient à 100% Euronext Paris et elle est elle-même cotée. Le NASDAQ est une société de droit privé depuis 2001 et elle est cotée depuis 2002. Quand à la bourse de New-York, le NYSE, c'était depuis 1971 une société à but non lucratif, mais elle est devenue une société privée en 2005.
- la montée des pays émergents : aujourd'hui, les places financières chinoises dépassent largement la capitalisation d'Euronext (presque 7800 milliards \$), et si on ajoute toutes les places financières des pays émergents, on obtient 13 474 milliards \$, soit presque autant que la seule bourse de New-York.

IV. Notion de risque de change

1. Définition

Le risque de change est le risque de gains ou de pertes évalués en monnaie nationale ou en devise de référence encourus par tout agent économique qui a des avoirs et des créances en devises et des engagements en devises lorsque le cours des devises par rapport à la monnaie nationale ou de référence varie. Ce risque s'est fortement accru avec le flottement des monnaies et le développement des transactions commerciales et financières internationales.

Certains auteurs⁽¹⁾ limitent la notion de risque de change « aux pertes éventuelles susceptibles d'affecter les revenus de l'entreprise libellés en devises étrangères », tandis que d'autres², jugent que cette conception du risque de change est restrictive et doit être étendue aux gains éventuels pouvant résulter d'un comportement cambiaire adopté à la situation du marché sans pour autant l'assimiler au concept de spéculation pure.

2. La mesure du risque de change : position de change de l'entreprise

Le risque de change encouru naît de la différence entre la monnaie utilisée pour la comptabilisation d'une transaction ou monnaie de facturation et la monnaie domestique de l'agent. Ce risque dépend également du délai de paiement c'est-à-dire le 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, qui mesure le risque pris par une entreprise.

La position de change d'une entreprise est le solde des créances (ou des avoirs) et des engagements (ou des dettes) en devises de cette entreprise. C'est le montant de l'enjeu net soumis au risque des fluctuations monétaires».

- Position de change devise par devise

$$PCH_{i,t} = DPOS_{i,t} + DAR_{i,t} - DAL_{i,t} \quad \text{Et} \quad PCH_{i,t} = A_{i,t} + C_{i,t} - E_{i,t}$$

$PCH_{i,t}$	Position de Change
$DPOS_{i,t}$	Devises Possédées
$DAR_{i,t}$	Devises à Recevoir
$DAL_{i,t}$	Devises à Livrer
$A_{i,t}$	Avoirs
$C_{i,t}$	Créances
$E_{i,t}$	Engagements

- Position de change toutes devises confondue (position de change globale)

$$PCHG_t = \sum_{i=1}^n PCH_{i,t} \times e_{i,t}$$

$e_{i,t}$	Cours de change de la devise en monnaie locale
i	Devise
t	Période

Lorsque la position de change est positive ($PCH_{i,t} > 0$), on dit que la position est ouverte et longue : risque de perte en cas de baisse du cours des devises

Lorsque la position de change est négative ($PCH_{i,t} < 0$), on dit que la position est ouverte et courte : risque de perte en cas de hausse du cours des devises

Lorsque la position de change est nulle ($PCH_{i,t} = 0$), on dit que la position est fermée ou neutre et sans risque.

Par exemple l'exportateur basé en euro de produits libellés en dollars ou l'investisseur recevant des dividendes (ou intérêts) en dollar a une position **longue** sur le dollar. Inversement, le débiteur qui s'acquitte des intérêts ou effectue des remboursements ou encore l'importateur qui doit régler ses fournisseurs en dollars a une position **courte** en dollar.

Matrice des résultats selon la position de change et la variation du cours.

Position de Change PCH)	Gains-Pertes/ Profits and Losses		
	Variation du cours		
Position de Change PCH)	Hausse (+)	Baisse (-)	Nulle (0)
Courte (Short) (-)	R(-)	R(+)	R(0)
Longue (Long) (+)	R(+)	R(-)	R(0)
Neutre (0)	R(0)	R(0)	R(0)

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

a. La position de change comptable

Cette mesure permet de déterminer à un moment donné, le montant exposé aux fluctuations monétaires, en prenant comme unique source d'informations les documents comptables d'une entreprise ou d'une holding.

Position de change de transaction

Cette opération résulte des fluctuations entre les devises pour les montants de transactions encours, que ces transactions soient commerciales ou financières. Le trésorier détermine à partir des documents comptables la position de change de transaction en calculant le solde (disponibilités + créances - dettes) dans chaque devise. Les postes du bilan soumis à des variations de change sont en général le poste « clients » générateur de position 'longue' et le poste « fournisseurs » générateur de position 'courte'. Ces positions sont également affectées par les remboursements d'emprunt et les recouvrements de créances en devises.

Position de change de consolidation

Le risque de change de consolidation ou risque de traduction apparaît lorsqu'une firme multinationale doit consolider son bilan et y intégrer les bilans de ces filiales à l'étranger. En effet, au moment de la consolidation du bilan se pose le problème du cours de traduction à utiliser pour évaluer les bilans des filiales dans la monnaie domestique de la société mère.

Trois méthodes de comptabilisation sont généralement utilisées pour assurer la consolidation des états financiers.

Méthode du taux courant ou actuel : selon cette méthode, tous les postes de l'actif et du passif sont convertis au taux de change en cours à la date d'établissement du bilan.

Méthode monétaire et non monétaire : elle fait la distinction entre les actifs monétaires (titres, effet à recevoir) et actifs non monétaire. Elle fait également la distinction entre le passif monétaire (passif à court terme et dettes à long terme) et le passif non monétaire qui sont convertis au taux de change courant, alors que les autres postes de l'actif et du passif sont convertis au taux historique.

Méthode courante et non courante : les actifs courants (caisse, effet à recevoir et stock) et les passifs courants (passif à court terme) sont convertis au taux de change courant, alors que les autres postes de l'actif et du passif sont convertis au taux historique.

Selon les trois méthodes présentes, la perte de consolidation (PC) s'obtient suivant l'équation suivante : $PC = (\text{Actifs exposés} - \text{passifs exposés}) \times \% \text{ de dépréciation}$

h. La Position de change économique

On désigne par position de change économique le montant exposé aux fluctuations monétaires en tenant compte de la situation présente et prévisible de l'entreprise ou du groupe. Dans ce cas, l'appréciation du risque de change économique tiendra compte non seulement des transactions comptabilisées mais aussi de toutes les opérations prévisibles et non encore comptabilisées et de l'influence des fluctuations monétaires sur la valeur économique de l'entreprise.

3. La cartographie des risques de change dans l'entreprise

Chacune des transactions entre les résidents et les non résidents enregistrées en balance des paiements, à l'exception des dons en nature, donne lieu à un règlement en devise ou en monnaie nationale, immédiat ou différé, mais ne donne pas obligatoirement lieu à une opération de change. Ainsi, chacune de ces opérations crée un risque de change dès lors qu'elle engage une opération de change dans le temps.

a. Les risques de change sur le plan commercial

i. Risque de change et importation

Le coût économique de l'importation dépend du cours de change de la monnaie de facturation pratiquée au moment du règlement.

La hausse éventuelle du cours de la monnaie de facturation (devise étrangère) entre le moment de la commande et celui du règlement est un risque de perte pour l'importation, car le coût économique de l'importation est déterminé en tenant compte du cours de la devise au moment de la commande.

En effet, si l'entreprise importatrice désire financer l'importation à partir de la monnaie locale, ce qui nécessite une opération de change, alors elle s'expose au risque de hausse du cours de la devise. Cette situation, très courante, crée d'importantes pertes en change pour les entreprises importatrices. De même, toute appréciation de la devise augmente le prix de revient et réduit la marge bénéficiaire de l'importateur. Cependant, en cas de dépréciation de la monnaie de facturation, l'importateur réaliserait un gain additionnel non inclus dans le calcul économique du coût de l'importation.

ii. Risque de change et exportation

Une entreprise exportatrice s'expose à une baisse des cours de change et donc à une incertitude sur le produit de ses ventes en raison du délai qui sépare le moment où le prix est fixé par le contrat et le moment du règlement de la transaction, seulement dans le cas où l'exportateur désire effectuer une opération de change, c'est-à-dire convertir ses recettes libellées en devises, en monnaie locale.

Ainsi l'exportateur est exposé à une perte si la devise dans laquelle est exprimée sa recette se déprécie vis-à-vis de la monnaie nationale à la date de paiement. Et dans le cas contraire, il y a une possibilité de gain dans le cas où cette devise s'apprécie.

iii. Risque de change et soumission à un appel d'offre international

Une entreprise qui soumissionne à un appel d'offre international doit faire son offre en devise. Pour la détermination de son prix effectif en devises, l'entreprise se base généralement sur le coût des équipements et intrants en monnaie locale (ou dans une autre devise) et sur le taux de change au comptant de la devise de l'offre. L'évolution adverse (hausse) du cours de la devise dans le temps constitue donc un risque non négligeable étant donné les montants souvent élevés de ces opérations.

b. Les risques de change sur le plan financier

i. Risque de change et emprunts en devises

Le recours à l'endettement extérieur (en devise étrangère) pour le financement d'un investissement ou d'une opération (en monnaie domestique) crée un risque de change inéluctable, car une appréciation du cours de la devise au moment du paiement du service de la dette et du principal, serait de nature à alourdir les charges financières de l'entreprise par rapport à ses prévisions.

ii. Risque de change et investissement direct à l'étranger

Un investissement direct à l'étranger, sous la forme d'une création de filiale ou d'un rachat d'entreprise, peut donner naissance à un risque de change si l'investissement est financé par un emprunt dans une autre monnaie. Il peut être de deux sortes :

- Un risque de change sur la valeur du passif et de l'actif de la filiale. Ce risque apparaît lors de la clôture des comptes et la consolidation du bilan de la société.
- Un risque de change sur les flux financiers entre la maison mère et la filiale tels que les subventions, les avances, les prêts, les dotations en capital accordés par la maison mère à la filiale.

Conclusion Partielle

Le renouvellement des approches pour étudier et surtout prévoir l'évolution des cours de change s'est avéré nécessaire à cause du volume des transactions sur le marché des changes et leur impact sur les institutions financières internationales, les banques centrales et les agents économiques.

L'essor du marché des changes s'est accompagné de l'émergence de nouveaux instruments mis à la disposition des acteurs de ce marché afin de gérer au mieux le risque de change.

Le risque de change est un élément négatif du patrimoine de l'entreprise qui doit être valorisé en comptabilité. Selon les normes IFRS, les écarts de conversion pour perte de change sont à enregistrer comme charge au compte de résultat de l'agent et donc non provisionnés, alourdissant ainsi les charges financières et impactant directement la rentabilité des entreprises exposées en cas de risque avéré.

Un agent économique en position longue est favorisé par une appréciation de la devise étrangère dans la mesure la contre-valeur en monnaie domestique de ses avoirs nets augmente avec l'appréciation de la devise étrangère. Inversement, l'agent économique en position courte sera pénalisé par cette appréciation, car la contre-valeur de ses règlements en monnaie locale est alourdie, sa dette est accrue. De telles évolutions ne sont pas neutres en matière de compétitivité ; les exportateurs nationaux, par exemple, seront avantagés par une appréciation des devises étrangères. Un investisseur basé en zone euro et détenteur de titres obligataires en dollars bénéficiera de même de l'appréciation du dollar (contre-valeur en euros des coupons et du prix de l'actif détenu). Il serait en revanche défavorisé pour des raisons inverses en cas de dépréciation du dollar.

Ainsi, la gestion du risque de change est devenue un enjeu pour toutes les entreprises dont les relations aussi bien commerciales que financières se sont renforcées avec l'extérieur. Dans la suite de notre étude, nous nous appesantirons sur les moyens dont disposent les agents économiques pour se couvrir contre ce risque.

CESAG - BIBLIOTHEQUE

CHAPITRE III : LE FINANCEMENT DU COMMERCE EXTERIEUR ET LES MOYENS DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE

Les exportateurs courent de nombreux risques dont les trois principaux auxquels ils doivent faire face sont: le risque commercial (risque lié a la recherche de débouchés commerciaux, le risque de contrepartie (risque de ne pas être payé), le risque pays (risque politique ou risque catastrophique du pays de l'importateur) et le risque de change. Presque tous les risques des exportateurs peuvent être couverts par la souscription à des assurances telles que l'assurance-crédit, l'assurance change ou couverture de risques divers.

I. Les moyens de paiement du commerce international

Les parties ont toute liberté de choisir parmi la panoplie de moyens de paiement, celui qui leur permettra de minimiser au mieux le risque de contrepartie et les risques opérationnels.

Il existe de nombreuses garanties internationales en faveur des exportateurs. Ils peuvent aussi bénéficier de cautions bancaires soit pour permettre la bonne exécution des marchés soit pour garantir ses engagements financiers.

1. Le règlement par crédit documentaire

Le crédit documentaire est une opération par laquelle une banque dite (*émettrice*) agissant à la demande et sur ordre de son client (*donneur d'ordre*) est tenue d'effectuer un paiement à un tiers (*bénéficiaire*) ou d'accepter, de payer les traites tirées par ce bénéficiaire, contre remise des documents stipulés. La banque émettrice peut aussi autoriser une autre banque (*notificatrice*) à effectuer ladite opération à sa place. Le concours du banquier émetteur sollicité par l'importateur peut être envisagé sous deux formes :

- L'importateur provisionne le crédit. Le banquier agit donc comme simple intermédiaire et se contente de garantir le paiement à son correspondant ou directement à l'importateur ;
- Le vendeur après accord de son banquier ne provisionne que partiellement ou pas du tout le crédit. Le banquier finance l'opération et garantit le paiement.

Le crédit document est de ce fait un engagement émis par la banque émettrice à la demande de son client donneur d'ordre (l'importateur). Il peut être révocable ou irrévocable, notifié ou confirmé :

Révocable : le banquier peut revenir sur son engagement avant expédition des marchandises. L'exportateur conserve un risque tant qu'il n'a pas expédié ses marchandises.

Irrévocable : le banquier ne peut revenir sur son engagement, quelle que soit l'évolution de la situation de son client, à moins d'un accord de toutes les parties concernées.

Notifié : le banquier de l'importateur est seul engagé. L'exportateur est alors couvert contre le risque commercial, mais il n'est pas protégé en cas de risque politique, catastrophique ou de non-transfert.

Confirmé : l'engagement du banquier de l'importateur est conforté par un banquier correspondant dans le pays de l'exportateur. L'exportateur qui respecte entièrement ses engagements est totalement assuré d'être payé.

2. La lettre de crédit stand-by

La lettre de crédit stand-by (ou SBLC, stand-by letter of credit) est une garantie bancaire à première demande. C'est l'engagement irrévocable d'une banque de payer son bénéficiaire (exportateur) en cas de défaillance du donneur d'ordre (acheteur ou importateur). Contrairement au crédit documentaire qui doit se réaliser, la SBLC a pour vocation de ne pas être mise en jeu. Ce n'est pas un instrument de paiement, c'est un contrat financier indépendant du contrat commercial. Pour appeler la garantie, le bénéficiaire doit prouver qu'il a bien rempli ses obligations, en remettant les documents déterminés lors de l'émission de la standby.

La lettre de crédit standby a un domaine d'application quasi illimité, des marchandises aux services. Elle peut servir de support aux garanties de restitution d'acompte, de bonne fin ou bonne exécution, comme garantie d'assurance etc. En revanche, elle n'est pas praticable dans tous les pays. Etant née aux USA où elle est largement utilisée, c'est un instrument privilégié dans les pays de droit anglo-saxon.

3. L'avance en devises

Il existe l'avance en devises à l'importation et l'avance en devises à l'exportation.

Avance en devises à l'importation : un importateur peut obtenir de sa banque une avance en devises qui se substitue à un crédit en devise. Les devises avancées sont affectées immédiatement et directement, éventuellement après arbitrage (c'est-à-dire par vente d'une devise contre une autre), au règlement du fournisseur étranger. Le remboursement peut intervenir par l'achat de devises au comptant ou à terme.

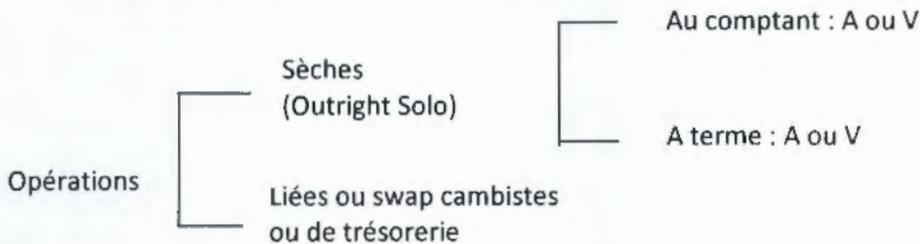
Avance en devises à l'exportation : elle se substitue le plus souvent à une ligne de mobilisation de créances nées sur l'étranger, mais peut aussi se substituer à tout autre crédit en devise. Le remboursement peut s'effectuer soit par affectation directe des devises, éventuellement après

arbitrage, des sommes reçues de l'étranger, soit par achat de devises au comptant (impayés, annulation de contrat commercial, erreur matérielle).

II. Les opérations sur le marché des changes

1. Les types d'opération

Les opérations sur le marché des changes peuvent être résumées selon le schéma suivant :



a. Le change au comptant

Le cours du change est le prix d'une devise dans une autre dans un délai maximum de 2 jours après la cotation. Il résulte de la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché des changes.

L'offre et la demande de devise étrangère découlent d'opérations enregistrées dans la balance des paiements qu'il s'agisse d'opérations courantes, ainsi que des opérations effectuées par les banques centrales. Le cours de change ajuste l'offre et la demande d'une devise contre une autre et évolue de manière à égaliser l'offre et la demande.

Cotation au certain : montant de monnaie domestique contre une unité (ou 10 ou encore 100 unités) de devise étrangère, par exemple $1 \text{ USD} = 0.7648 \text{ EUR}$. Cotation à l'incertain : c'est l'inverse de la cotation au certain. $1 \text{ EUR} = 1/0.7648 \text{ USD} = 1.3075 \text{ USD}$

b. Le change à terme (forward)

Une opération de change à terme encore appelée opération sèche à terme, ou opération à terme sec, forward ou encore spot forward est une opération de change permettant de fixer aujourd'hui à quel taux de change seront échangées deux devises à une date future et en quelle quantité.

Le recours au marché à terme permet surtout aux entreprises exportatrices et plus généralement un créancier en devises étrangères de s'assurer du montant qu'il obtiendra en monnaie locale en contrepartie de règlement à échéance de sa créance par ses clients ou débiteurs. De la même manière, une entreprise importatrice ou plus généralement un débiteur en devises peut s'assurer de la contre-valeur en monnaie domestique du montant qu'elle doit régler en devises à ses

créanciers. Dans un cas comme dans l'autre, il s'agit de faire disparaître le risque de change pour les entreprises concernées.

Le cours de change à terme noté CT, à l'horizon de « j » jours, est donné par la relation :

$$CT = C (1+ixj/N) / (1+i'xj/N)$$

Où N désigne le nombre de jours dans l'année, i désigne le taux d'intérêt sur la monnaie domestique et i' désigne le taux d'intérêt sur la monnaie étrangère.

Exemple :

Si le cours au comptant de l'euro est de 1.3075 USD, le taux à trois mois sur le dollar qui est considéré comme la devise étrangère est de 3%, et le taux d'intérêt sur l'euro pris comme monnaie domestique est de 4%, alors le cours de change à terme applicable pour une opération prenant effet dans trois mois est de :

$$CT = 1.3075 \times (1+0.04 \times 3/12) / (1+0.03 \times 3/12) = 1.3107$$

c. Les futures

Les futures sont des contrats à terme négociés sur des marchés organisés. Le caractère organisé rend nécessaire la définition d'un certain nombre de paramètres et règles qui permettent leur fonctionnement et assurent leur liquidité. Il est ainsi indispensable de spécifier :

- i. l'actif négocié, qu'il s'agisse de devises, d'un instrument de taux d'intérêt, d'un indice sur matières premières,
- ii. le volume d'un contrat, c'est-à-dire la quantité ou le montant unitaire engagé,
- iii. les dates d'échéances, souvent limitées à une date par mois ou par trimestre,
- iv. les conditions de la transaction finale, celle-ci pouvant être la livraison effective de l'actif négocié mais pouvant aussi fréquemment prendre la forme d'un règlement (cash settlement), les horaires et conditions d'appel de marge et de dépôt de garantie.
- v. le mode de cotation : nombre de décimales ou de fractions (1/32) de fluctuation minimale, la fluctuation maximale quotidienne

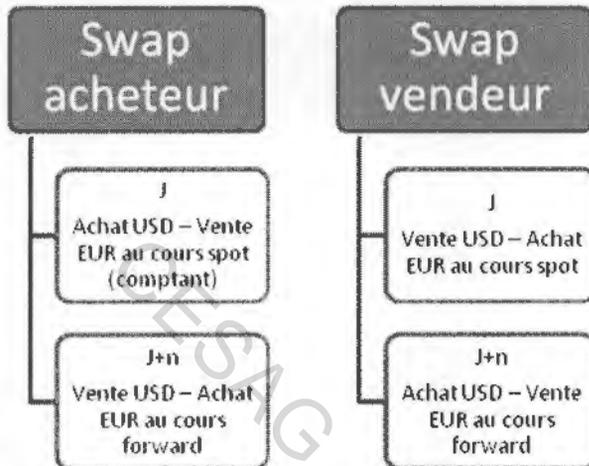
d. Les swaps

Le swap est un échange entre deux entités pendant une certaine période de temps. Le mot swap désigne dans le langage courant un échange de flux financiers entre deux entités pendant une certaine période de temps. Contrairement aux échanges d'actifs financiers, les échanges de flux financiers sont des instruments de gré à gré sans incidence sur le bilan, qui permettent de

modifier des conditions de taux ou de devises (ou des deux simultanément), d'actifs et de passifs actuels ou futurs. Il existe deux types de swap sur le marché des changes : le swap de change ou swap cambiste (ou de trésorerie) et le swap de couverture.

i. Le swap de change (swap cambiste ou de trésorerie)

C'est une opération de change liée au comptant (achat ou vente), associée à une opération de change en sens inverse à terme (vente ou achat) avec la même contrepartie.



Les swaps cambistes peuvent servir notamment à :

- reporter une opération à terme que l'opérateur ne souhaite pas dénouer à la date initialement prévue
- réaliser une opération d'arbitrage de taux d'intérêt couvert en change
- réaménager la trésorerie en devises suite à une opération sèche à terme ou à des décalages entre les flux de devises entrants ou sortants.

Les swaps cambistes servent donc à se procurer temporairement une devise (achat) contre une autre (vente), donc à emprunter une devise en prêtant une autre simultanément, d'où leur autre appellation de swap de trésorerie.

La cotation des swaps se fait en points de swap qui représentent le différentiel d'intérêt entre les deux monnaies prorata temporis. Les opérateurs sont exclusivement intéressés par le report ou le déport sur les monnaies (coût de la couverture). Le swap ne modifie pas la position de change initiale, au déport ou au report près.

	Devise à recevoir Achat (+)	Devise à livrer Vente (-)
Comptant	EUR	USD
Terme	USD	EUR

ii. Les swaps de couverture

Un swap de couverture est constitué d'une succession d'achats ou de ventes d'une devise contre une autre avec la même contrepartie, réalisés à intervalle régulier durant une période de temps définie d'accord parties. Il permet à chaque contrepartie de fixer aujourd'hui un cours de change pour n échanges futurs.

e. Les options

L'option de change est un contrat donnant le droit à son détenteur d'acheter (call) ou de vendre (put) un montant donné de devise à un cours et à une échéance définie à l'avance. Le cours auquel les devises sont achetées ou cédées est appelé « prix d'exercice » ou « strike price ». Les options qui ne peuvent être exercées avant l'échéance sont dites « option à l'américaine » tandis que celles qui ne peuvent l'être qu'à l'échéance sont dites « options européenne ». Les échéances sont généralement de quelques semaines à quelques mois. L'achat d'une option est effectué moyennant le règlement immédiat d'une prime qui représente le prix dont bénéficie le vendeur. Compte tenu des positions possibles sur le marché (achat ou vente) et des stratégies d'options call et put, on peut distinguer les quatre situations basiques suivantes :

- Achat d'une option d'achat (A-call) et vente d'une option d'achat (V-call)
- Achat d'une option de vente (A-put) et vente d'une option de vente (V-put)

Le vendeur et l'acheteur d'une option ne sont pas dans des situations symétriques en matière de droits et d'obligation : le détenteur d'une option n'exercera son option d'achat ou de vente de devises que s'il y trouve son intérêt. En revanche, le vendeur en contrepartie de la prime encaissée s'engage à prendre la livraison (option de vente) ou à céder (option d'achat) dès lors que l'acheteur de l'option aura décidé d'exercer son option. Si le cours au comptant dépasse le prix d'exercice, le détenteur d'une option de vente aura intérêt à céder ses devises sur le marché des changes au comptant, et réciproquement au cas où le cours au comptant est inférieur au prix d'exercice, il aura intérêt à exercer son option.

2. La nature des opérations sur le marché des changes

Il existe trois types d'opérations sur le Forex : l'arbitrage, la spéculation et couverture.

a. Arbitrage

L'arbitrage consiste à profiter d'une différence anormale entre les cours au comptant ou à terme et à réaliser un gain certain sans prise de position de change (sans risque). C'est une activité indispensable qui permet à un marché d'être efficient. La technique consiste à repérer les imperfections de toute nature du marché et d'en tirer profit sans aucune prise de risque.

b. Spéculation

Les opérations de spéculation consistent à rester en position ou à ouvrir une position à la baisse (courte) ou à la hausse (longue), soit au comptant soit à terme, pour profiter d'une variation anticipée des cours. Contrairement aux arbitragistes, les spéculateurs cherchent à faire des gains en prenant des risques, selon leurs degrés d'aversion au risque.

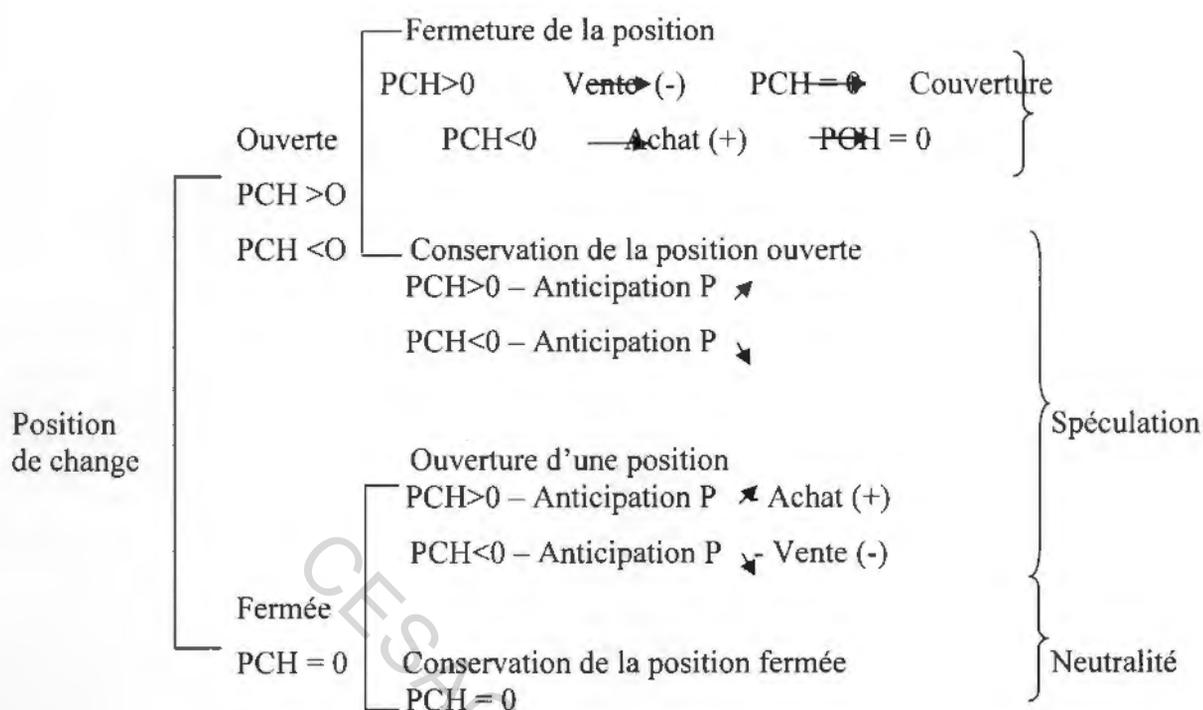
c. Couverture

La couverture (hedging) correspond à l'essence même du marché des changes et des nouveaux instruments financiers. Cette opération consiste à fermer une position ouverte pour annuler le risque en prenant sur le marché à terme une position inverse à celle sur le marché au comptant.

III. Les moyens de couverture du risque de change

1. Aperçu général de la couverture de change

La représentation suivante présente de manière schématique les stratégies de positions de change.



a. L'absence de couverture

Pour une entreprise, le non couverture provient généralement d'une espérance de gain ou d'une méconnaissance des risques encourus. Cette absence de contrôle (délibérée ou non) peut avoir des conséquences fâcheuses sur la rentabilité de l'entreprise. Bien sûr, il devient moins pertinent de se couvrir lorsque la quantité de transactions internationales constitue une part négligeable des affaires.

Selon le schéma ci-dessus, un agent économique exposé au risque de change peut choisir d'adopter la stratégie d'absence de couverture. Elle consiste à rester en position de change ouverte longue ou courte selon la nature de l'opération. Cette stratégie relève de la pure spéculation car l'agent anticipe sur la hausse, dans le cas d'une position longue, ou sur la baisse, dans le cas d'une position courte, des cours de la devise avec pour but de réaliser un profit sur l'opération de change.

b. Couverture sélective

Cette stratégie suppose que l'agent a défini ses critères quant au risque qu'il accepte de prendre et qu'il s'est fait une idée sur l'évolution prochaine des cours d'une devise. Il choisit donc de couvrir sa position de change partiellement

c. Couverture systématique

Elle consiste à se couvrir automatiquement dès qu'apparaît un engagement ou un avoir en devise. Dans la réalité, très peu d'entreprises couvrent totalement leur position.

En règle générale, plus les flux en devises étrangères d'une entreprise sont importants pour sa croissance ou le remboursement de ses dettes, plus la promotion du risque couvert par l'entreprise sera élevée.

2. Les techniques de couverture internes à l'entreprise

Ce sont l'ensemble des méthodes que l'entreprise met elle-même en place, généralement en réorganisant les services concernés, pour diminuer l'exposition au risque de change. L'entreprise dispose de quatre grands types d'actions : l'action sur les délais, la diminution des volumes de créances et de dettes en devises, la compensation et les clauses multidevises.

a. Actions sur les délais

Cette technique est basée sur le choix du règlement de telle sorte que le risque soit minimum.

Escompte pour paiement anticipé : il s'agit dans ce cas pour l'exportateur d'accepter d'accorder un escompte pour paiement anticipé. Une telle procédure permet à l'exportateur d'éliminer, d'abord, le risque de non paiement, d'accroître la trésorerie et d'éviter le risque de change.

Le termillage (Leads and Lags) : il consiste à accélérer ou retarder les encaissements ou les décaissements des devises étrangères selon l'évolution anticipée de ces devises. Cette technique vise donc à faire varier les termes des paiements de façon à bénéficier des mouvements de cours, selon que l'opérateur anticipe une appréciation ou bien une dépréciation des cours.

Si l'exportateur anticipe une appréciation de la devise de facturation, il tentera de retarder l'encaissement de sa créance pour bénéficier d'un cours futur plus avantageux. A l'inverse, si l'exportateur anticipe une dépréciation de la devise de facturation, il tentera d'accélérer l'encaissement de sa créance pour bénéficier du cours actuel plus avantageux.

Si l'importateur se trouve face à une tendance à l'appréciation de la devise du contrat d'achat, il sera tenté d'anticiper son règlement. Au contraire, si l'importateur se trouve face à une tendance à la dépréciation de la devise du contrat d'achat, il tentera de retarder son règlement de manière à pouvoir bénéficier d'un cours futur plus avantageux.

Ces modes de couverture du risque de change sont cependant partielles et occasionnels car, d'une part, ils ne permettent pas à l'entreprise de se couvrir totalement dans la mesure où l'action ne se

déroule qu'après la réalisation de la transaction, et par conséquent le risque n'est pas maîtrisé dès le début.

b. Diminution du volume des créances et des dettes en devises

Il s'agit de minimiser les sommes soumises au risque de change, soit par facturation en monnaie nationale, par paiement d'un acompte, par la couverture au comptant, par le recours au centre de refacturation, ou soit par la compensation multinationale des paiements.

La facturation en monnaie nationale : comme le risque de change naît de la reconversion d'une monnaie en une autre monnaie, la facturation en monnaie nationale ne donne lieu à aucun risque de change.

Le paiement d'un acompte : puisque le risque de change est lié au décalage dans le temps entre la date de livraison et la date de paiement de la facture, plus le montant de l'acompte payé immédiatement est élevé, plus le risque est faible.

La couverture au comptant : le coût de couverture est normalement nul car la différence entre les taux d'intérêts entre t_0 et t_1 est compensée par la différence des taux de change.

Le centre de refacturation : il s'agit d'encaisser et de payer les factures en devises puis verser ou recevoir le solde en monnaie nationale pour toutes les sociétés du groupe. Ce système permet à tout le groupe de gérer le risque de change à un niveau centralisé.

Les clauses multidevises : elles permettent de libeller le montant du contrat en plusieurs devises et laissent, de ce fait à l'opérateur, le choix à l'échéance de la devise du règlement.

Compensation multinationale des paiements (Netting) : cette méthode est surtout utilisée par les entreprises à l'intérieur d'un même groupe. Elle consiste à procéder à la compensation des créances et des dettes entre les différentes sociétés du groupe afin de minimiser le montant et le nombre de transferts. Ainsi, seul le solde sera viré.

3. Les techniques de couverture externes à l'entreprise

Lorsque les différentes techniques de couverture interne décrites ont été employées par l'entreprise afin de diminuer le risque de change et que celui-ci existe toujours, l'agent a la possibilité de faire appel à des techniques de couvertures couverture externe.

a. Le change à terme de type forward

Les contrats à termes sur devise sont des ententes entre deux institutions financières ou entre une institution financière et l'un de ses clients qui permettent d'acheter ou de vendre une devise dans le futur, mais à un cours fixé dès l'instant de la signature du contrat forward.

Le jour de l'entente aucune transaction n'est faite entre les parties. Simplement, les deux parties se mettent d'accord sur l'échéance de l'engagement et le cours à appliquer, chaque partie de l'entente est obligée d'honorer sur l'engagement initial d'achat ou de vente.

h. Le change à terme de type futures

Un contrat de «*Futures* » est un engagement à livrer (dans le cas d'une vente de contrat) ou à recevoir (dans le cas d'un achat de contrat) une certaine quantité de devises à une date et un prix déterminés à l'avance.

Les contrats «*futurs* » servent aux mêmes fins que les contrats « Forward ». La différence entre ces deux types de contrat est que les contrats de type forwards sont négociés On The Counter (gré à gré) tandis que les contrats de type futures sont négociés sur le marché.

Sur le marché, la taille des contrats est standardisée. Lorsqu'un opérateur achète ou vend un contrat de «*futures* » de devises, il n'échange pas la devise mais il effectue un dépôt (margin) chaque jour. Les bénéfices ou les pertes qui découlent des évolutions de cours sont calculés et augmentent ou diminuent le compte de dépôt de l'opérateur.

Processus de couverture

L'entreprise qui veut se protéger contre l'évolution défavorable du cours d'une devise doit prendre sur le marché de «*Futures* » un position opposé à celle qu'elle a sur le marché au comptant.

Marché au comptant	Marché de « Futures »
Exportation en position longue	Doit prendre une position courte
Craint une baisse de la devise de règlement de ses exportations	Doit vendre des contrats de « Futures » pour compenser par un gain, la perte qu'il subit si la devise de règlement baisse
Importateur en position courte	Doit prendre une position longue
Craint une hausse de la devise de règlement de ses importateurs	Doit acheter des contrats de « Futures » pour compenser par un gain, la perte qu'il subit si la devise de règlement s'apprécie

c. Les swaps

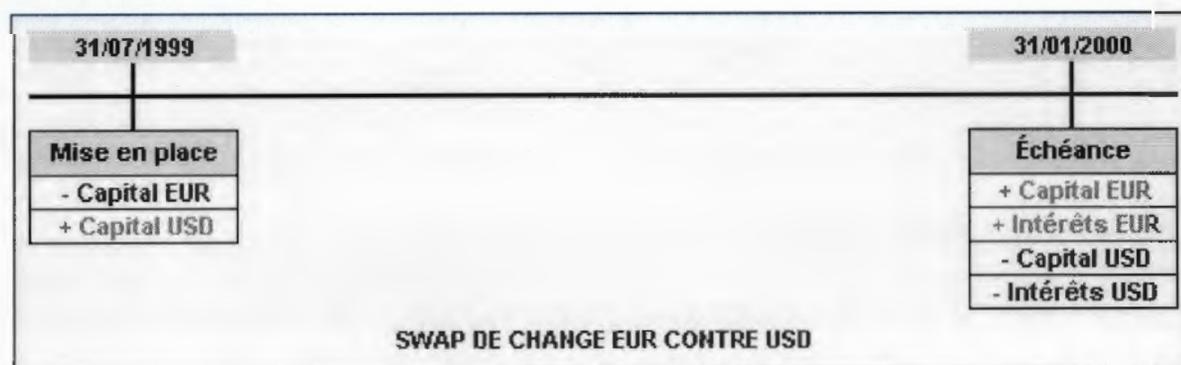
Les swaps se font à très court terme, au jour le jour, sur les échéances à court terme des Euro marché et des marchés monétaires. Les swaps se font aussi à plus long terme 1, 2, 3, 6, 9, 12 mois et à trois ans au plus. En général, les grandes monnaies ont des marchés de swaps plus longs que les petites monnaies. Le swap se fait en deux transactions : l'une au comptant au début de swap, l'autre à terme sur l'échéance du swap.

Les catégories de swaps

- Swap de change (swaps cambistes)

Le swap de change est également appelé **swap cambiste** car il était utilisé à l'origine par les cambistes de banques pour réaliser des opérations de trésorerie sans que celles-ci ne soient inscrites au bilan. Le swap cambiste est une transaction combinant une opération de change au comptant (ou spot) avec une opération de change à terme (ou forward).

Ces deux opérations sont négociées simultanément **avec la même contrepartie et le même cours de change comptant de référence**. Elles ont plus souvent lieu sur le marché interbancaire des changes.



Les étapes sont donc classiques :

1. échange du capital : les 2 contreparties échangent les montants nominaux de leur dette respective. Cette opération est généralement réalisée au cours spot du moment. Il s'agit d'une opération de change au comptant.
2. Remboursement du capital : à l'échéance, chacun remboursera à l'autre le montant du capital, intérêts inclus. Ceci équivaut également à une opération de change dont le cours induit est le cours à terme de l'opération.

Les flux montrent bien qu'il s'agit en réalité d'une opération de trésorerie avec versement du capital en date spot et remboursement du capital et des intérêts à l'échéance.

Exemple

Les entreprises A et B concluent un swap de change dans lequel A s'engage à verser 1 million de dollars à B et B à verser 8 millions d'euros en contrepartie en $t = 0$. Dans trois mois, B s'engage à verser 1 million de dollars à A et en contrepartie, A à verser 7.8 million d'euros à B. Avec ce type de swaps, l'entreprise B peut se couvrir contre le risque de change. Lorsque, par exemple B attend une rentrée d'1 million de dollars dans 3 mois, elle peut les donner à A et obtenir ainsi de manière certaine à l'échéance en contrepartie 7.8 millions d'euros.

• *Swap de devises (Currency swap)*

Un swap de devises est un engagement gré à gré par lequel deux contreparties échangent des flux financiers libellés dans deux monnaies différentes et à des taux fixes et/ou variables. C'est une transaction de change au comptant assortie d'une transaction à terme sur les mêmes devises mais dans le sens inverse. Il est essentiellement utilisé par les établissements financiers pour gérer leur position de change et les grands groupes pour gérer leur position de liquidité multidevises. Le swap de devise peut s'analyser comme un emprunt dans une devise et un prêt dans une autre devise.

Généralement, le swap de devises a une durée plus longue que le swap cambiste qui est une opération à court terme. Au delà de ces différences, les deux types de swaps permettent une couverture contre le risque de change.

Typologie des swaps de devises

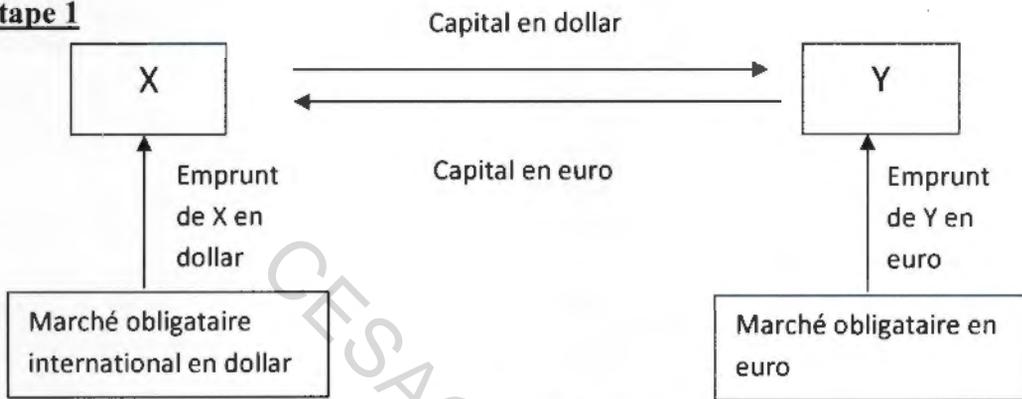
- Deux contreparties empruntent à taux d'intérêt fixe, dans deux devises différentes
- Deux contreparties empruntent à taux d'intérêt variable dans deux devises différentes

- Deux contreparties empruntent, l'une à taux d'intérêt fixe, l'autre à taux d'intérêt flottant, dans deux devises différentes

Exemple

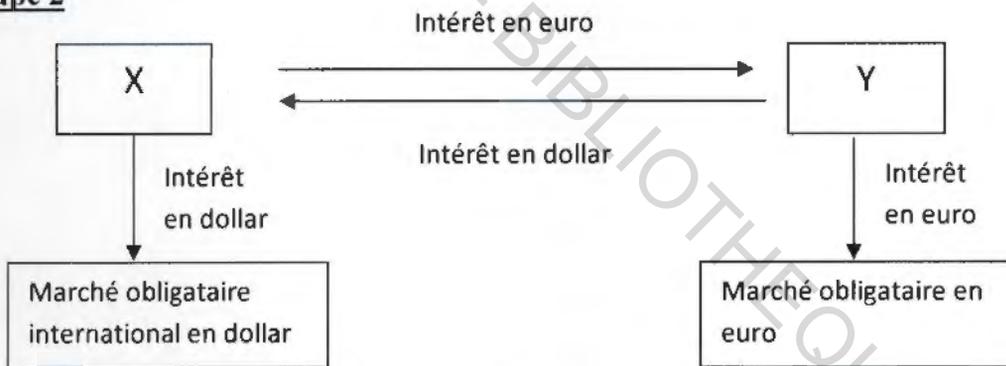
X procède à une émission en dollar sur le marché euro-obligataire et souhaiterait avoir de l'euro et Y procède à une émission eu euro et souhaiterait du dollar

Etape 1



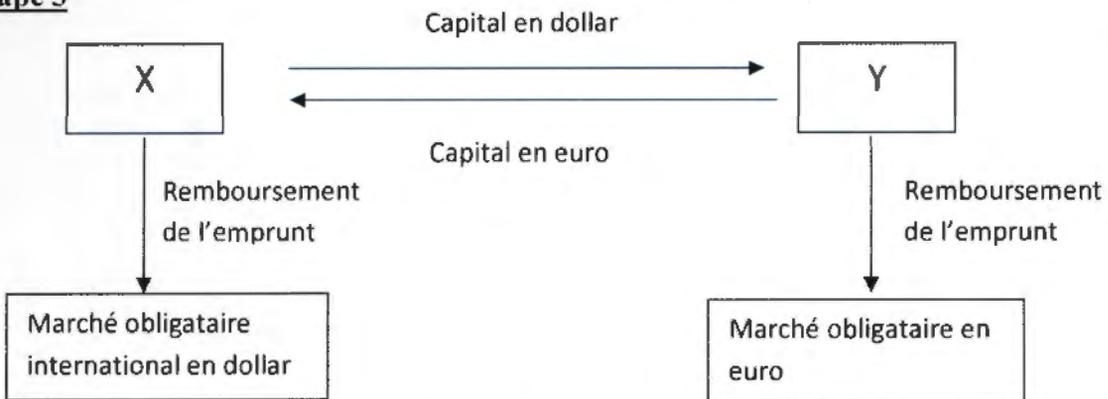
Finance internationale 9^{ème} ed Y. Simon & D Lautier

Etape 2



Finance internationale 9^{ème} ed Y. Simon & D Lautier

Etape 3



Finance internationale 9^{ème} ed Y. Simon & D Lautier

d. Les options sur devises

Une option sur devises est un contrat qui donne à son porteur un droit, et non une obligation, d'acheter (option d'achat = call option) ou une de vendre (option de vente = put option) une quantité de devises à un prix fixé d'avance, appelé le prix d'exercice (Strike price ou exercice price), et à une date convenue à l'avance, moyennant le paiement d'une prime (premium).

L'option permet à son acheteur de se couvrir contre une perte éventuelle de change ; mais elle laisse à celui-ci la possibilité de ne pas exercer son option, afin de profiter d'une évolution favorable du marché.

i. Les différents types d'options

Les options d'achat donnent à l'opérateur le droit, mais pas l'obligation d'acheter l'actif sous - jacent à l'échéance ;

Les options de ventes donnent le droit, mais pas l'obligation, de vente l'actif sous - jacent à l'échéance ;

Les options négociables, que l'on retrouve sur les marchés organisés, sont très souples en termes de montant, de date et de prix d'exercice.

Les options non négociables, que l'on retrouve sur les marchés de gré à gré, sont moins souples en termes de montant, de date et de prix d'exercice ;

Les options américaines que l'on peut exercer à tout moment jusqu'à l'échéance dont la plus part sont des options négociables ;

Les options européennes que l'on peut exercer uniquement le jour de l'échéance dont la plupart sont exercées sur les marchés de gré à gré. Les options européennes sont les plus utilisées.

ii. Caractéristiques et cotations des options

Les éléments caractéristiques d'une option sont :

La nature de l'option : call ou put

L'acheteur de l'option (d'achat ou de vente) est libre de ne pas exécuter le contrat si le risque qu'il redoute ne se réalise pas. En contrepartie de son droit, l'acheteur de l'option doit verser une prime au vendeur, son risque est connu et limité alors que son gain est potentiellement illimité.

L'acheteur d'une option a le droit :

- d'abandonner son option si le cours au comptant à la date d'échéance est plus favorable que le cours de l'option ;
- d'exercer son option si le cours de l'option lui est favorable par rapport au prix du marché au comptant à la date d'échéance ;
- de revendre l'option jusqu'à la date de son expiration s'il y a un profit à réaliser.

En revanche, le vendeur de l'option (call ou put) est par contre obligé d'acheter ou de vendre au prix d'exercice si l'acheteur le décide et exerce son droit. Le gain du vendeur est limité au montant de la prime.

Le prix et la date d'exercice

Le prix d'exercice est le cours auquel l'acheteur d'une option souhaite acquérir l'actif sous-jacent pendant la durée de vie de l'option.

La date d'exercice

La date d'exercice ou d'échéance de l'option est le dernier jour auquel l'option peut être exercée. C'est la date à laquelle l'option disparaît et perd toute valeur.

La prime

La prime est le prix que doit payer l'acheteur d'une option au vendeur. Celle-ci correspondant au coût de l'option (qui est généralement de l'ordre de 1 % à 3%), est exprimée en pourcentage ou en cents.

iii. Les différents types de contrats

Il existe deux types d'option : les options d'achat (call option) et les options de vendre (put option). Elles donnent lieu à quatre opérations :

Achat d'une option d'achat

Il donne le droit mais pas l'obligation, d'acheter des devises à un prix d'exercice spécifié au moment de l'achat. Pour obtenir le droit de se déclarer acheteur, l'acheteur accepte de verser au vendeur de l'option une prime. Celle-ci constitue sa perte, alors que son profit est potentiellement illimité.

Vente d'une option d'achat

Le vendeur de l'option d'achat est soumis à la volonté de l'acheteur quelque soit le cours au comptant de la devise. Son risque de perte est illimité. Il touche en revanche, la prime qui constitue son profit.

Achat d'une option de vente

Il donne le droit, mais pas l'obligation, de vendre des devises à un prix fixé au moment de l'achat. Le risque de l'acheteur est limité au montant de la prime, alors que son gain est illimité.

Vente d'une option de vente

Le vendeur est contraint de vendre. Si l'acheteur exerce son option, il doit recevoir les devises et payer le prix d'exercice quelque soit le cours au comptant.

Ainsi, l'option protège contre une dépréciation jugée probable tout en laissant une opportunité de tirer parti d'une hausse éventuelle. A la différence des autres modalités de couverture, l'option donne le droit à l'erreur, elle est donc bien adaptée à l'incertitude liée à l'évolution future du cours de change.

e. Les avances de devises

Elles s'adressent aux entreprises qui souhaitent couvrir simultanément un besoin de trésorerie et un risque de change. Si l'on considère un exportateur qui attend une rentrée en devise dans 3mois, il lui suffit pour se couvrir, de demander une avance (prêt) en devise à son banquier.

Au lieu d'avoir comme précédemment une opération simultanée d'emprunt et de prêt, l'opérateur se limite à une opération d'emprunts en devises, ce qui lui permet de disposer de devises pour une autre opération.

f. La couverture de risque par le recours aux assurances

De nombreux pays ont mis en place des organismes d'assurance pour l'exportation qui permettent à l'opérateur de couvrir son risque de change moyennant le paiement d'une prime, fonction surtout de la volatilité de la devise concernée. Ces organismes garantissent en même temps le risque politique, le risque des transferts, le risque de spoliation des investissements étrangers, le risque de contrepartie, le risque commercial, etc.

Ces risques sont garantis par EximBank aux Etats-Unis, Mili au Japon, la Coface (compagnie Française d'assurance pour les commerces extérieurs) en France, par OND (office national du Ducroire) en Belgique ou par Heres (HERMES Krediversis Herug) en Allemagne.

La garantie offerte par la COFACE, dans le cas de la couverture du risque de change est appelée assurance « change négociation avec intéressement ». Elle se compose de :

- d'une prime d'engagement, payables à la date de démarrage du contrat et remboursable partiellement en cas d'échec de négociations.
- d'une prime de conclusion payable uniquement si le contrat commercial est signé quelque soit la monnaie du contrat. Le taux des primes varie en fonction du montant garanti, de l'offre selon la devise et de la durée de validité à garantir.

L'assurance « change négociation avec intéressement » permet de :

- garantir des exportateurs contre le risque de change lié à la remise d'une offre dans une devise étrangère.
- couvrir le risque de change de la période de négociation jusqu'au paiement.
- intéresser l'exportateur de l'euro pendant la période de négociation.

L'assurance « change négociation avec intéressement » tient compte des possibilités de variation de la devise dans les deux sens. Les entreprises déterminent le montant de leur participation (qui peut aller jusqu'à 70%) en cas de baisse de l'euro, c'est-à-dire en cas de hausse de la devise, tout en étant couvert en totalité contre la perte de change.

4. Les autres instruments de couverture du risque de change

g. Les options de change

Les options lookback sur devises

L'option Lookback est une option exotique dont la particularité est d'être dépendante du chemin parcouru par le sous-jacent. Ainsi elle procure à son détenteur le niveau le plus favorable pour lui, atteint par le cours de la devise sur une période de temps définie au départ.

Les options asiatiques

Le détenteur d'une option standard du type européen déplore souvent la baisse brutale du cours de l'actif sous-jacent, lorsque celle-ci arrive à maturité. Il regrette alors de ne pas avoir pu verrouiller, durant la vie de l'option, des niveaux qu'il pourrait reprendre et moyenniser avec le cours initial de l'actif. Les options « à moyenne », ou « asiatique » -car la première transaction sur ce type de produit eut lieu à Tokyo- sont nées de ce constat.

Les options sur options

Les options sur options, ou « compound options », confèrent à leur détenteur le droit d'acheter ou de vendre des options dont le sous-jacent est une autre option, nécessitant la fixation de deux strikes et deux maturités.

Remarquons que, d'une part, l'option sur option ne sera exercée que si la valeur de l'option sous-jacente est supérieure au premier prix d'exercice, et que d'autre part, l'échéance de l'option mère doit être plus courte que celle de l'option fille. Sont distingués quatre types d'options sur options : le call sur call, le call sur put, le put sur call et le put sur put.

h. Les produits bancaires dits « package »

La plupart des grandes banques nationales se sont souciées de mettre à la portée des petites et moyennes entreprises des produits « composites » de gestion de risque de change parmi lesquels on peut citer : le Forward Price Agreement, les Tunnels, le Pack Hedge, le change à terme avec intéressement.

Le Forward Price Agreement

Avec le Forward Price Agreement (FPA), l'entreprise se garantit gratuitement un cours à terme égal au cours à terme normal, mais sans effectuer l'opération à terme. Ce produit est déconnecté de toute opération de trésorerie. Il permet de couvrir efficacement des flux en devise liés au cours d'une autre ; c'est notamment le cas quand les factures sont établies en devise et les paiements réalisés en XOF (ou EUR).

Si à l'échéance, le cours garanti est plus favorable que le cours au comptant, la banque verse la différence et inversement.

Une entreprise importatrice achète des marchandises et reçoit une facture de 2 millions de USD échéance à t+3 mois, payables en euros sur la base du cours USD/EUR à trois mois. Le cours spot de l'euro contre dollar est de 0,9093, soit 1,0997 euros pour 1 dollar et le cours à terme de 0,9149 soit 1,0930 euros pour 1 dollar, cours garanti par le FPA. A l'échéance, la société devra régler la contre valeur en euros, des 2 millions de USD sur la base du cours spot du moment. On peut trouver les situations suivantes, dans le cadre d'un FPA :

- si le cours USD/EUR est de 1,10 euros (appréciation du dollar), l'entreprise paiera la totalité de la facture en euros, mais la banque lui versera : $(1,10 - 1,0930) * 2000000$ USD.
- si le cours est à 1,0930 l'entreprise paiera effectivement 1,0930.
- si le cours est à 1,0850 (dépréciation du dollar), l'entreprise reversera à sa banque : $(1,0930 - 1,0850) * 2000000$ USD.

Dans tous les cas, l'entreprise se serait garanti un cours de 1.0930 euros contre dollar.

Ainsi, l'entreprise se serait garantie le cours à terme à l'origine, sans aucune transaction de change puisque le paiement est réalisé en euro. La principale limite du FPA réside dans le

montant minimal d'intervention qui reste élevé et rend ce produit peu accessible aux petites et moyennes entreprises.

Les tunnels

Les tunnels sont des combinaisons simples d'options de change ; il en existe de simples et d'améliorées, adaptés à un besoin spécifique. Un tunnel simple permet à l'entreprise de se garantir gratuitement une plage de cours autour du cours à terme, avec un minimum et un maximum.

A l'échéance, l'opération de change s'effectue au cours du marché, si ce dernier est compris dans la limite maximum/ minimum, ou bien au cours minimum ou maximum si ce dernier est sorti de la limite. Toute fois, cette opération comporte un coût implicite du fait d'une perte d'opportunité liée à l'existence de l'option vendue. En effet, l'entreprise ne peut bénéficier de l'évolution favorable d'une monnaie que dans la limite prévue.

Une compagnie africaine exporte des médicaments en Amérique latine et désire se protéger d'une dépréciation du dollar, mais ne veut pas déboursier du tout. Cette compagnie a donc dans son portefeuille un montant variable de dollars. Supposons que le cours du dollar soit actuellement de 1,45 Euro pour les fins de l'exemple.

- Pour répondre à ses demandes spécifiques, l'entreprise décide de se couvrir par le biais d'un tunnel. Elle achète une option de vente à un prix d'exercice de 1,4350 pour une échéance de trois mois et elle vend une option d'achat à un prix d'exercice de 1,4650 pour une échéance de trois mois.
- La prime sur option achetée est de 1500\$ et la prime reçue sur l'option vendue est de 1500\$. Par conséquent, la structure ne coûte rien à l'entreprise.
- La compagnie réussit donc à garantir que le taux de vente de l'Euro ne sortira pas de l'intervalle (1,4350-1,4650) pour une période de trois mois. Elle se débarrasse donc d'une source de risque.

Le Pack Hedge

Il s'adresse aux entreprises ayant un volume de flux de devises constant, permettant des prévisions de trésoreries sur lesquelles les banques vont garantir un cours.

L'exportateur s'engage à céder à la banque le montant des devises convenues dans le contrat, tandis que l'importateur s'engage à acheter un volume de devise prévu par le contrat selon un

échancier précis, pendant une période considérée. En cas de non respect de l'échéancier, le trésorier se verra obligé de réaliser soit une avance soit un placement en devises.

- ***La couverture à terme avec intéressement (CATI)***

Grâce à ce produit, les entreprises peuvent se garantir, jusqu'à une date donnée, un cours ferme de conversion d'une devise et bénéficier d'une éventuelle évolution favorable du cours de la devise sous forme d'intéressement.

Les contrats fixent dès le départ un cours plancher si on est vendeur et un cours plafond si on est acheteur :

- ✓ ***l'achat d'une option d'achat*** (cas de l'importateur) et de vente (cas de l'exportateur), dont le prix d'exercice est le prix garanti. La prime sera payée grâce au différentiel de cours à terme garanti. Le montant de l'achat de l'option sera donc d'autant plus grand que ce différentiel le sera ;
- ✓ ***l'achat de la devise à terme*** (cas de l'importateur), ou la vente (cas de l'exportateur)

Le change ou couverture à terme avec intéressement a été créé par le crédit lyonnais en 1987. Certaines banques ont développé des produits similaires tels que : accord de change à terme évolutif, futur gain, terme ouvert participatif, change à terme avec intéressement (CTI), ou change à terme à bonus.

Ces produits permettent aux entreprises de s'échanger à une date donnée des devises sur la base d'un cours plancher si on est vendeur ou d'un cours plafond si on est acheteur, ce cours étant fixé dès l'origine. Ce contrat hybride, à mi-chemin entre le change à termes et l'option, permet de garantir un cours à terme tout en en profitant dans une certaine limite, d'une évolution favorable des cours. Contrairement aux options classiques, la mise en place d'un CATI ne nécessite pas de paiement de prime. De plus, de par ses caractéristiques, le prix d'exercice est toujours défavorable par rapport au cours de change à terme.

Conclusion Partielle

Au terme de ce deuxième chapitre, il ressort que toute entreprise intervenant dans le commerce international entre pays ayant des régimes de change différents, court un risque de change certain. Ce risque provient de l'incertitude engendrée par la variation des cours des différentes devises vis-à-vis de la monnaie nationale. L'évolution du système monétaire international vers un régime de change flexible et l'accroissement des échanges internationaux amplifient l'exposition des acteurs au risque de change.

Cependant, la couverture contre ce risque de change est possible grâce à plusieurs techniques de couvertures mise en place par le système financier international. Tous les moyens internes et externes présentés, offrent une couverture d'une durée limitée dans le temps sauf les swaps et les forwards, alors que les engagements peuvent être de plus longues durées. De plus, ces moyens engagent l'opérateur et ne lui laissent pas toujours la possibilité de profiter d'une évolution favorable du marché sauf le contrat d'option qui peut s'avérer très coûteuse dans le cas d'une couverture sur longue durée.

En Afrique de l'ouest, plus particulièrement dans les pays francophones, la culture des entreprises en matière de recours aux instruments financiers pour la couverture du risque de change est encore trop peu développée, notamment en raison du caractère propre à l'opérateur, de la réglementation ou encore le coût engendré par ces techniques.

En dépit de ces obstacles apparents, il serait pourtant juste d'envisager une évolution prochaine du marché des instruments de couverture du risque de change, impulsée par la capacité des institutions financières à développer des instruments innovants, adaptés, accessible aux entreprises et conformes à la réglementation.

Deuxième partie

**RISQUE DE CHANGE AU SENEGAL :
CAS DES INDUSTRIES PETROLIERES
ET DE LA CITIBANK SENEGAL**

CHAPITRE I : LA REGLEMENTATION DE CHANGE

I. Les textes constitutifs du cadre constitutionnel

Les textes constitutifs forment l'armature du cadre institutionnel. Ce sont essentiellement : l'accord de coopération monétaire entre la République de France et les Etats membres de l'UEMOA, le traité de l'UEMOA, la Convention du compte d'opération et la Réglementation des changes des pays de l'UEMOA.

1. L'accord de coopération monétaire entre la France et les Etats membres de l'UEMOA

Signé à Dakar le 4 Décembre 1973 cet accord multilatéral fixe le cadre général de la coopération économique et financière entre la France et les pays de l'UEMOA. Il concerne la garantie de la parité fixe et ses exigences que sont la centralisation des réserves de changes, l'adoption d'une réglementation uniforme des relations financières extérieures et les sanctions encourues par les contrevenants en cas de non respect de cet accord.

2. La Convention du Compte d'Opération et la réglementation de change

Convention du compte d'opération lie le Trésor français aux Etats de l'UMOA en stipulant les dispositions relatives à la centralisation des réserves dans le compte d'opération de l'UMOA au Trésor français. Ainsi cette convention fixe les conditions de financement de déficit de ce compte ainsi que la rémunération de son solde excédentaire.

La réglementation des changes des pays de l'UEMOA a été quant à elle signée le 20 novembre 1998 à Niamey. Elle fixe les conditions d'intervention sur le marché monétaire et les règles relatives aux relations monétaires et financières entre l'UEMOA et le reste du monde. Cette réglementation des changes est en harmonie avec la réglementation française, et son respect est l'une des conditions principales de la garantie de la parité fixe.

3. Les dispositions relatives aux opérations de change

Les dispositions relatives aux opérations de changes peuvent être regroupées en quatre principes fondamentaux de la zone franc à savoir :

- la libre convertibilité des monnaies de la zone à une parité fixe et connue

La convertibilité du franc CFA de l'UEMOA en euro est garantie par la République Française, comme nous l'avons dit plus haut, ainsi la monnaie de l'UEMOA est échangeable en euro à parité fixe et elle est convertible en toute autre devise distincte de la monnaie européenne, via le taux de change flottant ou fixe entre l'euro et la devise concernée. L'Euro est donc la porte d'entrée du franc CFA sur le marché international des devises.

- la libre transférabilité des monnaies à l'intérieur de la zone

La libre transférabilité interne et la convertibilité interne et externe des monnaies de la zone franc imposent le choix d'une réglementation de changes commune inspirée de la réglementation française. Ce principe est retenu par le traité de l'UEMOA dans son article 22.

La non application d'une telle décision est réprimée par l'article 7 de l'accord de coopération monétaire. Et le respect d'un tel principe a pour soucis d'uniformiser les comportements des acteurs et de les orienter dans le sens souhaité de l'accord de coopération monétaire. Le rôle de la *Commission Bancaire* est de veiller à l'application de l'ensemble de ces mesures par les banques et établissements financiers en opérant des contrôles sur place et sur pièce.

- l'adoption d'une réglementation commune de change

Pour la mise en place de sa politique monétaire, La Banque Centrale agit pour un contrôle strict de la réglementation de change. Pour les Etats de l'UEMOA, connaître les différents flux financiers entrants et sortants dans leurs pays, est très importante, car elle permet de surveiller leur impact sur l'inflation et le mouvement global des capitaux.

- la centralisation des réserves et le strict contrôle des flux sortants en devises

La centralisation des réserves de change est sans doute la disposition du cadre institutionnel qui a le plus d'impact sur les opérations de change des intervenants sur ce marché. Les Etats s'engagent à réunir 50% de leurs réserves de change dans le compte d'opération de la BCEAO auprès du Trésor français, conformément aux prescriptions de la convention du compte d'opération (Accord de Coopération, article 3). Les contrevenants à cette disposition sont passibles d'exclusion de l'union (Traité Constituant l'UMOA, Article 4).

La centralisation des réserves se fait par l'intermédiaire d'une série d'étapes, partant de la domiciliation des opérations en devises à la cession des devises à la BCEAO, en passant par le rapatriement de ces devises. Les résidents sont tenus de domicilier auprès des intermédiaires

agréés, les banques et l'administration des postes, les mouvements de capitaux ainsi que les opérations d'importation et d'exportation des biens et services (réglementation de change article 5) et cela par l'intermédiaire des banques et postes. La Banque Centrale et l'Etat apprécient l'évolution des flux monétaires entrants et sortants relatifs aux opérations de la balance de paiement courant et de la balance des capitaux.

II. Les techniques de couvertures applicables en zone UEMOA

1. La réglementation de change et les techniques de couvertures applicables en zone UEMOA

Le cadre réglementaire de l'espace UMOA est restrictif en matière de mouvements de capitaux avec l'extérieur. Cette réglementation des changes oblige tous les agents économiques ayant des opérations avec l'étranger de suivre un certain nombre de procédures.

Dans la zone de l'UEMOA, d'une manière générale, tous les mouvements de capitaux entre les Etats membres sont libres et s'effectuent sans restriction aucune et cela quelque soit le montant.

Cependant, les opérations de transferts de change, les mouvements de capitaux et règlement de toutes natures entre un Etat membre de l'UEMOA et un pays non membre, ou entre un résident et un non résident ne peuvent être effectuées que par l'entremise de la BCEAO, de l'administration des Postes, d'un intermédiaire agréé ou d'un agent agréé de change manuel, dans le strict cadre de leurs compétences respectives.

Les résidents sont donc tenus de céder à une banque intermédiaire agréée tous les revenus ou produits en devises encaissés à l'étranger ou versés par un non résident dans le cadre de leurs activités.

Les importations et exportations font l'objet de dispositions particulières. Ces dispositions autorisent tous les paiements courants à destination de l'étranger titre général. Ils sont exécutés en totale liberté, sous réserve de présenter les pièces justificatives concernant les opérations en question aux agents agréés. Selon l'instruction N° 03/07/2011/RFE relative aux relations financières avec l'extérieur et portant constitution des dossiers de domiciliation des exportations et à leur apurement, le produit des recettes d'exportation doit être rapatrié par les banques domiciliataires par l'intermédiaire de la BCEAO pour un minimum de 80%, au plus tard 120 jours après l'expédition des marchandises. Cette instruction donne la latitude aux banques de

conserver les 20% restants dans leurs comptes étrangers aux fins de couverture de leurs besoins courant en devises.

En son règlement N°09/2010/CM/UEMOA relatif aux relations financières extérieures des Etats membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA), la BCEAO autorise les résidents à effectuer des transactions sur les marchés dérivés de change avec les intermédiaires agréés ou les banques étrangères. Cependant, les transactions autorisées doivent être adossées à des opérations commerciales ou financières, sous réserve du respect des autres dispositions réglementaires régissant lesdites opérations.

Les instruments de couverture autorisés par la BCEAO sont précisés dans l'instruction N°04/07/2011/RFE du 4 juillet 2011 relative aux relations financières extérieures. Cette instruction fixe les conditions dans lesquelles une couverture du risque de marché est autorisée ainsi que les moyens dont disposent les résidents et les intermédiaires agréés.

Les couvertures de risque de change peuvent être constituées par les résidents, par le biais des instruments dérivés. Elles doivent être adossées à des importations ou des exportations de matières premières et produits de base effectuées par les résidents.

Les instruments de couverture autorisés par la réglementation sont:

- les contrats de type forward,
- les options de change
- les swaps de change et de devises;
- les achats et ventes de contrat à terme,
- les achats d'options d'achat et de vente sur contrats à terme sur les marchés de matières premières.

En matière de financement, tout mouvement de capitaux à destination de l'Étranger (investissement, prêt ou toute autre opération en capital), effectué par un résident, est soumis à l'autorisation préalable du Ministre chargé des Finances. La seule dérogation à cette règle concerne les découverts que les intermédiaires agréés peuvent accorder à leurs correspondants étrangers, à condition que leur durée n'excède pas les délais normaux de courrier.

En ce qui concerne les emprunts à l'étranger, sont dispensés d'autorisation préalable les emprunts:

- contractés par les intermédiaires agréés ;
- contractés par les entreprises industrielles pour le financement d'opérations exécutées à l'étranger ;

- contractés par les entreprises pour le financement d'importations ou d'exportations ;
- contractés par des maisons de négoce international, préalablement agréées par les autorités compétentes, pour le financement d'opérations de courtage international satisfaisant à des conditions déterminées : taux d'intérêt n'excédant pas le taux normal du marché, communication des modalités de l'opération, cession immédiate des devises ou débit d'un compte étranger en francs.

Les emprunts à l'étranger, constituant un investissement direct, sont soumis à la déclaration préalable auprès du Ministre chargé des finances.

Les opérations d'importation et d'exportation d'un montant inférieur à trois millions de francs CFA ne sont pas soumises à obligation de domiciliation auprès d'une banque intermédiaire agréée.

Aucune précision n'est apportée par la réglementation en matière de couverture du risque de change né des opérations financières (emprunts et prêts à l'étranger)

2. Analyse comparée entre les réglementations dans l'UEMOA et dans les pays anglo-saxons

D'une manière générale, tous les mouvements de capitaux entre les Etats membres de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) sont libres et s'effectuent sans restriction aucune, conformément aux articles 76 (paragraphe d), 96 et 97 du Traité de l'UEMOA et l'article 4 du Traité de l'Union Monétaire Ouest Africaine (UMOA). Les relations financières entre les Etats de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine (l'UEMOA) et les pays étrangers sont régies par le Règlement n° R09 du 20 décembre 1998 du Conseil des Ministres de l'UEMOA, entré en vigueur le 1er février 1999, et dont les dispositions sont applicables de manière uniforme dans tous les Etats membres de l'UEMOA. Cette réglementation complète les réformes mises en œuvre depuis 1989 dans le cadre de la modernisation des règles et des instruments de gestion de la politique de la monnaie et du crédit. Elle traduit, d'une part, la libéralisation totale des opérations courantes des Etats de l'Union qui ont adhéré au régime de l'Article 8 des statuts du FMI, et, d'autre part, leur volonté de poursuivre une libéralisation progressive des opérations en capital.

Les aménagements contenus dans le Règlement en zone UEMOA portent sur les investissements et emprunts, les transactions sur valeurs mobilières, y compris les contrats d'options, ainsi que les placements de fonds. En substance, toutes les entrées de capitaux dans

l'Union sont libres, excepté l'importation d'or. Les sorties de capitaux au titre des remboursements d'emprunts, de la liquidation d'investissements étrangers et des achats de contrats d'option sont également libres.

Par rapport aux textes antérieurs, les nouvelles dispositions comportent, au titre des opérations en capital, les assouplissements suivants :

- le libre transfert à l'étranger du produit de la liquidation des investissements réalisés par les non-résidents (le transfert des bénéfices et dividendes étant autorisé dans le cadre des opérations courantes) ;
- l'autorisation d'ouverture de comptes étrangers en devises au nom de non-résidents ;
- la possibilité de conclure des contrats d'option sur les marchés étrangers et de procéder librement aux règlements y afférents ;
- l'autorisation, à titre général, de l'achat par les résidents, des valeurs mobilières étrangères dont l'émission ou la mise en vente auront été préalablement acceptées par le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers.

Les aménagements susvisés traduisent l'option d'une libéralisation progressive et certaine du compte de capital à l'image des pays en développement les plus avancés en matière de libéralisation des changes, notamment le Nigéria, le Ghana, le Kenya, l'Afrique du Sud, etc.

Il est à noter que chacun de ces pays dispose de sa monnaie et applique déjà un régime de change flottant, une situation qui crée des difficultés plus accrues dans la prévisibilité des variations des cours, induisant par conséquent un risque de change plus accru par rapport à l'USD.

Cette grande différence sur les plans de la politique monétaire et du régime de change entre l'UEMOA et ces pays anglo-saxons est un indicateur essentiel du fossé existant entre l'état d'avancement de leur système financier en termes de profondeur, de liquidité et de recours aux techniques modernes et complexes de couverture du risque de change.

CHAPITRE II : EXPOSITION DE LA SOCIETE PETROLIERE AU RISQUE DE CHANGE

I. Aperçu sectoriel

Depuis plus d'un siècle, le pétrole est l'un des moteurs fondamentaux de la croissance économique mondiale, d'où son surnom « d'or noir ». Le pétrole est utilisé directement ou indirectement dans un grand nombre de processus de production industrielle et de transport. Les variations de son prix ont donc un impact marqué sur la conjoncture économique. L'impact s'avère d'autant plus important qu'il n'existe pas de « bien de substitution de court-terme » au pétrole, c'est-à-dire de produit différent pouvant répondre rapidement aux mêmes besoins à un prix plus faible.

Les importations sénégalaises de produits pétroliers ont augmenté de près de 24 % en volume et de plus de 78 % (143 Milliards de FCFA) en valeur financière entre 2000 (184 Milliards FCFA) et 2005 (327 Milliards FCFA). Le ratio (Importation produits pétroliers/Total des importations) a varié entre 17,7 % et 19,3 % sur cette période. Le ratio (Importation produits pétroliers/Total des exportations) est passé de 37,4 % en 2000 à 42,9 % en 2005.

Ainsi, aujourd'hui plus de 42 % des revenus d'exportation servent à couvrir l'approvisionnement du Sénégal en produits pétroliers. Le poids de la facture pétrolière sur l'économie sénégalaise apparaît donc très important. La tendance observée devrait se poursuivre avec l'augmentation des cours du pétrole notée depuis deux ans.

Dès lors qu'un agent économique perçoit ou règle des flux en monnaie étrangère, il est exposé aux conséquences des mouvements des cours de change sur ses recettes ou règlements et sur ses avoirs (son endettement). Il est nécessaire de bien cerner la nature et l'ampleur du risque de change résultant des positions de change et des mouvements de cours de change, afin de choisir judicieusement les instruments propres à couvrir ce risque.

L'essentiel de l'activité d'une société pétrolière sénégalaise consiste à s'approvisionner en produits pétroliers auprès de fournisseurs étrangers, à importer ces produits et à les distribuer sur le marché local.

II. Cas d'une entreprise de distribution pétrolière au Sénégal

En général, une entreprise de distribution pétrolière mène des opérations financières avec des partenaires géographiquement déconcentrés, dans le cadre de ses transactions commerciales. Il s'agit d'opérations financières telles que le règlement des fournisseurs, le paiement de clients, etc.

Ces transactions se font essentiellement en dollar américain. Certains contrats peuvent se régler dans une autre devise (euro par exemple) lorsque le fournisseur appartient au même groupe, ou lorsqu'ils sont liés par des ententes particulières.

Par conséquent, la position de l'entreprise de distribution pétrolière est structurellement courte en dollar américain, parce que ses activités d'importation sont largement supérieures à celles d'exportation.

Le tableau suivant présente l'évolution des gains et pertes de changes sur la période 2002-2004 d'une entreprise pétrolière sénégalaise.

	2 002	2 003	2 004
profit	-	305 404 207	325 099 810
Perte	439 867 351	502 061 439	410 297 068
Solde	- 439 867 351	- 196 657 232	- 85 197 258

Données extraites des comptes de résultat 2002, 2003, 2004 de la société

Comme le montre le tableau, l'entreprise subit des pertes, certes en repli, mais tout de même non négligeables. Cette tendance est caractéristique du secteur. En dépit ces pertes et de l'exposition non négligeable de la société au risque de change sur le dollar US, la compagnie n'a jamais adopté et mise en œuvre une stratégie de couverture.

Cette entreprise n'a pas de politique en matière de gestion de risque de change. Néanmoins, dans un document interne intitulé «**principe de gestion de trésorerie**», il existe des prescriptions et règles qui dictent la démarche à suivre pour la mise en place d'unité de gestion de risque de change. En dépit du manque de politique de gestion de risque change, les responsables sont de plus en plus conscients de la nécessité de se doter de moyens de couverture.

A juste titre, son objectif ne sera pas d'effectuer des opérations de spéculation, mais plutôt des opérations prudentes de minimisation ou de neutralisation du risque de change

1. Les Méthodes de paiements des importations adoptées par la société

Il est important de souligner que la compagnie dont il est question, n'intervient pas directement sur le marché mondial du pétrole pour s'approvisionner. La compagnie achète une partie de ses produits pétroliers au travers de la structure de raffinage qui est la Société Africaine de Raffinage (SAR) à un prix fixé un mois d'avance.

L'autre partie est acquise auprès d'un fournisseur européen qui facture en dollar US à un prix fixé un mois à l'avance. Une fois que le prix est déterminé et la facturation émise par le fournisseur, la société dispose d'un mois (30 jours) après facturation pour procéder au paiement.

C'est sur cette dernière opération commerciale que se crée une zone de risque de change. En effet, la société de distribution pétrolière aurait intérêt à fixer le cours auquel il achèterait du dollar contre XOF dès la facturation, afin qu'à l'échéance du délai maximum de paiement (30 jours), la société puisse être couverte contre une hausse éventuelle du cours du dollar. Par ailleurs, la société pourrait également s'assurer une certaine marge d'opération qui lui permettrait de bénéficier d'une probable dépréciation du dollar face au FCFA.

2. Instruments de couverture potentiellement adéquats

Le recours aux produits bancaires dit « package » et au marché à terme pour l'usage des produits dérivés est un moyen indispensable à la mise en œuvre d'une politique de couverture. Parmi la panoplie de produits bancaires et dérivés disponibles, ceux qui présentent des caractéristiques pertinentes et adaptées aux besoins de la société sont les suivants :

1. Le recours aux produits bancaires

i. Le recours au Forward Rate Agreement

Il s'agira pour la compagnie de fixer un taux de change donné à un (1) mois dès la facturation de sa marchandise par son fournisseur. Ainsi, au travers un contrat gré à gré avec sa banque, la société fige un taux forward et selon le mécanisme, si le taux spot à un mois est plus élevé, alors c'est la banque qui paiera le solde ou si, inversement, le taux spot à un mois est plus bas que le taux prédéterminé, alors c'est la société qui versera le solde à sa banque.

Ainsi, dans les deux cas, la société se couvre sur un taux fixe peu importe l'évolution du taux du marché.

Cette méthode a l'avantage d'être peu coûteuse et de faciliter les prévisions pour l'entreprise en la remettant virtuellement dans un contexte de régime de change fixe.

ii. Le recours au Tunnels

En optant pour ce type de contrat, la société déciderait de se protéger essentiellement contre les fortes fluctuations du dollar en période de volatilité élevée, car elle s'assurerait une certaine marge (minimum, maximum) de taux à l'intérieur duquel elle effectuera son opération.

Ainsi, au cas où le taux spot du moment serait à l'intérieur de ce tunnel, l'opération se fera au taux du marché, sans aucun gain/perte pour la banque, mais avec un gain/perte faible pour l'entreprise. Mais si le taux spot du moment est au-delà d'une limite maximum ou en dessous du minimum, alors l'opération se fera respectivement au cours maximum et minimum du tunnel.

Pour cette raison, l'entreprise a intérêt à fixer un tunnel étroit. Ce qui lui serait avantageux en cas de forte volatilité, précisément en cas de forte hausse, tout en tirant sensiblement profit en cas de forte baisse.

b. Le recours aux produits dérivés

i. Le recours aux contrats de type futures

Pour être certain d'une couverture ferme mais aussi flexible, la société peut avoir recours aux contrats « futures » traités sur les marchés organisés. Considérant sa position sur le marché au comptant, elle achèterait des contrats futures sur le marché à terme avec un cours fixé d'avance.

Cette option permet à l'entreprise d'atténuer sa position, car en cas de hausse du cours du dollar, elle devra acquérir des dollars plus chers à l'échéance, mais elle tirera des profits de la vente du contre future qu'elle aurait préalablement acquis. Ce gain viendrait réduire les pertes enregistrées sur l'achat de devise pour le dénouement de l'opération.

La compagnie importe pour 2 millions USD de pétrole à payer un mois après.

Période	Position Spot	Futures
Mois 0	Position courte de 2 millions USD Risque d'appréciation du dollar US Le cours spot est de 1USD=450 XOF	Achat de contrats futures couvrant la totalité des 2 millions USD, au taux à 1 mois de 1USD = 450 XOF
Mois1 échéance	Achat de 2 millions USD au taux spot de 1 USD = 455 XOF pour le paiement de la facture. Ce qui revient à 910 000 000 FCFA	Vente des contrats futures à un taux de 1 USD = 453XOF. Cette opération permet d'enregistrer un gain de $(453 - 450) \times 2000\ 000\ USD = 6\ 000\ 000\ FCFA$
Solde	Il ressort que la société décaissera 910 000 000 FCFA (soit une hausse de 10 000 000 FCFA par rapport au cours spot), mais encaissera 6 000 000 FCFA issus de sa vente de futures. Ce qui lui permet d'atténuer l'impact de la hausse du dollar US.	

Cependant il existe des contraintes liées au recours aux marchés organisés pour la couverture du risque de change :

- l'obligation de passer par des agents agréés, par des chambres de compensation pour toutes transactions, avec des frais supplémentaires d'intermédiation que cela implique
- les contraintes de trésorerie que cela implique avec le système de dépôt initial et les appels de marge quotidienne.

Cette utilisation des marchés organisés impose à l'entreprise un suivi constant de sa position sur les instruments dérivés utilisés, ce qui est faisable seulement pour une unité de gestion de risque compétente, et un investissement dans des outils informatiques performants et modernes.

CONCLUSION GENERALE

Un secteur financier développé et stable et un système commercial international ouvert sont deux des éléments essentiels à la prospérité des pays. Il existe entre les finances et le commerce de nombreux liens qui ne sont pas toujours évidents. Premièrement, le crédit permet d'attendre entre le moment de la passation d'une commande et son règlement de sorte qu'une transaction peut se faire même si aucune des parties ne possède suffisamment de liquidités pour la financer. Deuxièmement, le secteur financier aide à couvrir différents risques courus par les négociants, comme les risques commerciaux, les risques de transport, les risques de change et les risques politiques. Beaucoup d'instruments financiers spécifiques ont été mis au point pour cela, et les États aident parfois à supporter des risques particulièrement lourds ou imprévisibles par l'entremise d'agences de crédit à l'exportation

La disparition du point d'ancrage des devises et l'abandon du système de change fixe ont entraîné des échanges et de grands bouleversements dans les relations économiques et financières internationales. Cette situation va se traduire par des crises monétaires aiguës comme en Asie du Sud Est, au Mexique, et en Argentine vus récemment.

Parallèlement à l'instabilité croissante des devises, la crise du pétrole du début des années soixante dix a été l'une des causes de la grande volatilité des prix observés sur les matières premières. Cette instabilité sur le prix des produits de base a entraîné des chocs très durement ressentis par la quasi-totalité des Etats Africains en terme de hausse substantielle de la facture d'importations (des produits pétroliers principalement), mais aussi en terme de baisse de plus en plus importante des recettes à l'exportation.

Les entreprises internationales se sont retrouvées dans un univers à grande instabilité où les transactions aussi bien que leurs projets, vont intégrer de fortes proportions de risques. L'instabilité sur les opérations dans le marché va entraîner un développement systématique des risques encourus par les entreprises sur les actifs négociables : réels, monétaires et financiers.

L'accroissement du volume des transactions et l'exposition de plus en plus forte des entreprises, en termes de risques de position sur le change, les taux et les prix, en termes de risque de contrepartie et autres, va développer chez les agents économiques des réflexes pour se couvrir efficacement afin de garantir la rentabilité et la pérennité de leur entreprise.

Ce besoin de couverture a rendu nécessaire la création par les marchés d'instruments financiers intéressants et variés, qui peuvent dorénavant permettre aux entreprises et agents économiques de gérer de façon un peu plus efficace les risques qu'ils encourent.

Ainsi les négociations entre opérateurs sur les options de première et seconde génération, sur les contrats « futures », les caps, les floors et collars, ont connu un développement fulgurant au cours des vingt dernières années.

L'UEMOA n'est pas en marge de ces mutations. Avec un volume croissant d'échanges avec les pays hors zone euro, les entreprises des pays membres de l'UEMAO découvrent de plus en plus les impacts de ces changements sur leur situation micro économique. Le besoin de se couvrir contre une perte de compétitivité et sauvegarder la rentabilité de l'entreprise fait naître un besoin évident d'instruments financiers appropriés.

A cette fin, les institutions financières telle que la CITIBANK SENEGAL dispose de toutes les ressources pour tirer profit des opportunités qui s'offrent sur ce segment de marché. Son expertise, son expérience et sa présence sur quasiment tous les marchés mondiaux sont autant d'atouts dont elle pourrait tirer profit pour renforcer sa forte renommée dans la sous région.

BIBLIOGRAPHIE

Ouvrages

- [1]. *Vernimmen*, Edition 2011
- [2]. DESMICHT François, *Pratique de l'activité bancaire*, Dunod, 2ème édition, 2007
- [3]. Michel JURA, *Technique Financière Internationale*, Dunod, 2^{ème} édition, 2003
- [4]. Mondher Bellalah, *Gestion des risques de taux d'intérêt et de change*, De Boeck, 2005
- [5]. *Finance internationale* 9ème ed Y. Simon & D Lautier

Mémoires

- [1]. La couverture contre les risques de changes: Cas des entreprises tunisiennes, par Imen , Themri Faculté des sciences juridiques économie gestion de Jendouba - Maitrise en comptabilité 2007
- [2]. La gestion du risque de change : l'approche par les instruments dérivés à Shell Sénégal, par Etienne N'Guetta Yao, MBA en Banque et Finance, option Marchés Financiers et Finance d'Entreprise, 4^{ème} promotion (2004)
- [3]. Risque de change, entreprise et investisseur: Le cas du marché suisse des actions, par Rainer Häberle, Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg (Suisse), 1999.
- [4]. La gestion globale du risque de change : nouveaux enjeux et nouveaux risques, Maurice DEBEAUVAIS, Yvon SINNAH, Jacques BELLUT, 2e éd, Paris Economica, 1992
- [5]. La gestion dynamique du risque de change dans une entreprise industrielle internationale : cas des Industries chimiques du Sénégal, Ababacar SECK, Dakar CESAG, 2002
- [6]. Gestion du risque de change dans une banque de l'UEMOA : cas de ECOBANK-Sénégal, Papa Amadou KONATE, Dakar : CESAG, 2010

Articles

- [1]. http://www.amf-france.org/documents/general/3871_1.pdf
- [2]. http://www.mairie-laval.fr/franc/culture/universite/pdf_2008_2009/eco/places-financieres.pdf?PHPSESSID=9718c7bc99d5c356d683e22db41a463d
- [3]. http://www.uemoa.int/Documents/Actes/CM30112010/Regl_09_2010_CM_UEMOA.pdf
- [4]. Balance des paiements et position extérieure globale du Sénégal en 2010, BCEAO

Notes de cours

- [1]. Finance internationale, les marchés de change et leur fonctionnement, Gilles MORISSON Banque de France Institut Bancaire et Financier International , 2010-2011
- [2]. Gestion de la trésorerie, Ababacar SECK, 2010-2011

- [3]. Cours opérations bancaires : marche des entreprises
- [4]. Equilibre macro économique et macro financier en équilibre ouverte, Gilles MORISSON Banque de France Institut Bancaire et Financier International, 2010-2011
- [5]. Les marchés de change et leur fonctionnement, Gilles MORISSON, Banque de France Institut Bancaire et Financier International, 2010-2011
- [6]. Memoire_Les_Strategies_Global_Macros,Vernimmen, 2007

Webographie

- [1]. www.memoireonline.com
- [2]. <http://www.portdakar.sn>
- [3]. <http://www.afdb.org/fr/news-and-events/article/afdb-and-dp-world-sign-eur47-5-million-loan-agreement-for-dakar-container-terminal-6505/>
- [4]. <http://www.reussirbusiness.com/14898-PORT-DE-DAKAR-ET-ECONOMIE.html>
- [5]. <http://www.wto.org>
- [6]. http://fr.wikipedia.org/wiki/Th%C3%A9orie_du_commerce_international
- [7]. <http://www.desjardins.com/fr/entreprises/solutions/services-internationaux/devises-etrangeres/ge-risque-change.pdf>
- [8]. <http://www.memoireonline.com/03/10/3214/La-couverture-contre-les-risques-de-changes-Cas-des-entreprises-tunisiennes.html>
- [9]. <http://www.forexys.fr/ppa.html>
- [10]. http://homepages.ulb.ac.be/~frycx/Ecopol_s14.pdf
- [11]. <http://www.oecd.org>
- [12]. <http://perso.univ-rennes1.fr/denis.delgay-troise/RMI/Cours/RMI221.pdf>
- [13]. <http://www.ecb.int>
- [14]. <http://www.e-economie.com/>
- [15]. http://www.lemonde.fr/economie/article/2012/02/01/la-fusion-entre-nyse-uronext-et-deutsche-borse-rejetee-par-bruxelles_1637170_3234.html
- [16]. http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_swap.html
- [17]. http://fr.wikipedia.org/wiki/Risque_de_change
- [18]. <http://www.logistiqueconseil.org>
- [19]. www.logistiqueconseil.org
- [20]. <http://www.cambiste.info/sdmpage/prodswap/swapch10.php>
- [21]. http://www.vernimmen.net/html/glossaire/definition_swap_cambiste.html
- [22]. http://www.memoireonline.com/07/08/1357/m_gestion-des-risques-bancaires-definition-mesure-gestion-impact-performance15.html
- [23]. <http://www.bceao.int>
- [24]. <http://www.connaissancedesenergies.org/fiche-pedagogique/choc-petrolier>
- [25]. <http://www.oecd.org/fr/finances/questionsmonetairesetfinancieres/1937997.pdf>
- [26]. <http://www.sie-energie.gouv.sn>

TABLES DES MATIERES

INTRODUCTION GENERALE	Erreur ! Signet non défini.
I. Justification de la problématique.....	5
II. Délimitation du sujet.....	6
III. Intérêts du sujet	6
IV. Méthodologie	8
PREMIERE PARTIE: LE COMMERCE INTERNATIONAL ET LE RISQUE DE CHANGE: CONCEPTIONS THEORIQUES ET DETERMINANTS.....	10
Chapitre I: RETROSPECTIVE HISTORIQUE ET ORGANISATION DU COMMERCE INTERNATIONAL.....	11
I. Histoire et développement du commerce international	11
II. L'organisation du commerce international : les organismes internationaux	12
Chapitre II: LE REGIME DE CHANGE: DEFINITIONS, DETERMINANTS, RISQUES ET EFFETS SUR L'ENTREPRISE.....	13
I. Les régimes de change	13
II. Les taux de change et les déterminants.....	15
III. Les marchés de change : Définition et caractéristiques.....	23
IV. Notion de risque de change	28
Chapitre III: LE FINANCEMENT DU COMMERCE EXTERIEUR ET LES MOYENS DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE.....	35
I. Les moyens de paiement du commerce international	35
II. Les opérations sur le marché des changes.....	37
III. Les moyens de couverture du risque de change.....	41
DEUXIEME PARTIE: RISQUE DE CHANGE AU SENEGAL: CAS DES INDUSTRIES PETROLIERES ET DE LA CITIBANK SENEGAL.....	57
Chapitre I: LA REGLEMENTATION DE CHANGE.....	58
I. Les textes constitutifs du cadre constitutionnel	58
II. Les techniques de couvertures applicables en zone UEMOA	60
Chapitre II: EXPOSITION DE LA SOCIETE PETROLIERE AU RISQUE DE CHANGE.....	64
I. Aperçu sectoriel	64
II. Cas d'une entreprise de distribution pétrolière au Sénégal	65
CONCLUSION GENERALE	69