



**CESA G**

INSTITUT DE BANQUE ET FINANCE

MASTERE/MASTER

BANQUE & FINANCE / BANK & FINANCE

OPTION FINANCE D'ENTREPRISES ET DE MARCHES

PREMIERE PROMOTION

MEMOIRE DE FIN D'ETUDES

THEME :

***LES ENTREPRISES FACE A LA GESTION DU RISQUE***

***DE CHANGE DANS L'U.E.M.O.A.***

***CONTRAINTES REGLEMENTAIRES ET PERSPECTIVES***

Présenté et soutenu par: Mr Venantio Damien WILSON

Sous la direction de: Homialo GBEASOR, B.C.E.A.O. Siège

Et de Mr Gilles MORISSON, Banque de France

**DEDICACE**

**A WESLEY & JONATHAN,  
A TOUS CEUX QUI ME SONT CHERS**

## REMERCIEMENTS

Mes sincères remerciements et profonde gratitude vont principalement à Monsieur Gilles Morisson agent de la Banque de France et premier chef de projet du MASTERE en BANQUE & FINANCE, pour m'avoir consacré amicalement son temps ô combien précieux, et de n'avoir ménagé aucun effort pour me guider dans cette formation.

Monsieur Homialo GBEASOR m'a éclairé de ses conseils à la fois d'ainé en la matière et d'expert de la B.C.E.A.O.. qu'il en soit également gratifié à sa juste mesure.

Cependant, je voudrais préciser ici que toutes les éventuelles erreurs et autres imperfections constatées ne sont imputables qu'à mon seul fait.

Je remercie naturellement Monsieur Roger ATINDEHOU, actuel chef de projet du M.B.F., pour avoir eu la patience de me laisser aller au bout de cette étude qui, je le reconnais est sorti du timing alloué.

Je ne saurai jamais assez gratifier Mademoiselle Claude Murielle WILSON, Ingénieur-maître en Banque, Finance et Assurance de l'Université de Paris I Sorbonne, contrôleur de gestion à la direction générale de l'A.S.EC.N.A. et ma sœur de surcroît, pour avoir toujours été disponible chaque fois que j'ai frappé à sa porte très tard la nuit pour lui demander conseil. Sois en gratifiée au centuple.

Je dois admettre que c'est le climat de stabilité et de quiétude de mon foyer qui m'a permis de réaliser l'exploit de concilier boulot, ménage et études. Ceci est à mettre à l'actif de mon épouse Sabine Anne-Marie que je remercie du fond du cœur.

Je n'aurais pas eu accès à cette formation à ce moment ponctuel de ma vie n'eut été le concours financier de l'African Capacity Building Foundation. Je tiens à en remercier tous les dirigeants pour avoir eu l'initiative de cette formation.

A monsieur Joseph GBEGNON, expert de la B.C.E.A.O., à monsieur O. LY directeur des opérations de la C.B.A.O. à Dakar, à l'ensemble du corps professoral du CESAG et à tous les enseignants venus de toutes ces prestigieuses universités, j'exprime ma profonde gratitude.

<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>4</b>
<b>PREMIERE PARTIE:.....</b>	<b>8</b>
<b>LA GESTION DU RISQUE DE CHANGE:UN IMPERATIF CATEGORIQUE POUR LES ENTREPRISES DE L'U.E.M.O.A. ....</b>	<b>8</b>
<b>A. LES ENTREPRISES DE L'U.E.M.O.A FACE AU RISQUE DE CHANGE .....</b>	<b>9</b>
I.MANIFESTATIONS DU RISQUE DE CHANGE .....	9
I.1.LES METHODES D'EVALUATION DE L'EXPOSITION AU RISQUE DE CHANGE .....	9
II. CAS DE LA SOCIETE SAFRIMET S.A. AU SENEGAL .....	12
<b>B. L'ENVIRONNEMENT INSTITUTIONNEL DES ENTREPRISES DE L'U.E.M.O.A. : LA ZONE FRANC .....</b>	<b>14</b>
I.EVOLUTION DE LA ZONE FRANC ET DE SES INSTITUTIONS .....	14
II LES MECANISMES DE FONCTIONNEMENT DE LA ZONE FRANC .....	19
II.1.LES PRINCIPES FONDAMENTAUX .....	19
II.2.LES COMPTES D'OPERATIONS ET LEUR FONCTIONNEMENT .....	20
II.3.LA CONCERTATION AVEC LA FRANCE .....	21
<b>C. L'ENVIRONNEMENT REGLEMENTAIRE : LE CONTRÔLE DES CHANGES ET LES TECHNIQUES DE COUVERTURE AUTORISEES .....</b>	<b>22</b>
I. EVOLUTION DE LA REGLEMENTATION DES CHANGES .....	22
II.LES CONTRAINTES REGLEMENTAIRES .....	23
III. .... LES MECANISMES DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE AUTORISES PAR LA REGLEMENTATION DES CHANGES DE L'U.E.M.O.A. ....	27
<b>DEUXIEME PARTIE:.....</b>	<b>29</b>
<b>LA NECESSAIRE EVOLUTION DU CADRE REGLEMENTAIRE ET SES IMPLICATIONS POUR L'U.E.M.O.A.....</b>	<b>29</b>
<b>A. LES TECHNIQUES INTERNES DE COUVERTURE ET LEURS LIMITES.....</b>	<b>30</b>
I.LE CHOIX DE LA MONNAIE DE FACTURATION .....	30
II. LE TERMAILLAGE.....	31
III LES CLAUSES D'INDEXATION .....	32
<b>B. LES TECHNIQUES EXTERNES DE COUVERTURE ET LEURS ATOUTS .....</b>	<b>34</b>
I. L'ASSOUPLISSEMENT DU REGIME DES COMPTES DE RESIDENTS .....	34
II. LA DIVERSIFICATION DE L'OFFRE BANCAIRE .....	37
II.1.4.LE MARCHÉ INTERBANCAIRE OU DE GRE A GRE .....	42
II.1.6.LE MARCHÉ ORGANISÉ .....	52
<b>C. LA CREATION D'UN MARCHÉ DE CHANGE SOUS REGIONAL .....</b>	<b>60</b>
I.SCHEMA ACTUEL DE DEROULEMENT DES OPERATIONS DE CHANGE DANS L'U.E.M.O.A...61	61
II.ORGANISATION DU MARCHÉ REGIONAL DE CHANGE .....	66
III. DESCRIPTION D'UNE OPERATION DE CHANGE SUR LE MARCHÉ SOUS REGIONAL .....	68
<b>CONCLUSION .....</b>	<b>71</b>

# INTRODUCTION

Les dernières décennies du XXème siècle ont été fortement marquées par des événements économiques, financiers et monétaires dont les répercussions se manifestent encore aujourd'hui. L'écroulement du système monétaire international, fondé sur les Accords de Bretton Woods, a consacré le flottement généralisé des monnaies internationales. Le fait générateur de ce bouleversement monétaire est la dénonciation le 15 août 1971, par les Etats-Unis, de la convertibilité-or du dollar américain, puis sa dévaluation. Les monnaies internationales se sont donc retrouvées sans référence monétaire fixe et flottant librement sans aucune contrainte.

Ces bouleversements ont été accompagnés de mesures de libéralisation des activités financières initiées par les pays industrialisés au début des années 1980 et rassemblées dans le vocable de "règle des trois D": déréglementation, décloisonnement et désintermédiation."

La *déréglementation* a consisté notamment en l'abolition des réglementations de change afin de faciliter la libre circulation des capitaux, ce qui a eu pour corollaire la mobilité géographique des capitaux; le *décloisonnement* s'est traduit par l'ouverture vers l'extérieur des marchés nationaux, mais aussi à l'intérieur de ceux-ci, l'éclatement des compartiments entre marché monétaire, marché financier et marché des changes. Quant à la *désintermédiation*, elle a permis l'accès direct des opérateurs internationaux aux marchés financiers sans recourir aux intermédiaires financiers et bancaires pour effectuer leurs opérations d'emprunt et de placement.

Cette conjonction d'événements est à l'origine de l'incertitude généralisée qui s'est développée dans le domaine des finances internationales, engendrant ainsi une volatilité accrue des prix des produits de base, des taux d'intérêt, des taux de change des monnaies internationales, et concomitamment d'autres risques financiers.

En réaction, les marchés financiers ont développé une multitude de techniques et d'instruments financiers de gestion des risques de change, dont une judicieuse utilisation permet aux acteurs de ces marchés, de se couvrir efficacement contre les variations adverses des prix ou d'en profiter.

S'il est vrai, en effet que, la logique fondamentale de la finance demeure la maximisation de la valeur de l'entreprise, la gestion des risques en général, et plus particulièrement des risques financiers, constitue un élément non moins fondamental de la gestion financière internationale, voire de la gestion tout simplement.

Dans le vaste mouvement contemporain de mondialisation des échanges, les économies africaines, restent fortement tributaires de l'extérieur pour écouler leurs produits de base qui constituent leur principale source de devises étrangères, et pour leurs approvisionnements en divers produits manufacturés ou semi finis.

Prenons l'exemple d'un exportateur de coton béninois, qui enlève aux Etats-Unis une commande de 1 000 000 USD livrable dans six mois et payable alors au comptant. Le dollar valant aujourd'hui 550 F CFA, il anticipe une entrée de trésorerie de 550 000 000 F CFA. Si dans six mois, le dollar, ne vaut plus que 530 FCFA, il perd 20 000 000 F CFA. Mais si par contre, le cours du USD s'élève à 570 F CFA, il enregistre un gain de change exceptionnel de 20 000 000 FCFA.

Malgré l'éventualité d'un gain exceptionnel, l'exportateur a plus intérêt à se préoccuper du risque de perte de change qu'il encourt car, l'ampleur de la perte ainsi révélée, pourrait compromettre sa marge bénéficiaire voire la survie de son entreprise et, à une plus grande échelle, constituer un manque à gagner non négligeable pour l'économie de son pays tout entier.

La Côte-d'Ivoire est le premier producteur mondial de cacao avec près de 40% de la production mondiale (1 403 milliers de tonnes lors de la campagne 1999/2000) et les exportations de coton contribuent de manière prépondérante aux recettes extérieures du Bénin, du Burkina Faso et du Mali.

Quant aux minerais, ils se composent des phosphates du Togo et du Sénégal, de l'or au Mali et de l'uranium au Niger. Le secteur industriel étant peu développé, voire embryonnaire, la situation économique de ces pays est fortement influencée par les fluctuations des cours

des matières premières sur les marchés mondiaux et par celles des cours des devises dans lesquelles ils sont, fixés notamment celles du dollar américain.

De par la structure de leurs économies, ces pays se trouvent fortement exposés aux risques de prix et de change, ce qui justifie leur besoin impérieux de s'en protéger.

Pour juguler le risque de change, il existe deux modes de couverture que nous qualifierons de techniques internes et de techniques externes. Les premières sont des moyens qu'un chef d'entreprise ou un trésorier d'entreprise peut mettre en œuvre dans le cadre de sa gestion courante, sans concours externe. Ces moyens sont notamment: le termaillage, les clauses d'indexation et la compensation. Mais l'efficacité limitée de ces techniques oblige les dirigeants à recourir à des techniques externes qui nécessitent l'implication des banques. Ces dernières sont en fait les instruments classiques de gestion du risque de change tels que les contrats à terme, les swaps et les options de change, et qui sont négociés sur le marché international des changes.

Dans la zone franc, et plus particulièrement dans l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine, l'accès aux instruments dits externes de gestion du risque de change est fortement limité par les contraintes qu'impose la réglementation des changes en vigueur y compris par les dispositions plus récentes de 1998 qui se veulent libérales.

Ces contraintes se justifient-elles encore à l'heure de «la règle des trois D»? Quelles mesures peut on préconiser de nos jours pour adapter les instruments classiques de gestion du risque de change aux réalités financières des entreprises de l'U.E.M.O.A.?

Pour mener cette étude en vue de répondre à ces questions, nous sommes partis du constat tout à fait empirique selon lequel, le risque de change constitue une menace pour la rentabilité voire la survie des entreprises de l'U.E.M.O.A. impliquées dans le commerce international. Cela nous a amené à analyser la réglementation des changes en vigueur pour savoir si celle-ci répondait aux besoins des opérateurs économiques en matière de couverture du risque de change. Nous montrons la palette d'instruments de couverture

disponibles sur le marché des changes, et proposons des mesures en vue de les adapter aux besoins spécifiques des entreprises de l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine.

Nous sommes partis de notre expérience personnelle en entreprise et avons collecté des informations sur le terrain par des interviews de spécialistes de la question de la réglementation des changes à la B.C.E.A.O., mais aussi de banquiers de la place concernés par les opérations de change.

Nous avons collecté des informations à partir d'une revue documentaire d'ouvrages de référence ainsi que de travaux de nos prédécesseurs répertoriés dans la bibliothèque du CESAG. Les nouvelles technologies de l'information, en l'occurrence le réseau mondial Internet, nous a permis un accès relativement aisé à de précieuses sources de documentation qui, autrement, ne nous auraient pas été accessibles, tels les sites de la Banque de France, de la Commission de l'U.E.M.O.A., mais aussi la multitude de sites de finance.



**PREMIERE PARTIE:**  
**LA GESTION DU RISQUE DE CHANGE:UN IMPERATIF**  
**CATEGORIQUE POUR LES ENTREPRISES DE**  
**L'U.E.M.O.A.**

## **A. LES ENTREPRISES DE L'U.E.M.O.A FACE AU RISQUE DE CHANGE**

### **I. MANIFESTATIONS DU RISQUE DE CHANGE**

Le risque de change est le risque de gain ou de perte évalué en monnaie nationale encouru par tout agent économique qui détient des avoirs et des créances et/ou des engagements en devises lorsque les cours des devises par rapport à la monnaie nationale varient.

Le risque de change peut affecter l'entreprise de différentes manières, et peut avoir des incidences perceptibles à plusieurs niveaux. C'est ainsi que l'on parle du risque de change de économique, de risque de change de consolidation et de risque de change de transaction.

#### **I.1. LES METHODES D'EVALUATION DE L'EXPOSITION AU RISQUE DE CHANGE**

Le degré d'exposition d'une entreprise au risque de change s'évalue à travers sa position de change dans les différentes devises dans lesquelles elle effectue ses opérations internationales. La notion de position de change permet ainsi d'évaluer de manière quantitative, l'effet des variations des cours de change sur la situation financière de l'entreprise à travers plusieurs méthodes.

##### **I.1.1. LA NOTION DE POSITION DE CHANGE**

Lorsque les créances et les dettes d'une entreprise dans une monnaie déterminée sont équivalentes, une éventuelle appréciation ou dépréciation de cette monnaie influe de manière proportionnelle sur les créances et les dettes, de telle sorte que son effet global est nul. La position de change de l'entreprise par rapport à cette devise est ainsi dite fermée. Dans le cas contraire, la position de change de l'entreprise est dite ouverte: longue, lorsque le montant des créances l'emporte sur celui des dettes; courte lorsque les dettes l'emportent sur les créances.

L'appréciation de la position de change peut s'effectuer de trois manières différentes, selon que l'on se situe dans la perspective des opérations courantes de négoce ou dans celle d'opérations en capital liées à des investissements ou placements à l'étranger.

### I.1.2. LA POSITION DE CHANGE DE TRANSACTION

Elle s'évalue essentiellement à partir des données comptables de l'entreprise à travers :

- les comptes à recevoir et à payer
- les comptes hors bilan, relatifs à des engagements pris ou reçus en devises
- les contrats d'achat ou de vente à terme de devises.

La position de change s'obtient en calculant devise par devise, l'actif et le passif exposés au risque de change puis, le passif exposé est soustrait de l'actif exposé.

Exemple de calcul de la position de change de transaction l'entreprise LAMBDA en KF dans chaque devise.

<u>DEVICES</u>	USD	EUR	JPY	CAD	TOTAL
<b><u>ACTIF EXPOSE</u></b>					
Comptes à recevoir	300	150	100	150	700
Achat à terme de devises	100	100	155	00	355
Engagements reçus	00	50	50	100	200
Trésorerie	50	150	50	100	350
<b>TOTAL ACTIF EXPOSE</b>	<b>450</b>	<b>450</b>	<b>355</b>	<b>350</b>	<b>1 655</b>
<b><u>PASSIF EXPOSE</u></b>					
Comptes à payer	200	70	150	250	650
Vente à terme de devises	100	100	100	00	320
Endettement à CT	80	130	00	90	300
Endettement à LT	00	20	00	00	20
Engagements donnés	00	130	50	10	190
<b>TOTAL PASSIF EXPOSE</b>	<b>380</b>	<b>450</b>	<b>300</b>	<b>350</b>	<b>1480</b>
<b>POSITION NETTE</b>	<b>+70</b>	<b>00</b>	<b>-245</b>	<b>00</b>	<b>175</b>

La position globale de la Sté LAMBDA est égale à 175 000F.

L'interprétation de cette position nous permet d'affirmer que la Sté LAMBDA présente une position :

- longue en USD (+70)
- fermée en EUR et en CAD (00)
- courte en JPY (-245)

Une baisse du cours du USD occasionnerait une perte de change pour l'entreprise mais une hausse lui vaudrait une plus-value de change. La situation est à l'inverse dans la position en JPY.

Si le trésorier de la Sté LAMBDA décide de se couvrir, il devrait donc fermer ses positions en USD et en JPY sur le marché des changes à terme :

- en prenant une position courte en USD en vendant à terme.
- en prenant une position longue en JPY en achetant à terme.

Les échéances correspondent aux dates de réception ou de règlement des devises.

### **I.1.3. LA POSITION DE CHANGE DE CONSOLIDATION**

Elle est également fondée sur des postes de bilan mais cette fois ci, sur des postes de bilan consolidé, dans la perspective d'opérations en capital. En d'autres termes, la position de change des filiales étrangères est prise en compte dans le calcul global de la position de change de la société mère. La position de change de consolidation est donc propre aux grandes entreprises et aux grands groupes de société.

### **I.1.4. LA POSITION DE CHANGE ECONOMIQUE**

A la différence des deux autres précédentes méthodes fondées sur des données comptables, la méthode économique résulte, quant à elle, de la variation des cours de change sur les cash flows des filiales étrangères de l'entreprise.

Cependant, la position de change de consolidation et la position de change économique étant liées à des opérations en capital, nous ne nous y attarderons pas, étant donné que notre étude concerne principalement les opérations courantes résultant de la circulation de biens et services.

## II. CAS DE LA SOCIETE SAFRIMET S.A. AU SENEGAL

### II.1. PRESENTATION

La société africaine des métaux SAFRIMET S.A. est une entreprise industrielle de transformation et de distribution de produits métallurgiques basée à Dakar au Sénégal. Pour les besoins de sa production de tôles dont l'usage est très répandu en Afrique pour la couverture des habitations, des hangars de stockage en zones rurales, et dans le secteur du bâtiment dans les zones urbaines, la SAFRIMET S.A. a besoin d'importer ses intrants qui sont essentiellement des bobines de tôles en acier semi fini, qui sont nervurées pour obtenir les produits finis, les tôles.

### II.2. EXPOSITION AU RISQUE DE CHANGE

La SAFRIMET S.A. s'approvisionne dans presque toutes les régions du monde où l'on produit de l'acier : Europe , Asie et Amérique latine. Ses fournisseurs se situent donc en France, en Belgique, en Ukraine, en Afrique du sud, au Brésil, en Inde et en Corée de sud. Normalement, elle aurait eu besoin de se procurer les devises correspondant aux monnaies des pays fournisseurs pour le règlement de ses factures : l'euro (EUR) pour les pays de l'Union européenne, le karbovanet ukrainien(UAK), le rand sud africain (ZAR), le cruzeiro réal brésilien (BRC), la roupie indienne (INR) et le won coréen (KRW). Mais en accord avec les fournisseurs, en l'occurrence ceux qui n'ont pas l'usage de l'euro, elle est facturée en dollar américain (USD).

En raison des termes de règlement de ses factures, elle détient dans ses comptes des dettes en euros et en dollars US. L'usage dans ce secteur d'activité retient des termes de règlement allant de 90 à 180 jours, date de connaissance. C'est à dire à partir de la date de confirmation de chargement sur le navire. Le risque de change devient donc manifeste à partir du moment où la valeur des engagements peut s'accroître du fait de la hausse du cours des devises entre le moment de la conclusion de la transaction et celui de son règlement.

La question du risque de change ne se pose pas pour les approvisionnements effectués en euro car la valeur des contrats conclus dans cette monnaie est garantie par la parité fixe

existant entre l'euro et le FCFA, soit EUR/XOF : 655,957. Ceci est valable pour les postes du passif circulant, mais pas tout à fait pour ce qui concerne les dettes à long terme.

Tableau 1: Bilan de la SAFRIMET S.A. ( en milliers de FCFA)

<b>Bilan Actif</b>	<b>2002</b>
Immobilisations nettes	308 934
Stocks	128 000
Clients	58 346
Autres valeurs réalisables	15 367
Disponible	22 000
Ecart de conversion-Actif	2 540
<b>Total Actif</b>	<b>535 187</b>
<b>Bilan Passif</b>	
Capital	10 000
Résultat net	69 000
Provisions	38 598
Dettes à et Moyen Long Termes	298 934
Fournisseurs	99 721
Autres exigibles Court Terme	16 967
Banque	0
Ecart de conversion-Passif	1 967
<b>Total Passif</b>	<b>535 187</b>

Tableau 2: compte de résultat résumé de la SAFRIMET S.A.

<b>En milliers de FCFA</b>	<b>2002</b>
Chiffre d'affaires	475 000
Valeur Ajoutée	142 500
Excédent Brut d'Exploitation	109 050
Résultat Net	69 000
Capacité d'AutoFinancement	104 500

Le risque de change se manifeste dans les comptes de cette société à deux niveaux : au niveau des dettes à LMT quant aux investissements de départ et au niveau des dettes à court terme, précisément les dettes vis à vis des fournisseur.

En effet, la **SAFRIMET S.A.** affiche dans son bilan des dettes à long et moyen terme importantes. Celles ci correspondent au financement sur fonds propres des investissements de départ pour l'acquisition en France de son outil de production figurant en actif immobilisé. La facture étant établie en euro, on peut supposer qu'elle n'encourt aucun risque étant donné que la dévaluation du F CFA n'est pas d'actualité en ce moment. Mais il ne nous paraît pas excessif d'affirmer qu'un risque de change subsiste quand même au regard des événements actuels en Côte d'Ivoire qui pourraient avoir à moyen terme, des répercussions graves sur la situation économique de la sous région de l'U.E.M.O.A.. Une éventuelle révision de la parité EUR/XOF ne serait pas une surprise si la situation n'évoluait pas dans le sens de la reprise des activités économiques pour soutenir la monnaie.

En ce qui concerne le compte fournisseur de la **SAFRIMET S.A.**, il existe un risque sur les factures d'achat en USD qui représentent 40% des approvisionnements de l'année 2002, soit : 241 000 000 F CFA, et un peu plus de 50% de son chiffre d'affaires.

Dans l'hypothèse d'une hausse de 1% du dollar US, l'encours fournisseur de la société augmenterait de 2 410 000 F CFA et lui occasionnerait une perte de 3,49% de son résultat net. La gestion de sa position de change en USD devient en impératif.

## **B. L'ENVIRONNEMENT INSTITUTIONNEL DES ENTREPRISES DE L'U.E.M.O.A. : LA ZONE FRANC**

### **I. EVOLUTION DE LA ZONE FRANC ET DE SES INSTITUTIONS**

#### **I.1. UN BREF APERCU HISTORIQUE**

L'origine des zones monétaires remonte à 1931 lorsque la Grande Bretagne s'est constitué une *zone sterling* avec ses colonies, dans le but de reconstituer à une moindre échelle, la suprématie que la livre sterling venait de perdre à l'échelle mondiale, suite à l'abandon de l'or comme étalon. En effet, depuis la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle et au début du XX<sup>ème</sup>, la plupart des grandes affaires internationales se traitaient en livres sterling sur la place de Londres, étant donné que la monnaie britannique offrait aux créances les mêmes garanties que l'on pouvait obtenir avec l'or. Par la suite, d'autres zones ont fait leur apparition au fil des années comme la zone rouble, dans le cadre du Conseil d'Aide Economique Mutuelle

(C.A.E.M), plus connue sous le nom de Comecon. La zone dollar s'est constituée de fait sous le régime des accords de Bretton Woods, lorsque tous les pays avaient recours à la monnaie américaine pour placer leurs réserves de change et définir la valeur de leurs monnaies. Aujourd'hui, seuls quelques pays, commercialement très liés aux Etats-Unis et localisés pour la plupart en Amérique latine et dans les caraïbes, persistent à définir leurs monnaies par rapport au dollar. Ces pays constituent de nos jours une zone dollar de fait.

La particularité commune à ces différentes zones monétaires résidait dans le fait qu'elles fonctionnaient selon un régime de change fixe dans lequel les monnaies des différents pays membres étaient rattachées à une devise étalon, selon une parité fixe.

Mais la plus originale et la plus stable de toutes les zones monétaires est sans doute la zone franc, basée sur un principe différent de celui des précédentes zones monétaires: l'union monétaire. Cette forme originale de zone monétaire consiste en la circulation d'une même monnaie ou de plusieurs monnaies librement échangeables les unes contre les autres, sans marge de fluctuation dans une zone géographique donnée.

A ses débuts en 1939, les limites géographiques de la zone franc s'assimilaient à celles de l'Empire français et, la seule monnaie qui y circulait était le franc.

Pendant la guerre 1939-45, les colonies françaises du Pacifique ont été dotée d'une monnaie propre, le franc C.F.P.. En 1948, le franc C.F.A. fait son apparition, au lendemain de la dévaluation du franc. Les colonies africaines n'ont pas jugé opportun de suivre le mouvement mais choisissent au lendemain de leur accession à l'indépendance, de poursuivre leur coopération monétaire avec la France dans un cadre institutionnel rénové et structuré par un système de change commun.

Aussi, la zone franc rassemble-t-elle aujourd'hui autour de la France, quinze Etats d'Afrique de l'Ouest et du Centre en plus des Comores. En Afrique de l'ouest, on compte: le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo. En Afrique Centrale: le Cameroun, la république centrafricaine, le Congo, le Gabon, le Guinée Equatoriale, et le Tchad.



Le fonctionnement de la zone franc repose donc sur trois zones monétaires basées sur la proximité géographique des Etats membres: l'union économique et monétaire des Etats de l'Afrique de l'Ouest et l'Union monétaire de l'Afrique centrale et les Comores.

## I.2. INSTITUTIONS LA ZONE FRANC

La gestion des unions monétaires composant la zone franc repose sur une organisation institutionnelle structurée, permettant de concilier la centralisation des opérations monétaires et la prise en compte des impératifs économiques et politiques propres à chaque pays membre.

OTSAG - BIBLIOTHEQUE

## **I.2.1. L'UNION ECONOMIQUE ET MONETAIRE OUEST AFRICAINE (U.E.M.O.A.)**

Le traité de l'U.E.M.O.A. a été signé par les chefs d'Etat du Bénin, du Burkina Faso, de la Côte d'Ivoire, du Mali, du Niger du Sénégal et du Togo, réunis à Dakar la 10 janvier 1994. Il est conçu comme un complément de l'union monétaire dont le traité a été conclu en 1973. A partir du noyau ainsi constitué par les huit Etats membres actuels, il est prévu une possibilité d'élargissement de l'union aux autres pays de la sous-région. Cet objectif s'appuie sur un schéma cohérent de réformes, articulé autour de quatre axes majeurs:

- harmonisation du cadre légal et réglementaire,
- création d'un marché commun,
- surveillance multilatérale des politiques macroéconomiques,
- coordination des politiques sectorielles nationales dans les principaux domaines d'activité économique.

Les organes fonctionnels de l'U.E.M.O.A sont constitués par la conférence des chefs d'Etat, le Conseil des Ministres, la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, la Commission Bancaire.

### **I.2.1.1. LA CONFERENCE DES CHEFS D'ETAT**

Autorité suprême de l'Union, elle se réunit au moins une fois par an, et définit les grandes orientations politique et économique de l'Union. Elle tranche toutes les questions n'ayant pu trouver de solution par accord unanime du Conseil des Ministres, décide de l'adhésion éventuelle de nouveaux membres, prend acte du retrait ou de l'exclusion des participants, adopte les actes additionnels qui complètent le Traité sans le modifier, et prend ses décisions à l'unanimité.

### **I.2.1.2. LE CONSEIL DES MINISTRES**

Il définit la politique monétaire et de crédit de l'Union, afin de s'assurer de la sauvegarde de la monnaie commune et de pourvoir au financement de l'activité et du développement économique des Etats membres. Il assure la mise en œuvre des orientations générales décidées par la Conférence des chefs d'Etat, se réunit au moins deux fois par an, et se compose des ministres en charge de l'Economie, des Finances et du Plan des Etats membres. Les séances du Conseil des ministres sont organisées par la B.C.E.A.O. qui en

assure le secrétariat. Le Gouverneur de la B.C.E.A.O. assiste aux séances avec voix consultative.

#### **I.2.1.3. LA BANQUE CENTRALE**

Etablissement public international dont le siège est établi à Dakar, la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest détient le privilège exclusif de l'émission des signes monétaires sur le territoire de l'Union. Elle dispose dans chaque Etat membre, d'une direction nationale.

#### **I.2.1.4. LA COMMISSION**

La Commission exécute, par délégation, les actes édictés par le Conseil des Ministres. Elle formule à celui-ci, ainsi qu'à la Conférence des chefs d'Etat, les avis et recommandations qu'elle juge utiles à la préservation et au développement de l'Union. Elle exécute le budget de l'Union et a la faculté de saisir la Cour de justice de l'U.E.M.O.A. en cas de manquement des Etats membres aux obligations qui leur incombent en vertu du droit communautaire.

#### **I.2.1.5. LA COMMISSION BANCAIRE**

Créée en 1990 et ayant son siège à Abidjan en Cote d'Ivoire, la Commission Bancaire est chargée d'élaborer la réglementation prudentielle applicable aux banques et établissements de crédit de l'Union. Elle a la faculté d'effectuer des contrôles sur pièces et sur place du système bancaire ouest africain.

#### **I.2.2. LES NORMES JURIDIQUES DE L'U.E.M.O.A.**

Le Conseil et la Commission édictent des actes juridiques communautaires qui sont principalement les règlements et les directives. Ceux ci font partie des actes juridiques obligatoire de l'U.E.M.O.A..

### **I.2.2.1. LES REGLEMENTS**

Les règlements sont des normes juridiques de portée générale directement applicables dans l'ordre juridique des Etats membres, sans aucune modification. Cela signifie qu'ils ont une validité automatique, simultanément, dans tous les pays membres de l'Union. Ils sont aptes à créer, sans aucune interposition normative nationale, des droits et des obligations autant pour les Etats que pour les particuliers.

### **I.2.2.2. LES DIRECTIVES**

Les directives lient les Etats membres quant aux résultats à atteindre mais laissent aux autorités nationales libre compétence quant aux moyens et à la forme pour y parvenir. En d'autres termes, les Etats membres sont libres de choisir les actes internes contraignants leur paraissant les plus adaptés aux exigences de la transposition : loi, décret, etc... par ailleurs, notons que les directives ne produisent pas, en principe, d'effets directs.

Les actes juridiques édictés par le pouvoir exécutif de l'U.E.M.O.A sont publiés au Bulletin officiel et entrent en vigueur à la date de publication.

L'U.E.M.O.A. rassemble 8 Etats membres ayant en commun l'usage du FCFA, dans une entreprise d'intégration économique. Les organes de direction génèrent des normes juridiques obligatoires applicables directement dans l'ordre juridique des Etats membres.

## **II LES MECANISMES DE FONCTIONNEMENT DE LA ZONE FRANC**

### **II.1. LES PRINCIPES FONDAMENTAUX**

Les quatre principes fondamentaux de la zone franc sont mentionnés dans la Convention de coopération monétaire du 23 novembre 1972, conclue entre les Etats membres de la zone d'émission de la Banque des Etats de l'Afrique centrale et la République Française, ainsi que dans l'accord de coopération entre les pays membres de l'union monétaire ouest africaine et la République française du 4 décembre 1973. Ce sont:

- la garantie illimitée du Trésor français : la convertibilité des monnaies émises par les différents instituts d'émission de la Zone franc est garantie sans limite par le Trésor français;

- la fixité des parités : les monnaies de la zone sont convertibles entre elles, à des parités fixes, sans limitation de montants;
- la libre transférabilité : les transferts sont, en principe, libres à l'intérieur de la zone;
- la centralisation des réserves de change : elle apparaît à deux niveaux puisque, d'une part, les États centralisent leurs réserves de change dans chacune des deux banques centrales, d'autre part, en contrepartie de la convertibilité illimitée garantie par la France, les banques centrales africaines sont tenues de déposer au moins 65 % de leurs réserves de change auprès du Trésor français, sur le compte d'opérations ouvert au nom de chacune d'elles. Depuis 1975, ces avoirs bénéficient d'une garantie de change vis-à-vis du DTS<sup>1</sup>.

## II.2. LES COMPTES D'OPERATIONS ET LEUR FONCTIONNEMENT

Les principes définis précédemment sont mis en œuvre grâce à l'application du mécanisme des comptes d'opérations, dont les modalités de fonctionnement ont été formalisées par des conventions conclues entre le ministre français de l'Économie et des Finances et le représentant de chacun des instituts d'émission de la Zone franc.

Les comptes d'opérations sont des comptes à vue ouverts auprès du Trésor français au nom de chacun des trois instituts d'émission : la B.C.E.A.O., la B.E.A.C. et la Banque centrale des Comores. Ces comptes sont rémunérés et offrent la possibilité d'un découvert illimité.

Bien que ces banques centrales disposent de la possibilité de recourir sans limitation aux avances du Trésor français, il est prévu un dispositif exceptionnel de sauvegarde qui permet d'éviter que ces comptes ne deviennent durablement débiteurs, à travers des mesures dont certaines sont instituées de manière préventive.

Ainsi, lorsque le rapport entre les avoirs extérieurs nets et les engagements à vue de chacune des banques centrales devient inférieur à 20 % pendant trois mois consécutifs, le conseil d'administration de la banque centrale concernée se réunit en vue d'adopter les

---

<sup>1</sup> Droits de Tirage Spéciaux au FMI

mesures appropriées à savoir, le relèvement des taux directeurs, la réduction des montants de refinancement, etc....;

Quant à la B.C.E.A.O., ses statuts de précisent que, lorsque les disponibilités en compte d'opérations présenteraient une évolution qui laisserait prévoir leur insuffisance pour faire face aux règlements à exécuter, elle devra alors alimenter le compte par une opération dite de « ratissage ». Celle-ci consistera, le cas échéant, à prélever sur les disponibilités qu'elle aura pu se constituer en devises étrangères autres que le franc, demander la cession à son profit, contre francs CFA, des devises détenues par les organismes publics ou privés des pays-membres et invitera les États-membres à exercer leurs droits de tirage spécial sur le Fonds Monétaire International.

Quant à la B.E.A.C., ses statuts prévoient que lorsque le compte d'opérations serait débiteur pendant trois mois consécutifs, les montants de refinancement maximum seront réduits de 20 %, dans les pays dont la situation ferait apparaître une position débitrice en compte d'opérations et de 10 % dans les pays dont la situation ferait apparaître une position créditrice d'un montant inférieur à 15 % de la circulation fiduciaire rapportée à cette même situation.

Les statuts des deux banques centrales précisait par ailleurs que leurs concours aux Trésors nationaux ne pouvaient excéder 20 % des recettes fiscales (B.C.E.A.O.) ou budgétaires ordinaires (B.E.A.C.) encaissées lors du dernier exercice budgétaire. Cette disposition ne s'applique plus au Etats membres de l'U.E.M.O.A. car depuis 1996, avec l'ouverture de la Bourse Régional des Valeurs Mobilières, les Etats sont encouragés à émettre emprunter sur le marché par l'émission de TCN.

### II.3. LA CONCERTATION AVEC LA FRANCE

Outre les fréquentes rencontres informelles entre les responsables français et africains, une réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des États de la Zone franc se tient semestriellement. La première de ces réunions s'est tenue à Paris en mars 1965. Il a été décidé à cette occasion que les ministres se réuniraient deux fois par an, en avril, à la veille du Comité monétaire et financier international (CMFI) du Fonds monétaire

international et du Comité du développement de la Banque mondiale et en septembre-octobre, à la veille des assemblées annuelles de ces deux institutions.

## C. L'ENVIRONNEMENT REGLEMENTAIRE : LE CONTRÔLE DES CHANGES ET LES TECHNIQUES DE COUVERTURE AUTORISEES

### I. EVOLUTION DE LA REGLEMENTATION DES CHANGES

La réglementation des changes, encore appelée contrôle des changes, vise à régir les opérations de change sur un territoire géographique donné. C'est en fait un instrument de politique monétaire visant à encadrer les paiements avec l'extérieur et à contrôler, voire limiter, les mouvements de capitaux entre les résidents d'un pays et l'extérieur afin d'éviter ainsi une éventuelle dépréciation ou une appréciation excessive de la monnaie nationale, qui pourrait s'avérer préjudiciable à l'économie.

L'histoire des contrôles de changes à travers le monde montre que ces mesures correspondent à des dispositifs économiques exceptionnels en temps de crise. Ainsi, la mise en place d'un contrôle des changes dans la zone franc remonte à la période coloniale lorsque, pendant la crise économique mondiale de 1929, la France a érigé des mesures protectionnistes sur son territoire métropolitain y compris sur celui de ses colonies, afin de les isoler du marché mondial sévèrement touché par la crise. Les mesures de contrôle des changes ont ensuite été renforcées en septembre 1939 à la veille de la seconde guerre mondiale.

L'organisation monétaire à l'intérieur de cet espace économique était consolidée autour du franc métropolitain dont le rôle fut primordial durant cette phase de construction de la zone franc. Même si les signes monétaires utilisés dans quelques pays étaient différents du franc métropolitain, ils s'échangeaient quand même l'une contre l'autre à parité fixe par rapport au franc métropolitain sans marge de fluctuation. Ainsi la zone franc allait être reconnue au plan international comme zone monétaire avec la mise en place et le fonctionnement d'une politique de changes commune à tous les territoires français, métropolitain et d'outre mer vis-à-vis de l'extérieur: *"la liberté des transferts constitue en réalité le critère qui permet de déterminer les limites exactes de la zone franc. Le*

*contrôle des changes s'exerce à partir du moment où la libre convertibilité n'est plus admise" (F. Bloch-Laine, 1956, p.30).*

La qualité de résident de la zone franc fut définie officiellement par les décrets des 28 août, 1<sup>er</sup> et 9 septembre 1939 qui "prohibent ou réglementent en temps de guerre l'exportation des capitaux, les opérations de change et le commerce de l'or". Pour la première fois, un texte définissait officiellement la qualité de "résident de la zone franc".

Les réformes réalisées dans les accords de coopération monétaire avec la France en 1972-1973 n'ont pas modifié l'organisation du système de contrôle des changes préexistant. Le maintien du contrôle de change commun par la France fait de cet instrument un des principaux critères d'appartenance à la zone franc. Il fait noter que les mesures de contrôle de change sont levées en France de puis 1989 mais restent en vigueur dans les pays de la zone franc.

Dans l'U.E.M.O.A., les mesures du contrôle des changes ont été actualisées le 20 novembre 1998, par le Conseil des ministres de l'Union sous le N°09/CM/U.E.M.O.A. dans le cadre de la libéralisation économique engagée par les Etats membres. Les dispositions prévues s'articulent autour des opérations courantes ainsi que les opérations en capital. Celles-ci sont précédées des limitations portées à la détention de devises.

## **II. LES CONTRAINTES REGLEMENTAIRES**

### **II.1. LES LIMITATIONS A LA DETENTION DE DEVICES**

La réglementation édicte en son titre II, intitulé "intermédiation et cession de devises", les conditions d'intermédiation et de cession des devises au sein de l'Union. Ce faisant, elle énumère les personnes physiques et morales habilitées à effectuer des opérations portant sur des devises étrangères : la B.C.E.A.O., l'Administration des Postes, les agréés de change manuels<sup>2</sup> ainsi que les intermédiaires agréés<sup>3</sup>. Cette mesure interdit implicitement, aux résidents comme aux non-résidents de détenir des devises étrangères. Seuls les

---

<sup>2</sup> Toute personne physique ou morale installée sur le territoire d'un Etat membre de l'U.E.M.O.A. et ayant reçu un agrément du Ministre chargé des Finances en vue de l'exécution des opérations de change manuel.

<sup>3</sup> Toute banque installée sur le territoire d'un Etat membre de l'U.E.M.O.A et ayant reçu la qualité d'intermédiaire agréé, par agrément du Ministre chargé des Finances.



voyageurs résidents sont autorisés à détenir des devises pendant les huit jours suivant leur retour de voyage. Autrement, ils ont l'obligation : « de céder à un intermédiaire habilité, les billets de banques étrangers et autres moyens de paiement libellés en devises lorsque leur contre-valeur excède de 300 000 FCFA »<sup>4</sup>.

## II.2. LES LIMITATIONS A L'ACTIVITE D'INTERMEDIATION DE CHANGE

Seuls la Banque Centrale, l'administration des Postes des Etats membres, les banques et les agréés de change manuel sont autorisés à effectuer des opérations de change entre l'Union et l'extérieur. Par conséquent, obligation est faite aux résidents comme aux non-résidents de l'Union," de céder à une banque intermédiaire de change agréée, tous les revenus ou produits en devises encaissées à l'étranger ou versés par un non-résident", ceci dans un délai d'un mois à compter de la date d'exigibilité du paiement, 120 jours maximum.

Il est interdit aux résidents et aux non-résidents de l'Union de détenir des devises ou des moyens de paiement libellés en devises, autrement que pour des raisons touristiques : «les devises étrangères détenues dans un Etat membre de l'U.E.M.O.A, doivent être cédées ou déposées chez un intermédiaire habilité, ou le cas échéant à la BCEAO, que ces avoirs appartiennent à un résident ou à un non-résident»<sup>5</sup>.

Notons tout de même que les intermédiaires agréés sont également soumis à des restrictions les obligeant à rendre compte à la B.C.E.A.O. de leurs opérations effectuées avec l'extérieur. L'administration des Postes est tenue, par exemple, de reverser à la B.C.E.A.O. les devises qu'elle collecte du fait de l'autorisation qui lui a été accordée. Les banques commerciales, quant à elles, sont soumises dans chaque Etat membre concerné au contrôle de la Direction Nationale de la B.C.E.A.O. pour ce qui concerne leurs positions de change extérieure selon une périodicité définie par elle de manière discrétionnaire, sous peine de sanctions<sup>6</sup>. Celles ci consistent en la constitution auprès de la B.C.E.A.O. de dépôts non rémunérés susceptibles de majoration de 1% par jour en cas de retard des banques à obtempérer.

---

<sup>4</sup> Art.24 Annexe II du règlement N°09/CM/U.E.M.O.A.

<sup>5</sup> art.3 all

<sup>6</sup> art.3 Annexe IV du règlement N°09/CM/U.E.M.O.A.

L'objectif visé par ces mesures est de centraliser les devises collectées dans chaque Etat membre à la BCEAO par le canal des intermédiaires agréés pour alimenter les réserves de change nécessaires au fonctionnement du compte d'opérations ouvert auprès du Trésor Français pour garantir la parité fixe du XOF.

Il est intéressant de noter que, dans le cadre des opérations de change qu'elles sont autorisées à effectuer pour le compte de leurs clients, les banques s'adressent systématiquement à leur maison mère, pour celles qui sont des filiales de grandes banques européennes, comme au Sénégal ( la B.N.P. pour la B.I.C.I.S.; S.G.B. pour la S.G.B.S., CREDIT LYONNAIS pour le CREDIT LYONNAIS DU SENEGAL), et à leur réseau de correspondants, s'agissant des banques purement africaines telles la Compagnie Bancaire de l'Afrique de l'Ouest (C.B.A.O.), la B.O.A. ou encore ECOBANK.

Les maisons mères et les correspondants de ces banques achètent donc et vendent des devises pour le compte de leurs filiales ou correspondants sur le marché international des changes. Ces opérations n'étant pas gratuites, elles prélèvent leurs commissions de change qui sont refacturées au client initial en sus des commissions que la banque elle même lui fait supporter.

D'autres mesures sont également appliquées aux opérations commerciales et financières à travers les limitations portées aux opérations courantes et aux opérations en capital.

### **II.3. LES LIMITATIONS AUX OPERATIONS COURANTES**

Les opérations courantes concernent principalement les transactions commerciales internationales en l'occurrence les opérations d'importation et d'exportation de biens et services. Ainsi, sous réserve de la production de pièces justificatives, les paiements courants à destination de l'étranger sont libres dans le cadre du règlement d'un certain nombre d'opérations. Celles relatives à l'importation et à l'exportation sont soumises à une procédure particulière de domiciliation auprès d'un intermédiaire habilité.

Dans le cadre de la présente étude nous nous intéresserons uniquement aux opérations d'importation et d'exportation de marchandises.

### II.3.1. LE REGLEMENT DES IMPORTATIONS DE MARCHANDISES

Le principe général voudrait que toute importation de marchandises, en provenance des pays en dehors de ceux de la Zone franc et dont le montant n'excède pas XOF 5000000, fasse l'objet d'une domiciliation auprès d'une banque intermédiaire agréée. (Cf. procédure de domiciliation des importations en annexe) Tout règlement d'importation effectuée sous ce régime donne lieu à une demande d'autorisation de change, soumise par délégation au visa de l'intermédiaire chargé du règlement.

### II.3.2. LES RECETTES D' EXPORTATIONS DE MARCHANDISES

Les exportateurs de l'U.E.M.O.A. sont tenus de rapatrier l'intégralité des produits de leurs ventes dans un délai d'un mois à compter de la date d'exigibilité du paiement. Celui-ci est fixé à 120 jours maximum suivant la date d'expédition des marchandises.

A l'instar des opérations d'importation, les exportations font également l'objet d'une procédure de domiciliation auprès d'une banque intermédiaire agréée.<sup>7</sup> (*procédure de domiciliation des exportations en annexe*)

### II.4. LES LIMITATIONS AUX OPERATIONS EN CAPITAL

Les opérations en capital sont des mouvements de capitaux non monétaires qui concernent : les investissements directs et les emprunts à l'étranger, ainsi que les opérations sur les valeurs mobilières étrangères. D'une manière générale, ces mouvements de capitaux peuvent s'effectuer en toute liberté entre les Etats membres de l'U.E.M.O.A. sans restriction aucune. Quant aux paiements à destination de l'étranger, ils peuvent également s'effectuer librement mais sous réserve de l'observance de diverses formalités préalables comprenant la production de pièces justificatives. L'intérêt de notre étude portant sur les opérations courantes, nous ne développerons les opérations en capital qu'en ce qui concerne leur aspect touchant aux options d'achat et de vente

---

<sup>7</sup> Annexe II, chap. I, section 1 art.4 à 9

### **III. LES MECANISMES DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE AUTORISES PAR LA REGLEMENTATION DES CHANGES DE L'U.E.M.O.A.**

Le Règlement N°09/CM/U.E.M.O.A autorise la constitution de couvertures de change pour le règlement des importations ou exportations effectives de biens et services<sup>8</sup> dans les conditions stipulées dans les articles 19, 20 et 21.

#### **III.1. LA COUVERTURE DE CHANGE A TERME SEC**

La constitution des couvertures de change à terme est autorisée par la réglementation des changes de l'U.E.M.O.A dans les conditions précisées au chapitre III de l'annexe II.

- L'opération d'importation ou d'exportation doit être née et constatée. L'observance de cette condition est assurée par la procédure de domiciliation<sup>6</sup>.
- La constitution de la couverture doit s'effectuer impérativement dans la devise mentionnée au contrat de la transaction en question.
- La durée de la couverture ne peut dépasser la date d'exigibilité du règlement de l'opération.
- La levée du terme ne doit pas dépasser de plus de huit jours la date d'exigibilité du paiement prévu au contrat commercial ou du crédit documentaire. Dans le cas contraire, la levée du terme n'est possible que si l'importateur peut prouver l'exigibilité du paiement sur remise documentaire.

#### **III.2. LES OPTIONS**

Les contrats d'achat et de vente d'options sur devises ne figurent pas dans la liste des mécanismes de couverture du risque de change autorisés par la réglementation des changes. Cependant, étant donné que les options font partie des instruments de gestion de risques financiers en général, nous avons jugé opportun de les aborder même si le chapitre de la réglementation qui les aborde, les opérations en capital, n'entre pas dans le champ de notre propos.

---

<sup>8</sup> art.18

En effet, la réglementation prévoit dans son article 7 les modalités de règlement des achats d'options à destination de l'extérieur de la Zone franc. Les agents économiques de l'U.E.M.O.A. qui le désirent peuvent donc effectuer des paiements à destination de l'étranger dans le cadre de règlements d'achats d'options d'achat et de vente sur produits de base et valeurs mobilières, sous réserve d'une demande d'autorisation de change soumise au Ministre chargé des Finances accompagnée des pièces justificatives attestant de la réalité de l'opérations.

Les options autorisées ne peuvent avoir comme sous-jacents que les produits de base et les valeurs mobilières susceptibles de s'acquérir localement en vue de leur livraison à l'étranger. Les opérateurs ne sont donc pas autorisés à acheter des produits de base ou des valeurs mobilières sur les marchés étrangers à l'Union en vue de les livrer dans le cadre d'un contrat d'option de vente.<sup>9</sup> Cependant ils sont autorisés à annuler leur position par l'achat ou la vente d'une option de la même série, que ce soit dans le cadre de l'option d'achat comme dans celui de l'option de vente.

Le risque de change représente un problème économique majeur pour les entreprises de l'U.E.M.O.A..Cependant elles évoluent dans un cadre institutionnel et réglementaire peu propice à l'utilisation de toutes les possibilités actuelles de gestion de ce risque. Nous allons donc passer en revue les instruments de gestion du risque de change existants, puis nous nous appliquerons à faire des propositions dans le sens de leur adaptation aux besoins spécifiques des entreprises de l'Union.

---

<sup>9</sup> art.12 a.3

**DEUXIEME PARTIE:**  
**LA NECESSAIRE EVOLUTION DU CADRE REGLEMENTAIRE**  
**ET SES IMPLICATIONS POUR L'U.E.M.O.A.**

## A. LES TECHNIQUES INTERNES DE COUVERTURE ET LEURS LIMITES

Le risque de change peut se gérer en entreprise, suivant plusieurs méthodes laissées à la discrétion du chef d'entreprise ou du trésorier sans recours à l'intermédiation. Ces méthodes, au nombre de quatre, sont également nommées techniques internes de couverture du risque de change, à savoir : le choix de la monnaie de facturation, le termaillage, les clauses d'indexation et la compensation.

### I. LE CHOIX DE LA MONNAIE DE FACTURATION

C'est un point qui peut figurer au menu des sujets de négociation préalable à la conclusion du contrat. Théoriquement, chaque partie a le droit d'opter pour sa monnaie nationale. Mais lorsque la question du choix se pose, les parties peuvent opter pour une monnaie différente de la leur mais acceptée des deux parties. Cependant, il est d'usage que ce soit le vendeur qui choisisse la monnaie de la facturation, mais il peut arriver aussi qu'il consente à facturer dans la monnaie de l'acheteur, pour peu que celui ci présente les atouts suffisants voire déterminants pour l'y amener : tels :

- l'importance du contrat en terme de valeur;
- l'importance stratégique du contrat pour le vendeur : ce contrat peut représenter pour lui un ticket d'accès à un marché difficile à pénétrer pour diverses raisons, ce qui peut l'amener à assouplir ses conditions de vente quant à la monnaie.
- le risque de contrepartie peu élevé voire inexistance du risque.

Néanmoins, un acheteur peut aussi avoir la main quant au choix de la monnaie lorsque pour lui, des critères autres que la monnaie entrent en ligne de compte pour la conclusion du contrat, tels :

- la qualité très appréciable du produit ou des services,
- la compétitivité du prix
- les conditions de règlement adéquats
- les délais d'exécution ou encore
- un service après vente performant

## II. LE TERMAILLAGE

C'est une technique qui consiste à accélérer ou à retarder les termes ou plutôt les échéances d'encaissements ou de décaissements des devises étrangères selon l'évolution anticipée des cours de ces devises. Cette technique vise donc à faire varier les termes des paiements afin de profiter de l'évolution favorable des cours. Plusieurs situations sont envisageables:

1. Du point de vue de l'exportateur, s'il anticipe une appréciation de la devise de facturation, il tentera de retarder l'encaissement de sa créance pour pouvoir bénéficier d'un cours futur plus intéressant. Si à l'inverse, il anticipe une dépréciation de la devise de facturation, il essaiera d'accélérer l'encaissement de sa créance pour bénéficier du cours spot plus avantageux;

2. Dans l'optique de l'importateur, si celui ci se trouve dans une situation propice à l'appréciation de la devise de la facture d'achat, il peut anticiper son règlement. Dans le cas contraire, il retardera son règlement de manière à pouvoir bénéficier d'un cours futur certainement plus avantageux.

Tableau récapitulatif des options de termaillage.

<b>Anticipations</b>	<b>Exportations</b>	<b>Importations</b>
<b>Appréciation de la devise</b>	<b>Retarder le paiement</b>	<b>Accélérer le paiement</b>
<b>Dépréciation de la devise</b>	<b>Accélérer le paiement</b>	<b>Retarder le paiement</b>

Les limites du termaillage résultent de plusieurs facteurs liés à l'état de la trésorerie de l'entreprise et aux contraintes commerciales. Ainsi, prévoir l'évolution des cours de change pour anticiper un règlement ou réclamer un encaissement de manière anticipée nécessite d'être dans une situation de liquidité permanente et de développer un lien relationnel exceptionnel avec les clients.

Une autre faiblesse de la technique du termaillage résulte du fait que les deux parties peuvent se neutraliser en utilisant la même technique à son profit. Dans ce cas, seul le



terme de la vente départagerait les deux parties, c'est à dire que le règlement interviendrait selon l'échéance fixée de commun accord.

### **III LES CLAUSES D'INDEXATION**

Ce sont des clauses fréquentes dans les contrats internationaux et qui visent à prévoir les modalités de répartition du risque de change de transaction entre l'acheteur et le vendeur au cas où surviendrait une variation du cours de change de la devise de facturation. On peut en citer trois exemples :

#### **III.1. LA CLAUSE D'ADAPTATION DES PRIX**

C'est une clause qui prévoit un réajustement des prix fixés proportionnellement aux fluctuations des cours de change: celle ci permet au vendeur qui facture dans la monnaie de son choix, d'indexer celle ci aux éventuelles fluctuations de son cours. Si à terme, le cours de la monnaie de facturation s'apprécie, le montant du contrat s'apprécie d'autant. Si par contre la monnaie se déprécie, le montant payable par l'acheteur est celui figurant au contrat. Le risque de change est donc entièrement à la charge de l'acheteur.

#### **III.2. LA CLAUSE D'INDEXATION "TUNNEL"**

Les parties peuvent s'accorder pour introduire une clause fixant les marges de fluctuation de la monnaie de facturation. Cette clause définit ainsi un cours plancher et un cours plafond à l'intérieur desquels le cours de la monnaie de facturation peut fluctuer sans aucune incidence sur le prix des marchandises. Si les variations de cours de change dépassent ces limites, le prix est revu à la hausse ou à la baisse selon les modalités prévues dans la clause. Exemple de libellé d'une clause d'indexation tunnel: *Dans le présent contrat, les prix sont basés sur la parité USD/EUR du mois d'octobre 2002. Toute variation du taux de change de plus ou moins 2,5 % donnera lieu à une augmentation ou à une diminution automatique et proportionnelle des prix*». La charge du risque repose donc sur les épaules des deux parties dans la proportion des fluctuations hors limites contractuelles.

#### **III.3. LA CLAUSE DE RISQUE PARTAGE**

Cette clause fait supporter le risque de change aux deux parties de manière égale car le contrat peut prévoir, par exemple, qu'une partie de la variation de cours intervenant entre la date de facturation et la date de paiement soit partagée par l'exportateur à concurrence de la moitié, l'importateur supportant l'autre moitié.

### III.4. LA COMPENSATION

La technique interne de couverture du risque de change par la compensation permet de limiter le risque en fermant les positions dans une monnaie par compensation des encaissements et des décaissements. Ainsi, le règlement d'une créance en devise sera affecté au paiement d'une dette libellée dans la même monnaie. La position de change ne porte alors que sur le solde. L'entreprise se doit donc de veiller à limiter le nombre de monnaies de facturation, afin de pouvoir compenser les dettes avec les créances.

C'est une technique qui suppose que les échéances des dettes et des créances correspondent, ce qui n'est pas toujours possible.

Notons toutefois que ces différentes méthodes de gestion interne du risque de change sont parfaitement applicables dans les entreprises de l'U.E.M.O.A., dans le cadre réglementaire en vigueur. Aucune disposition ne s'oppose à leur utilisation. La seule entrave possible est celle de leur connaissance car pour appliquer une méthode il faut au préalable en connaître l'existence et le mode d'utilisation.

## **B. LES TECHNIQUES EXTERNES DE COUVERTURE ET LEURS ATOUTS**

Les techniques dites externes de gestion du risque de change sont celles dont la mise en œuvre nécessite un concours externe à l'entreprise, en l'occurrence celui de sa banque ou d'un marché organisé. L'entreprise opte pour cette solution dès lors qu'elle a épuisé les techniques internes de couverture, ou tout simplement par commodité car, une fois confrontée au phénomène, il est plus simple de faire appel à sa banque.

Dans l'U.E.M.O.A., les banques commerciales opèrent dans les limites contraignantes du cadre réglementaire et ne peuvent offrir en la matière que les instruments autorisés notamment, la couverture à terme sec et les options sur produits de base et sur valeurs mobilières.

Un assouplissement apporté à certains aspects de la réglementation permettrait non seulement une meilleure exploitation des instruments existants mais donnerait également accès aux instruments classiques de gestion du risque de change. Nous suggérons en l'occurrence, l'assouplissement du régime des comptes en devises de résidents, la diversification de l'offre des banques commerciales à travers l'introduction des instruments classiques du marché des changes et la création d'un marché sous-régional des changes administré par la B.C.E.A.O.

### **I. L'ASSOUPLEMENT DU REGIME DES COMPTES DE RESIDENTS**

L'ouverture de comptes de résidents à l'étranger et de comptes intérieurs en devises au nom de résidents n'est pas interdite par la réglementation des changes. Dans le premier cas, ce sont les résidents séjournant à l'étranger ou à l'occasion de leur voyage à l'étranger qui sont autorisés à y ouvrir des comptes pour les besoins de leur séjour. Mais ils sont tenus de rapatrier les avoirs détenus dans ces comptes dans les trente jours suivant leur retour au pays d'origine. Dans le second cas, y compris l'ouverture de comptes en devises au sein de l'U.E.M.O.A., les opérateurs résidents sont tenus demander une autorisation par écrit au Ministre chargé des Finances du pays concerné. Celui-ci ne peut se prononcer qu'en conformité de l'avis de la B.C.E.A.O.

Dans l'état actuel, il est prévu des dérogations à ces mesures, sans précision des circonstances de l'octroi de celles ci.

C'est ainsi que certaines grandes entreprises de l'Union bénéficient de dérogations afin de pouvoir accéder librement à toutes les possibilités offertes par le marché international pour la gestion de leurs trésorerie internationale. Nous citerons, la Société Ivoirienne de Raffinerie (S.I.R.) en Cote d'Ivoire, la société AngloGold au Mali et les Industries Chimiques du Sénégal (I.C.S.).

Cette dernière :« bénéficie d'une convention fondée sur le code des investissements que leur a accordée l'Etat du Sénégal, et qui les soustrait aux rigidités des textes qui peuvent constituer des freins à leur fonctionnement dans leur environnement très concurrentiel».

Cette convention leur permet :

- d'ouvrir des comptes de devises à l'étranger ;
- d'emprunter sur le marché international ;
- de faire des placements sur le marché monétaire ;
- d'utiliser les instruments du marché financier tels que les swaps, les forwards, les options, les futures afin de pouvoir minimiser leurs risques ;
- d'intervenir directement sur les marchés de change pour l'achat et la vente de devises, en recourant aux services des intermédiaires étrangers.

Ces facilités pourraient également bénéficier aux petites entreprises si les banques avaient la possibilité de les leur proposer en les adaptant à leurs besoins. Un allègement des mesures édictées par la réglementation des changes éviterait aux Etats membres de devoir déroger à des règles qu'ils ont eux mêmes concouru à mettre en place.

Nous citerons les points suivants :

- la levée de l'obligation de cession de devise à des intermédiaires de change agréés.
- permettre aux entreprises qui en justifieraient le besoin, d'ouvrir et d'entretenir des comptes en devises sous la tutelle de leur banque. Cette mesure ouvrirait la possibilité aux PME de se couvrir grâce au mécanisme du change au comptant.

Le cas échéant, cet assouplissement que nous suggérons de la réglementation des changes permettrait à l'exportateur de coton béninois qui s'attendait à recevoir USD 1000 000, de lancer aujourd'hui même sur le marché des changes, par l'intermédiaire de sa banque, un ordre de vente à terme de 1 000 000 USD à six mois, mais à un prix fixé dès aujourd'hui. A l'échéance, il céderait le produit de son contrat USD 1 000 000, sitôt encaissé, au prix convenu au départ, soit XOF 700.

L'exportateur aurait donc la possibilité de choisir de vendre ou non ses devises, et, le cas échéant, les conserver sur son compte dans la perspective d'opérations ultérieures d'importation dans la même monnaie ou tout simplement pour gérer son risque de change.

La banque domiciliataire de l'exportation serait dans l'obligation de créditer le compte de l'exportateur du montant en devises des recettes d'exportation quitte au client d'en disposer à sa guise pour des opérations ultérieures

En fait à l'heure actuelle, un importateur spécialisé dans un domaine donné n'a pas la possibilité de se constituer une trésorerie en devises en vue du règlement de ses transactions. Il est obligé à chaque fois qu'il est facturé dans une autre monnaie que le F CFA ou l'euro, d'effectuer deux opérations distinctes sur lesquelles sa banque se rémunère.

En revenant au cas de la société SAFRIMET S.A., elle procède à des virements bancaires périodiques tant en euro qu'en dollar US à ses fournisseurs étrangers. Elle procède par ordres de virement passés à sa banque. Celle-ci lui facturera une commission sur une opération de change consistant à acheter pour son compte, le montant de la devise à transférer contre F CFA ; dans le cas présent, F CFA contre USD, puis elle procède au

règlement en devises, opération sur laquelle elle facture une autre commission de transfert.

La banque facture donc des commissions sur l'opération de change et aussi sur l'opération de transfert réglée par SWIFT.

## II. LA DIVERSIFICATION DE L'OFFRE BANCAIRE

Au regard des multiples instruments de couverture du risque de change qui existent sur le marché des changes de nos jours, nous peinons à admettre que les opérateurs économiques de l'U.E.M.O.A. ne puissent pas y avoir accès pour mieux gérer le risque de change auquel ils sont quotidiennement soumis, en raison des rigidités de la réglementation de changes en vigueur.

En effet, l'offre bancaire se limite aujourd'hui à la constitution des couvertures de change à terme<sup>10</sup> et dans une certaine mesure, les options sur produits de base et valeurs mobilières. En apportant quelques modifications, on pourrait augmenter le nombre des instruments que les banques commerciales pourraient proposer à leur clientèle. Elles leur serviraient, le cas échéant, d'intermédiaires pour accéder aux instruments classiques de couverture disponibles sur le marché international des changes.

En effet, ces instruments de gestion du risque de change sont étroitement liés aux marchés des changes sur lesquels ils sont utilisés. Nous présenterons sommairement les marchés non organisés dits de gré à gré et les marchés organisés encore appelés boursiers.

### II.1. GENERALITES SUR LE MARCHE DES CHANGES

Le marché des changes est un lieu de rencontre de l'offre et de la demande de devises étrangères, qui tient sa raison d'être dans le besoin qu'éprouvent les agents économiques de différentes nations d'échanger des biens et des services, c'est à dire le commerce international. C'est ainsi qu'ils ont besoin de se procurer des devises étrangères pour régler l'achat de biens et services acquis dans d'autres pays et pour ce faire, ils se tournent vers

---

<sup>10</sup> chapitre III de l'Annexe II du Règlement 09/CM/U.E.M.O.A.

le marché des changes qui fait partie intégrante des marchés de fonds prêtables et présente donc une organisation similaire à ces derniers.

### **II.1.1. LES PARTICIPANTS DU MARCHE DES CHANGES**

Le marché des changes est animé par différents acteurs économiques dont les motivations divergentes assurent le bon fonctionnement. On peut les classer en quatre catégories qui sont: les particuliers et les entreprises, les intermédiaires financier, les banques centrales et les autres acteurs.

#### **II.1.1.1. LES PARTICULIERS ET LES ENTREPRISES**

Cette catégorie d'acteurs du marché des changes se compose des personnes physiques et morales privées dont les activités commerciales dépassent le cadre de leurs frontières nationales. Ce sont des acteurs aussi divers que: les touristes, les importateurs et exportateurs de biens et services et les firmes multinationales. Leur intervention sur le marché des changes demeure accessoire à une opération principale, ce qui nous amène à caractériser ces opérations d'opérations de détail. Autrement dit, ils achètent et vendent des devises dans le but principal de solder une opération commerciale et non pour en faire un objet de transaction.

#### **II.1.1.2. LES INTERMEDIAIRES FINANCIERS**

Ce sont les banques et les courtiers qui réalisent des opérations pour le compte de leur clientèle mais aussi pour leur propre compte. Les grandes banques disposent en leur sein de salles de marchés où s'activent les courtiers maisons traitant pour le compte des clients de la banque. Quant aux courtiers indépendants, ils mettent les banques en contact les unes avec les autres et concourent ainsi à un meilleur fonctionnement du marché. Ils sont rémunérés par des commissions contrairement aux banques qui se rémunèrent sur le spread. Les banques agissent aussi en tant que teneurs de marché.

#### **II.1.1.3. LES BANQUES CENTRALES**

Elles interviennent sur le marché des changes en général dans le cadre de leur politique monétaire pour stabiliser les taux de change de leur monnaie en achetant ou en vendant les devises détenues dans leurs réserves monétaires ou pour lisser les évolutions des cours.

Les banques centrales agissent aussi pour le compte de leurs clients, qui sont en général les Etats et les organismes internationaux.

#### II.1.1.4. LES AUTRES ACTEURS

D'autres acteurs interviennent également sur le marché notamment les Hedge Funds ou fonds spéculatifs qui prennent des positions sur les devises.

#### II.1.2. DEFINITION DES OPERATIONS DE MARCHE

Les différents acteurs du marché que nous venons de voir sont animés par des intérêts divergents qui motivent les différentes opérations qui s'y déroulent. Ces opérations appelées trading en général, consistent en quatre opérations essentielles qui sont notamment : la production, l'arbitrage, la spéculation et la couverture.

##### II.1.2.1. LA PRODUCTION OU LA TENUE DE MARCHE

On appelle teneur de marché ou *market maker* dans le jargon des initiés, celui qui cote un marché et accepte de traiter sur ses propres prix. Les règles de tenue de marché diffèrent selon que l'on traite sur un marché organisé (bourse) ou sur un marché OTC<sup>11</sup> (hors bourse). Dans le premier cas, les règles sont édictées de manière formelle mais dans le second cas, les usages prévalent sur les règles formelles.

Le teneur de marché apparaît donc comme un producteur de commodités financières. Sur le marché des changes, il cote des cours de devises au comptant ou à terme sur lesquels il applique sa marge ou spread.

Exemple : lorsqu'un teneur de marché cote : EUR/USD 1,2934-40

Cela signifie qu'il indique au marché qu'il est prêt à vendre de l'Euro contre USD à 1, 2940 et à l'acheter à 1,2934. Son spread est donc de 0,0006.

---

<sup>11</sup> Over The Counter



### **II.1.2.2. L'ARBITRAGE**

C'est un comportement de marché qui consiste à tirer profit instantanément de deux cotations produites par deux teneurs de marché différents. L'arbitragiste interroge donc deux market makers et obtient par exemple de l'un le cours de : EUR/USD 1,2934-40 et auprès de l'autre : EUR/USD 1,2939-1,2945. S'il doit acheter de l'euro, il traitera avec le premier à 1,2940 plutôt qu'à 1,2945, et avec le second dans le cas contraire, c'est à dire s'il doit vendre de l'euro.

### **II.1.2.3. LA SPECULATION**

C'est une opération de marché qui consiste, pour un acteur du marché à prendre une position fondée sur l'anticipation des cours qu'il fait à un moment donné, afin de tirer profit, le cas échéant, de la réalisation de cette anticipation. Un spéculateur anticipant la hausse des cours va se mettre en position longue, c'est à dire qu'il va acquérir une certaine quantité de la devise en espérant la revendre une fois que les cours seront montés, selon son anticipation. Il se met en position courte lorsqu'il anticipe une baisse des cours, c'est à dire qu'il vend à découvert les devises qu'il achètera pour les revendre au prix du marché anticipé.

Il va sans dire que lorsque les anticipations des spéculateurs ne se réalisent pas, c'est à dire que si les cours vont dans le sens contraire de leur anticipation, ils enregistrent des pertes sèches, quitte à couper la position avant échéance en se basant sur de nouvelles analyses ou informations.

### **II.1.2.4. LA COUVERTURE OU HEDGING**

L'objectif primordial de l'opération de couverture n'est pas de tirer profit d'un mouvement de cours, mais à acheter ou à vendre un produit financier, en l'occurrence une devise étrangère dont l'évolution ultérieure du cours compensera en totalité ou en partie, la position préexistante, de manière à limiter le risque de perte sur cette dernière.

### II.1.3. SITUATION DES GRANDES PLACES DE CHANGE

Il est vrai que l'on a de plus en plus tendance de nos jours à ne distinguer qu'un seul marché international des changes, en raison de l'interconnexion qui existe entre les différents marchés nationaux ou régionaux, grâce à l'essor des nouvelles technologies de l'information qui les relie 24h/24h et les transforme en un seul marché planétaire. Mais il n'est pas non plus erroné de considérer de manière séparée, chacune de places financières nationales ou régionales où s'effectuent des opérations de change qui entrent dans le domaine de définition du marché international des changes.

#### II.1.3.1. LOCALISATION DES GRANDES PLACES DE CHANGE

Comme nous l'avons mentionné plus haut, le marché international des changes trouve son existence dans la somme des volumes de transactions réalisées dans le monde entier. Certaines de ces places de change occupent une importance majeure dans la définition du marché international des changes : ces principales places sont, par ordre d'importance en volume de transactions, les suivantes :

- LONDRES : 500 USD milliards/jour
- NEW YORK: 300 USD milliards/jour
- TOKYO: 200 USD milliards/jour
- SINGAPOUR 75 USD milliards/jour
- ZURICH 71 USD milliards/jour
- HONG KONG 64 USD milliards/jour
- FRANKFORT 57 USD milliards/jour
- PARIS 35 USD milliards/jour

#### II.1.3.2. VOLUME DES TRANSACTIONS

Le marché international des changes est le plus important marché financier au monde avec près de 1200 milliards USD de transactions quotidiennes, comparativement à 7 milliards USD de transactions sur la très réputée bourse de New York. Ce marché réalise 95% des transactions de change dans le monde<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> (source BRI, 2001)

### II.1.3.3. LES PRINCIPALES MONNAIES DU MARCHE

Les transactions sur le marché international des changes portent principalement sur les monnaies internationales suivantes: le dollar américain (USD), l'euro (EUR), le yen (JPY), la livre sterling (GBP), le franc suisse (CHF); le dollar canadien (CAD). Depuis le 1er janvier 1999, l'Euro s'est substituée au deutschemark (DEM), au franc français (FRF), ainsi qu'aux monnaies des pays ayant en commun l'usage de l'Euro.

Le marché international des changes fonctionnel de la même manière que les marchés financiers en général et se subdivise par conséquent en deux segments distincts : le marché de gré à gré et le marché organisé.

### II.1.4. LE MARCHE INTERBANCAIRE OU DE GRE A GRE

Le marché des changes de gré à gré, encore appelé marché interbancaire de devises, regroupe l'ensemble des banques qui effectuent des transactions portant sur les monnaies internationales. Elles disposent en leur sein pour la plupart, de salles de marchés équipées de puissants ordinateurs gérés par des cambistes reliés par un réseau de communication spécial dont fait partie le réseau SWIFT (Society for Worldwide International Financial Telecommunications), et le système REUTERS 2000. Ces réseaux, qui étaient télégraphiques dans le passé, sont aujourd'hui constitués de puissants ordinateurs qui leur permettent d'effectuer des transactions sans contact physique. De nombreuses transactions se déroulent également au téléphone. Cette évolution explique le fait que le marché international des changes n'ait pas de localisation précise.

Ainsi, grâce à ces outils modernes de communication, trois types de transactions se déroulent sur ce marché: les transactions immédiates qui donnent lieu au marché des changes au comptant, les transactions à livraison différée ou *forward* qui donnent lieu au marché des changes à terme, et les marchés des swaps sur lesquels se négocient les contrats de swap cambistes.

La liquidité de ce marché est assurée par un volume important de transactions entre les banques elles mêmes en tant que *market makers*, à côté de celles conclues entre les banques et leurs clients.

Notons que des opérations à terme conditionnelles sont apparues dans les années 1980 et se sont rapidement développées. Nous les aborderons plus loin.

Les banques commerciales de l'U.E.M.O.A. devraient pouvoir agir aussi sur ces marchés dans des opérations de couverture pour le compte de leurs clients. Selon les besoins exprimés par ceux-ci, elles pourraient s'adresser au marché interbancaire ou aux bourses de change.

Pour mieux cerner le marché des changes de gré à gré, nous décrivons le mode de fonctionnement de chacun des marchés qui le compose quant au déroulement des transactions, le mode de cotation des devises, et le mécanisme de formation des cours de change.

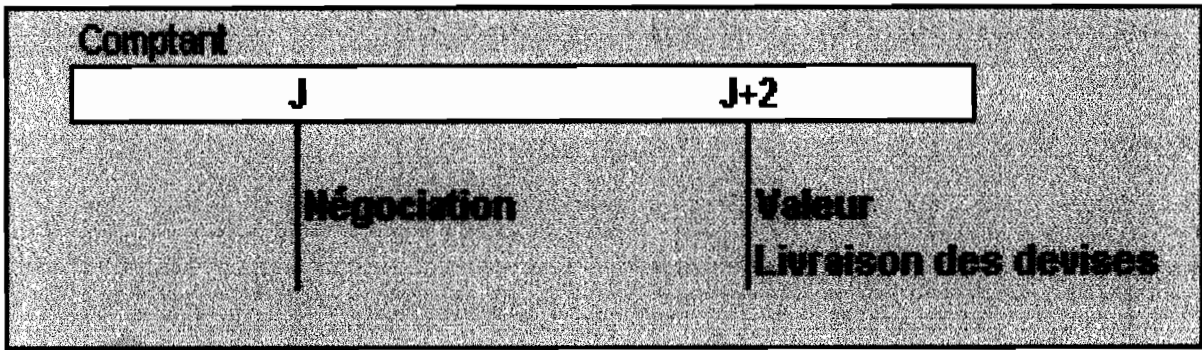
#### **II.1.4.1. LE MARCHÉ DES CHANGES DE GRÉ À GRÉ AU COMPTANT ET SES MÉCANISMES DE FONCTIONNEMENT**

Le principe essentiel de fonctionnement du marché des changes au comptant réside dans le fait que les transactions qui s'y déroulent se dénouent instantanément, sous 2 jours ouvrés après la date de conclusion des contrats, c'est-à-dire J+2. Le cours de change est fixé à la date effective de la transaction ou de la date d'engagement, de manière irrévocable.

Exemple de change au comptant:

Une entreprise française a besoin de 500 000 USD un mardi pour le règlement d'un fournisseur aux Etats-Unis le jeudi. Le directeur financier demande à sa banque le cours acheteur USD/EUR. La banque, Paribas par exemple, demande à ses cambistes un cours de change auquel elle peut vendre USD 500 000 à un client. Admettons qu'on lui cote EUR/USD= 1,0500. Si l'entreprise accepte l'offre de sa banque, celle-ci lui demandera les coordonnées du fournisseur pour effectuer l'opération sous 48 heures. Le cours de change ainsi conclu est ferme et irréversible. Le jeudi, la banque débitera le compte de son client de la contre-valeur de USD 500 000, c'est à dire :  $500\ 000 \times 1,0500 = \text{EUR } 525\ 000$ . Le compte du fournisseur sera crédité des USD 500 000 correspondant au montant de sa créance sur l'entreprise française.

Fig. (1) SCHEMA D'UNE TRANSACTION AU COMPTANT



Afin de mieux saisir tous les contours du marché des changes au comptant, il nous paraît opportun d'exposer ici, les mécanismes qui sous-tendent les opérations de change au comptant pour une meilleure compréhension des instruments de gestion du risque de change. Il s'agit des modes de cotation et de prévision des cours de change au comptant.

### II.1.4.1.1. LES COTATIONS DE CHANGE AU COMPTANT

Il existe deux modes de cotation qui permettent de déterminer les cours de change des devises selon que l'on se trouve du point de vue de la monnaie nationale ou d'une monnaie de référence. On parle ainsi de cotation à l'incertain et de cotation directe.

#### II.1.4.1.1.1. LA COTATION A L'INCERTAIN

Encore appelée cotation directe, la cotation à l'incertain consiste à exprimer une unité de devise étrangère en quantité de monnaie nationale, variable dans le temps. Dans la zone franc, on coterait: 1 USD= 535 XOF, par exemple.

#### II.1.4.1.1.2. LA COTATION AU CERTAIN

La cotation au certain, encore appelée cotation indirecte, exprime une unité de monnaie nationale contre un certain montant de devise étrangère: 1 XOF = 0.0019 USD. A part le dollar américain, seules deux monnaies sont cotées au certain sur le marché des changes. Ce sont la livre sterling (GBP) et l'Euro (EUR).

#### Exemples de cotations en F CFA

COTATION A L'INCERTAIN (directe)	COTATION AU CERTAIN (indirecte)
USD/XOF = 520,9800	XOF/USD = 0,0019
GBP/XOF = 795,3000	XOF/GBP = 0,0012
EUR/XOF = 655,9570	XOF/EUR = 0,0015

### II.1.4.1.2. LES PREVISIONS DES COURS DE CHANGE AU COMPTANT

Les cours de change des devises étant un facteur quotidien d'incertitude en raison de leurs fluctuations permanentes, il est impératif pour les acteurs de mettre en place une stratégie de couverture du risque de change fondées sur deux méthodes principales que sont: l'analyse fondamentale et l'analyse technique.

#### II.1.4.1.2.1 L'ANALYSE FONDAMENTALE

C'est une méthode de prévision des cours de change au comptant qui se fonde sur quelques fondamentaux économiques en l'occurrence les taux d'intérêt et les taux d'inflation des deux pays dont les monnaies sont en présence. Elle se fonde sur l'assertion selon laquelle, il est possible d'établir une relation entre les taux de change au comptant et à terme, et les taux d'inflation et d'intérêt qui prévalent dans deux pays à monnaies différentes. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat et celle de Fisher International sont respectivement fondées sur le différentiel de taux d'inflation et le différentiel de taux d'intérêts.

##### II.1.4.1.2.1.1. LA THEORIE DE LA PARITE DU POUVOIR D'ACHAT

C'est une théorie qui démontre qu'il existe une relation entre le différentiel d'inflation de deux pays et la variation en pourcentage des cours de change au comptant dans le temps. Autrement dit, théoriquement, lorsque deux pays présentent des taux d'inflation équivalents, un même bien doit avoir le même prix dans les deux pays dont on échange les monnaies. Si avec le temps, le taux d'inflation venait à augmenter dans l'un des pays, celui-ci enregistrerait de facto une dépréciation proportionnelle de sa devise. Par contre, le pays dont le taux d'inflation enregistrerait des baisses verrait sa monnaie s'apprécier.

Prenons par exemple, la cotation suivante d'un cours de change au comptant en janvier : USD/EUR = 0.8300. Si au cours de l'année, le taux d'inflation aux Etats-Unis augmentait de 2%, la nouvelle parité d'équilibre entre les deux monnaies serait théoriquement équivalent à :  $USD/EUR = 0,8300(1+0,02) = 0,8466$ .

On peut en conclure que l'ajustement du taux de change prend en compte la dépréciation du USD. La variation du taux de change au comptant est donc égale au différentiel de taux d'inflation. Soulignons cependant que cette théorie ne se vérifie que dans le long terme.

##### II.1.4.1.2.1.2. LA THEORIE DE "L'EFFET FISHER" INTERNATIONAL OU LA THEORIE DE LA PARITE DES TAUX D'INTERET

La méthode de prévision dite de l'«effet Fisher» international, énonce qu'il existe une relation entre le différentiel de taux d'intérêts entre deux pays, et la variation en pourcentage des cours de change comptant dans le temps. En d'autres termes, le taux

d'intérêt attendu dans un pays doit être égal au taux d'intérêt de l'autre pays, augmenté ou diminué du taux annuel d'appréciation ou de dépréciation de la devise étrangère. A l'équilibre, les taux d'intérêt réels des deux pays doivent être égaux.

Reprenons l'exemple de cotation précédent USD/EUR=0.8300. En supposant les taux d'intérêts à un an aux Etats-Unis, et dans l'Euroland respectivement à 7,5% et à 6%, la loi de Fisher considère que le dollar USD doit se déprécier sur un an de 1,5% (7,5%-6%) par rapport à l'Euro. Le nouveau cours de change devrait être de :  $\text{USD/EUR} = 0.8300 (1+0,015) = 0,8425$ .

On comprend aisément, selon la théorie de Fisher, que la dépréciation ou l'appréciation de la devise devrait compenser exactement le taux d'intérêt le plus élevé ou le plus bas. La théorie de Fisher est cependant difficile à vérifier empiriquement.

Notons que les prévisions des cours de change fondées sur l'analyse fondamentale repose également sur d'autres facteurs macroéconomiques comme : le déficit ou l'excédent de la balance des paiements du niveau des réserves internationales du pays considéré et aussi le niveau de l'endettement extérieur.

#### II.1.4.1.2.2. L'ANALYSE TECHNIQUE

Contrairement à la méthode précédente fondée sur les fondamentaux économiques, celle qui tient pour fondement l'analyse technique des prévisions des cours de change ignore les variables économiques et s'intéresse essentiellement aux tendances passées ou aux cours historiques des devises. Ce mode d'analyse se fonde sur des données graphiques et est surtout répandue avec les opérateurs du middle office des salles des marchés; également appelés des chartistes.

#### II.1.4.2. LE MARCHÉ DES CHANGES A TERME OU FORWARD

Le marché des changes à terme de devises, permet à deux parties à un contrat de fixer aujourd'hui, le cours d'une devise à recevoir ou à payer à une date ultérieure, supérieure à J+2 jours ouvrés, et inférieure à 5 ans. L'intérêt d'un tel mécanisme consiste à garantir le montant d'une créance ou d'une dette exprimée en monnaie nationale contre toute



fluctuation de la devise dans laquelle elle est libellée. C'est une des techniques de couverture les plus usitées.

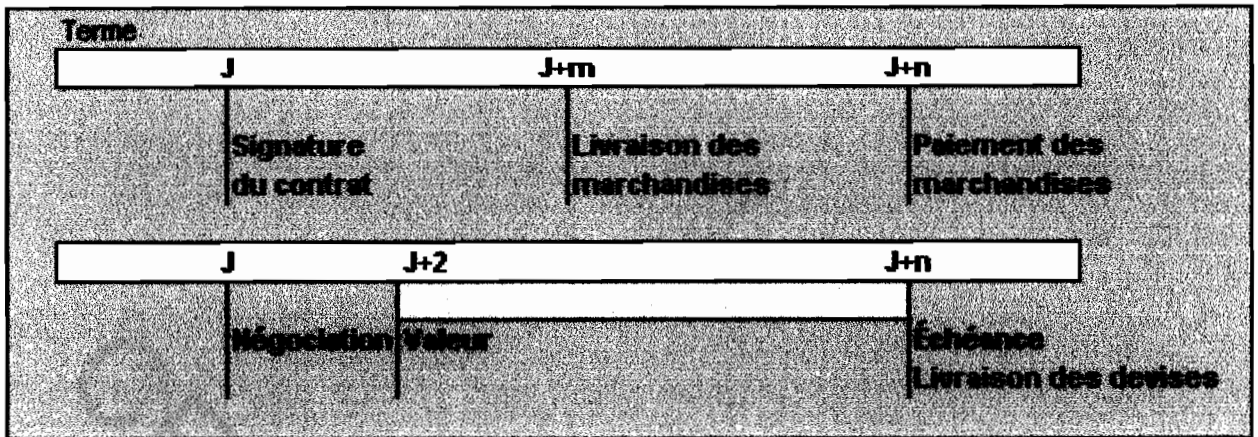
C'est un contrat à terme forward également appelé contrat de change à terme sec car, il fait partie des contrats non conditionnels selon lesquels aucun paiement entre les deux parties contractantes n'intervient avant l'échéance prévue au contrat.

#### Exemple de change à terme

Une entreprise allemande vend au Japon une importante quantité de marchandises pour un montant de 1 million d'Euros à livrer dans un an au comptant. La monnaie de transaction prévue au contrat est le Yen. L'entreprise va donc recevoir dans un an, un certain montant d'argent en Yen qu'elle devra céder au cours comptant du moment. Elle est donc en position longue sur le JPY, ce qui implique qu'elle encourt un risque de change au cas où le cours de change du JPY évoluerait à la baisse. Dans le cas contraire, elle serait gagnante

Supposons que le cours EUR/JPY 100 à la conclusion de la transaction. La facture sera établie pour 100 millions de Yens qui une fois convertis donneraient bien 1 million d'Euros. Si dans un an, la parité EUR/YEN 120, les 100 millions de JPY ne représenteront plus que 833 333 EUR. L'entreprise cherchera donc à se couvrir à terme en obtenant de sa banque une cotation EUR/JPY à un an. Ce qui lui permettra de stabiliser sa marge bénéficiaire sur la transaction.

Fig. (2) SCHEMA D'UNE TRANSACTION A TERME



#### II.1.4.2.1. LES COTATIONS DES COURS A TERME

Lorsque le cours à terme d'une devise est supérieur au cours comptant, la devise est dite cotée en report :  $\text{Cours à terme} = \text{cours comptant} + \text{report}$ . Par contre, lorsque le cours à terme d'une devise est inférieur au cours comptant, on dit que la devise est cotée en déport :  $\text{Cours à terme} = \text{cours comptant} - \text{déport}$

Les reports et déports sont donnés en général en points (pips) et les termes cotés sont en général de 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an.

#### II.1.4.2.2. LA FORMATION DES COURS DE CHANGE A TERME

L'analyse des cours de change à terme fait apparaître des montants de report et de déport variables dans le temps. En temps normal, ces deux taux équivalent à la différence entre les taux d'intérêt pratiqués sur les devises concernées sur les euromarchés prorata temporis. Ainsi, si le taux d'intérêt d'une devise A est supérieur au taux d'intérêt sur une devise B pour la même durée, la devise A sera cotée avec un déport par rapport à la devise B. Le taux de déport sera donc égal au différentiel de taux d'intérêt existant entre les deux monnaies.

**Exemple** : considérons la cotation suivante : au comptant USD/CHF 1,2391

Taux d'intérêt à 6 mois sur le CHF = 3%

Taux d'intérêt à 6 mois sur le USD = 1%

Le taux de déport à 6 mois du CHF par rapport au USD sera équivalent à 2% sur 6 mois, soit : 3%-1%. Le cours à terme du USD/CHF à 6 mois sera : 1,2515.

Par contre, en reprenant le calcul à l'inverse, on dira du cours du USD à 6 mois qu'il est en report de 2% par rapport au CHF.

## **II.1.5. LE MARCHE DES SWAPS**

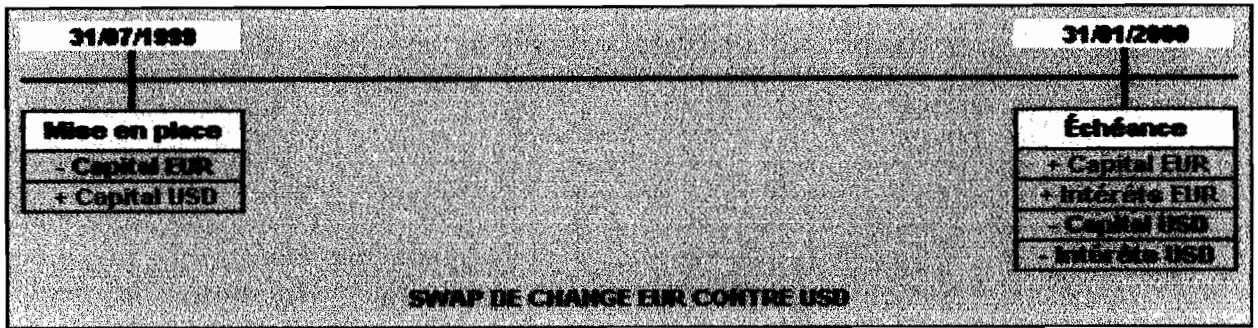
Le terme anglo-saxon swap, signifie échange. Un swap de change ou swap cambiste ou encore swap de trésorerie est donc une transaction par laquelle 2 contreparties s'échangent des flux financiers (des dettes) de même nature libellés dans 2 devises différentes. Le swap de change est également appelé swap cambiste. C'est une opération couramment pratiquée par les cambistes et consiste en une transaction combinant une opération de change au comptant (ou spot) avec une opération de change à terme (ou forward).

### **II.1.5.1. LE MECANISME**

Tout se passe comme si les 2 contreparties échangeaient leur dette. La première étape consiste à échanger les capitaux : les 2 contreparties échangent les montants nominaux de leur dette respective. Le taux de change est le taux spot. Il s'agit donc bien d'une opération de change au comptant.

La seconde étape revient au 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.

Fig.(3) Schéma d'une opération de swap



Notons que dans la pratique, il est fréquent qu'un swap porte sur le même montant en devise principale au comptant comme à terme. On dira par exemple que l'on a conclu un swap 6 mois EUR/USD pour 10 millions d'EUR. Où sont passés les intérêts de la devise principale ? Ils n'ont pas été couverts. Dans ce cas, soit la Banque fait "l'impasse" avec tous les risques de change que cela comporte, soit elle peut chercher à conclure une opération de terme sec (ou outright) pour la seule couverture des intérêts.

Il existe différents types de swaps que nous allons définir ci après :

#### II.1.5.2. LE SWAP DE DEVISES

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

#### II.1.5.3. LES SWAPS EXPORTS

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

#### **II.1.5.4. LE PRET PARALLELE**

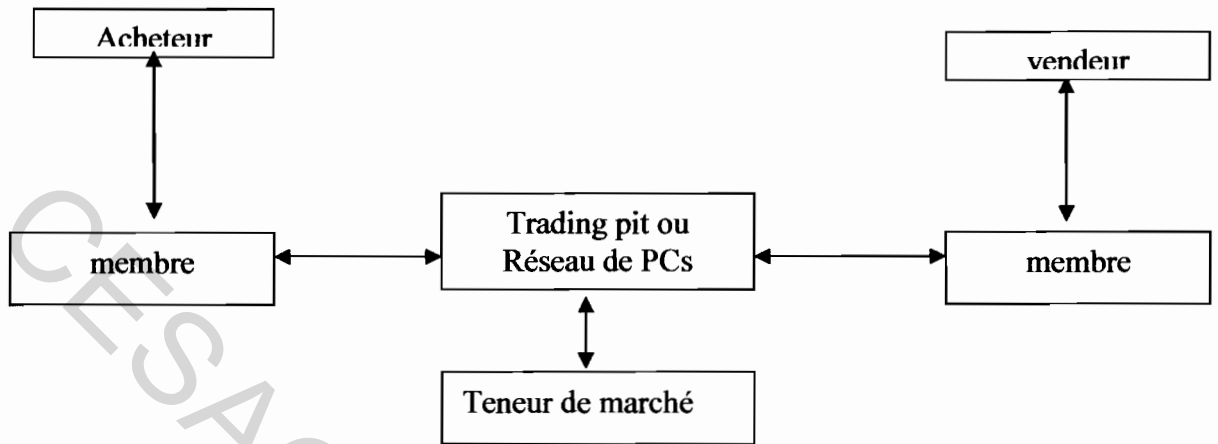
C'est aussi un swap permettant à deux entreprises situées dans des pays différents de se mettre d'accord pour s'accorder mutuellement un prêt dans les monnaies dont elles ont besoin pour une période déterminée. Au terme de la période, les deux sociétés remboursent les prêts qu'elles ont l'une envers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

#### **II.1.6. LES MARCHES ORGANISES**

Les marchés organisés se distinguent des marchés de gré à gré en ce qu'ils assurent la liquidité de leurs contrats par l'existence de chambres de compensation. Les contrats qui s'y négocient sont standardisés et la sécurité des transactions est garantie grâce à l'existence d'un organisme centralisateur qui contrôle et assure la bonne fin des opérations traitées.

La formation des prix est assurée par la confrontation d'ordres d'achat et d'ordres de vente via un membre ou adhérent de la bourse. Cette confrontation a lieu traditionnellement dans une urne appelée «pit» (puis) par échange verbal ou «criée» (open outcry).

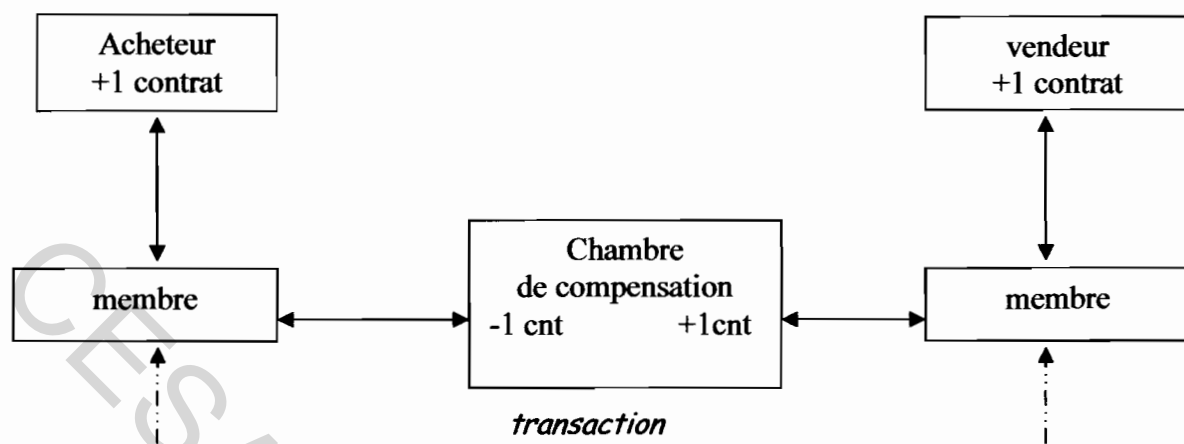
fig. (4) schéma de fonctionnement du marché organisé



En fait, les intervenants des marchés organisés ne cherchent pas à livrer effectivement les devises ou à prendre possession, mais à «faire des différences» en se portant acheteurs de contrats de devises qu'ils revendront avant même de les avoir payés, ou vendeurs de produits à découvert, c'est à dire qu'ils ne possèdent pas encore. Les acheteurs à terme seront gagnants si le cours monte tandis que les vendeurs à découvert le seront si le cours baisse. La condition à remplir est que chaque intervenant ait la capacité de faire face à ses engagements si les cours évoluent différemment.

C'est d'ailleurs pour pallier les risques de défaillance, encore appelés risques de contrepartie, que l'organisme régulateur du marché, la chambre de compensation, exige un dépôt de garantie initiale (deposit) représentant une certaine proportion de la valeur du contrat. Elle leur adresse également, le cas échéant, des «appels de marge» pour reconstituer ce dépôt.

Fig. (5) schéma du déroulement des transactions



Les marchés de contrats *futures* et d'options négociables de devises sont les archétypes des produits traités sur ces marchés:

#### II.1.6.1. LES MARCHES DE CONTRATS FUTURES DE DEVISES

Un contrat de *future* de devises est un engagement de livrer ou de prendre livraison d'un montant standardisé de devises à une date future standardisée et à un prix déterminé au moment de la conclusion du contrat. Ce marché s'inspire des mécanismes similaires à ceux des marchés de produits de base et de ceux des taux d'intérêt, à la seule différence qu'ici, l'actif sous-jacent est une devise. Deux dénouements sont possibles au contrat de future de devises :

- le contrat parvient à l'échéance et l'acheteur prend livraison des devises.
- Il se peut qu'avant l'échéance, le vendeur (ou l'acheteur) décide d'annuler l'opération initiale en rachetant ou en revendant un contrat de même échéance.

Exemple :

Le 1er août, un exportateur sénégalais facture aux Etats-Unis des produits de base pour 1 250 000 USD, échéance 20 décembre au cours comptant de USD/EUR= 0,980. Etant par conséquent long sur le USD, il craignant une éventuelle dépréciation et décide de se couvrir.

Avec les aménagements que nous souhaiterions voir apporter à la réglementation quant à l'augmentation des instruments de couverture, le cas échéant, sa banque, la S.G.B.S. pourrait lui proposer d'acheter des contrats de futures USD/EUR sur le C.M.E. (Chicago Mercantile Exchange). La taille d'un contrat USD/EUR = 62 500. Si l'échéance décembre cote: USD/EUR = 0,985, et le taux à terme 0,984, on aurait donc un déport du dollar par rapport à l'Euro. L'exportateur qui veut se couvrir contre toute fluctuation devra chercher à fermer sa position puisqu'il est long en USD et court en EUR.

Deux alternatives s'offrent à lui de facto :

1) il décide le même jour (1er août) de :

- vendre à terme 1250 000 USD au taux de 0,984 USD/EUR
- acheter des contrats EUR sur le C.M.E.. L'évaluation du nombre de contrats à acheter donne: valeur créance en EUR/valeur contrat. Ce qui nous donne 20 contrats. L'exportateur va donc acheter 20 contrats EUR échéance décembre à 0,985 USD/EUR. ( Il ne peut couvrir totalement sa position).

2/ A l'échéance le 20 décembre, on aurait :

- pour la vente à terme, il recevrait  $1\,250\,000 / 0,984$  soit : 1 270 325,203 EUR
- Il vendrait les 20 contrats EUR sur le C.M.E. pour boucler sa position. Si le cours du jour se situe à 0,981 USD/EUR, il va faire un résultat de :  
 $20 \times 62\,500 \times (0,98 - 0,985)$ , soit une perte sur les contrats de 6 250 EUR. Il va vendre ses recettes sur le comptant et recevra :  $1\,250\,000 / 0,98 = 1\,275\,510,204$  EUR. Son résultat final sera de 1 269 260,204 EUR ( $1\,275\,510,204 - 6\,250$ ).

La couverture avec la vente à terme sec lui assure un taux de 0,984 USD/EUR, alors que le résultat final avec les 'futures de devises' lui assure un cours presque similaire de 0,9848 USD/EUR.



## **II.1.6.2. LES MARCHES D'OPTIONS NEGOCIABLES SUR DEVISES**

Le contrat d'option de change de devises est un contrat conditionnel qui confère à chacune des parties prenantes le droit, et non l'obligation, d'acheter ou de vendre un certain montant de devises à un taux de change fixé à l'avance, pendant une période limitée de temps, ou pour une date déterminée. La devise négociée constitue l'actif sous-jacent, le taux correspond au prix d'exercice et le prix de l'option est appelé prime.

Lorsque l'option est dite «européenne», le dénouement de l'opération, c'est à dire l'exercice, ne peut avoir lieu qu'à l'échéance convenue. Mais dans le cas où le dénouement peut intervenir avant échéance, l'option est dite «américaine».

L'acheteur d'une option est celui qui détient le droit d'exercer ou non son option, selon que le cours du moment lui est favorable ou non. Quant au vendeur d'une option, il est dans l'obligation de se plier à la volonté de l'acheteur, c'est à dire de livrer les devises au prix convenu au moment de la conclusion du contrat. En contrepartie de sa soumission, il recevra une prime.

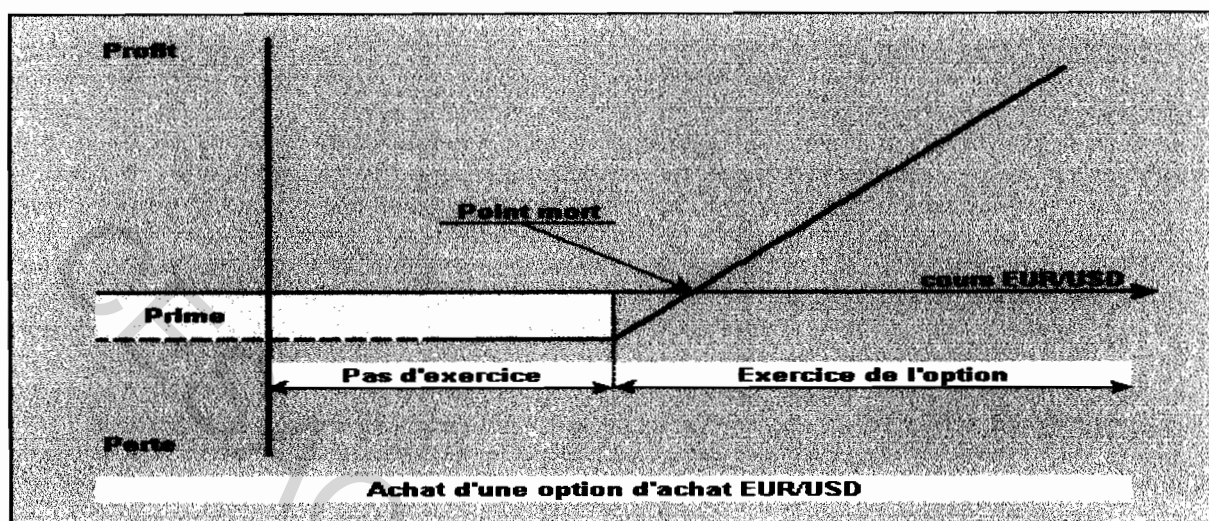
L'avantage de l'acheteur d'une option réside dans la limitation de son risque au coût de la prime, et le gain potentiel illimité, selon le degré de l'évolution favorable du cours de la devise considérée. Pour le vendeur, le gain maximum correspond à la prime alors que la perte est en théorie illimitée.

### **II.1.6.2.1. LES DEUX OPERATIONS DE BASES : CALL ET PUT**

#### **II.1.6.2.1.1. LE CALL (OPTION D'ACHAT)**

Un Call, confère à son acheteur le droit, mais non l'obligation d'acheter une devise à un taux convenu à la conclusion du contrat. Le vendeur d'un Call s'engage par contre, à vendre une devise à un taux convenu. (Fig.6).

Fig.(6) Schema d'un Call



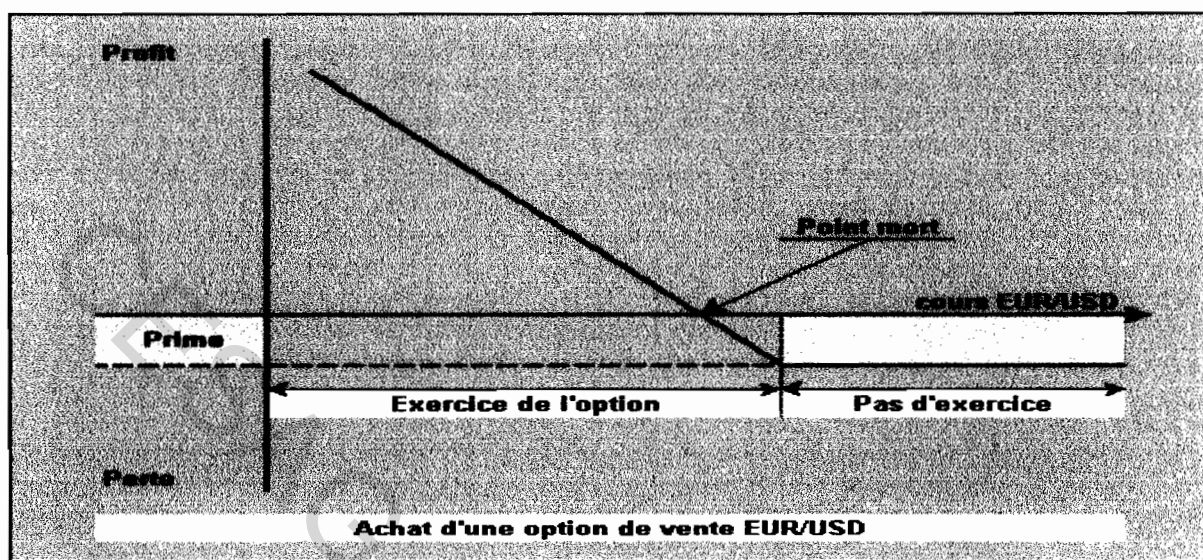
Notons que le profil ci dessus est bien entendu inversé pour le vendeur de l'option.

#### II.1.6.2.2. LE PUT (OU OPTION DE VENTE)

L'acheteur d'un Put acquiert le droit de vendre une devise à un prix convenu au moment de la conclusion du contrat. Le vendeur du Put s'engage par contre à acheter la devise à un prix convenu au moment de la conclusion du contrat.

Représentation schématique du profil de résultat, vu coté acheteur de put (option d'achat).

Fig.(7) schéma d'un Put



Il est bien entendu que le profil du Put est inversé pour le vendeur de l'option.

A chaque opération de base correspond à deux options possibles :

- Acheteur de CALL, Vendeur de CALL.
- Acheteur de PUT, Vendeur de PUT.

#### II.1.6.2.3. BUT DE L'OPERATION

Dans tous les cas, les différents types d'options supposent une anticipation de l'évolution du cours de la devise. L'acheteur d'une option de change se garantit un cours. Il fixera ce cours lui-même en choisissant un prix d'exercice. Il n'exercera son option que si celle-ci lui permet un profit par rapport au prix du marché. Ce service rendu par le vendeur impose le paiement d'une prime à ce dernier par l'acheteur. Le cours garanti tiendra compte de cette prime qui sera ajoutée ou retranchée selon le sens de l'option (call ou put). L'acheteur de call et le vendeur de put ont donc le même espoir : une hausse du cours aussi appelée support. L'acheteur pour exercer son droit avec profit, le vendeur pour conserver la totalité de la prime car le put n'aura aucun intérêt à être exercé. Inversement l'acheteur de put et le vendeur de call tablent sur une baisse du cours.

#### II.1.6.2.4. PRIX D'EXERCICE ET ESPERANCE DE GAIN

La détermination du prix de l'option dépend de différents paramètres, dont le prix d'exercice (également appelé "Strike"). Ce dernier peut être fixé librement entre les 2 contreparties. Lorsque le prix d'exercice correspond au cours du moment, on dit que le prix est "à la monnaie" (at the money). Lorsque le prix d'exercice est plus avantageux que le cours du moment pour l'acheteur de l'option, on dit qu'il est dans la monnaie ("in the money"). Inversement, lorsque le prix d'exercice est moins avantageux que le cours du moment pour l'acheteur de l'option, on dit qu'il est "out of the money". Le prix de l'option dépend également d'autres facteurs dont la prise en compte correspond à la prime. Cette prime est calculée en tenant compte de différents paramètres.

Exemple :

En reprenant les données de l'exemple ci dessus, on supposerait que l'exportateur sénégalais, plutôt que des contrats de futures, a décidé de se couvrir avec des options de devises par l'intermédiaire de sa banque sur le marché de Philadelphie.

- Montant de la créance : 1 250 000 USD encaissable
- Echéance : fin décembre.
- Taille du contrat : 62 500 EUR.
- prix d'exercice de 0,982 USD pour 1 EUR
- prime : 1,55 cents

Conversion de créance en EUR :  $1\,250\,000 / 0,982 = 1\,272\,912,4236$  EUR

Nombre de contrats à souscrire :  $1\,272\,912,4236$  EUR /  $62\,500 = 20,366$  soit 20 contrats possibles. L'exportateur verse immédiatement comme prime :  $20 \times 62\,500 \times 1,55$  cents = 19 375 EUR. En décembre, il encaisse 1 250 000 USD. Comme le taux de change se situe à USD/EUR=0,987, c'est à dire supérieur au cours de conclusion, il exerce ses contrats:

- exercice des contrats : il achète  $20 \times 62\,500$  EUR = 1 250 000 EUR . en vendant  $20 \times 62\,500 \times 0,987 = 1\,233\,750$  USD.
- . conversion du solde au taux de change au comptant, soit :  
 $(1\,272\,912 - 1\,250\,000) = 22\,912$  EUR qui lui procurent :  $22\,912 / 0,987 = 23\,213,78$  USD. Au total, l'exportateur sénégalais aura reçu 1 256 662 EUR. Il faut cependant en déduire la prime. Le résultat final est alors de 1 237 287 EUR, ce qui donne un taux de 0,997 USD/EUR.

L'exportateur reçoit finalement dans cet exemple, un peu moins que ce qu'il aurait reçu s'il ne s'était pas couvert. Seulement, cela n'est pas une raison pour ne pas se couvrir, car une baisse plus prononcée du dollar US aurait entraîné des pertes considérables pour une position spéculative.

Les contrats d'options offrent aussi d'autres choix pour l'exportateur sénégalais. Il pourrait, au lieu d'exercer ses options avec la baisse du dollar USD, les revendre avant échéance. Si on suppose que la prime est de 2 cents en fin novembre, le produit de la revente des contrats est alors de :  $20 \times 62\,500 \times 0,02 = 25\,000$  USD, soit un montant à la fin de  $25\,000/0,987 = 25\,329$  EUR. Il va à l'échéance vendre sur le marché au comptant et il aura :  $[(1\,250\,000/0,987) + 25\,329]$  soit 1 291 793 EUR.

Si on enlève la prime payée, le résultat final est de : 1 266 793 EUR, soit un cours de 0,9827 USD/EUR, un peu plus intéressant.

Entre le jour de la revente de l'option et l'échéance, l'exportateur est à découvert avec tous les risques que cela peut entraîner. Il ne peut adopter cette stratégie que s'il a la capacité de suivre au jour le jour le marché pour pouvoir, en cas d'évolution défavorable, retourner sa position et se couvrir à nouveau.

Cet exemple montre la flexibilité associée aux options mais aussi, la contrainte que constitue la prime à verser en cas d'achat qui peut être très chère. Pour minimiser le coût de la couverture par les options, il est possible de combiner des achats et des ventes d'options. Sur le marché interbancaire international car certaines banques offrent des produits hybrides, qui permettent d'annuler la prime versée.

### **C. LA CREATION D'UN MARCHÉ DE CHANGE SOUS REGIONAL**

En supposant que les entreprises de l'U.E.M.O.A aient la possibilité de s'adresser à leurs banques pour se procurer des produits de couverture externes sur le marché international

des changes, grâce à des assouplissements éventuelles apportées à la réglementation des changes, il est évident qu'elles le feront à l'aide du concours de leurs maisons mères ou de correspondants étrangers car, les banques associent toujours leurs maisons mères ou correspondants dans les opérations de change.

Etant donné le nombre de banques implantées dans l'U.E.M.O.A., et au regard de la structure des économies des pays membres fondée sur les exportations de produits de base et l'importation de produits manufacturés, nous pensons qu'il est possible d'effectuer des compensations de positions de change entre banques à l'intérieur de l'Union à travers la création d'un marché interbancaire de change.

C'est à cette suggestion que nous nous attèlerons dans le développement à suivre en partant, de la description du schéma actuel des opérations de change dans l'U.E.M.O.A. et de leurs incidences sur les réserves de change de la Banque centrale, puis en proposant un schéma nouveau qui, devrait faciliter les opérations de change dans l'U.E.M.O.A.

## **I SCHEMA ACTUEL DE DEROULEMENT DES OPERATIONS DE CHANGE DANS L'U.E.M.O.A.**

### **I.1. DESCRIPTION D'UNE OPERATION D'EXPORTATION**

Une entreprise agricole sénégalaise exporte des marchandises vers les Etats-Unis pour une valeur de 500 000 USD payable au comptant, date de connaissance ou FOB. Le cours spot est de USD/EUR= 525. Voici ci-après, le déroulement complet de l'opération :

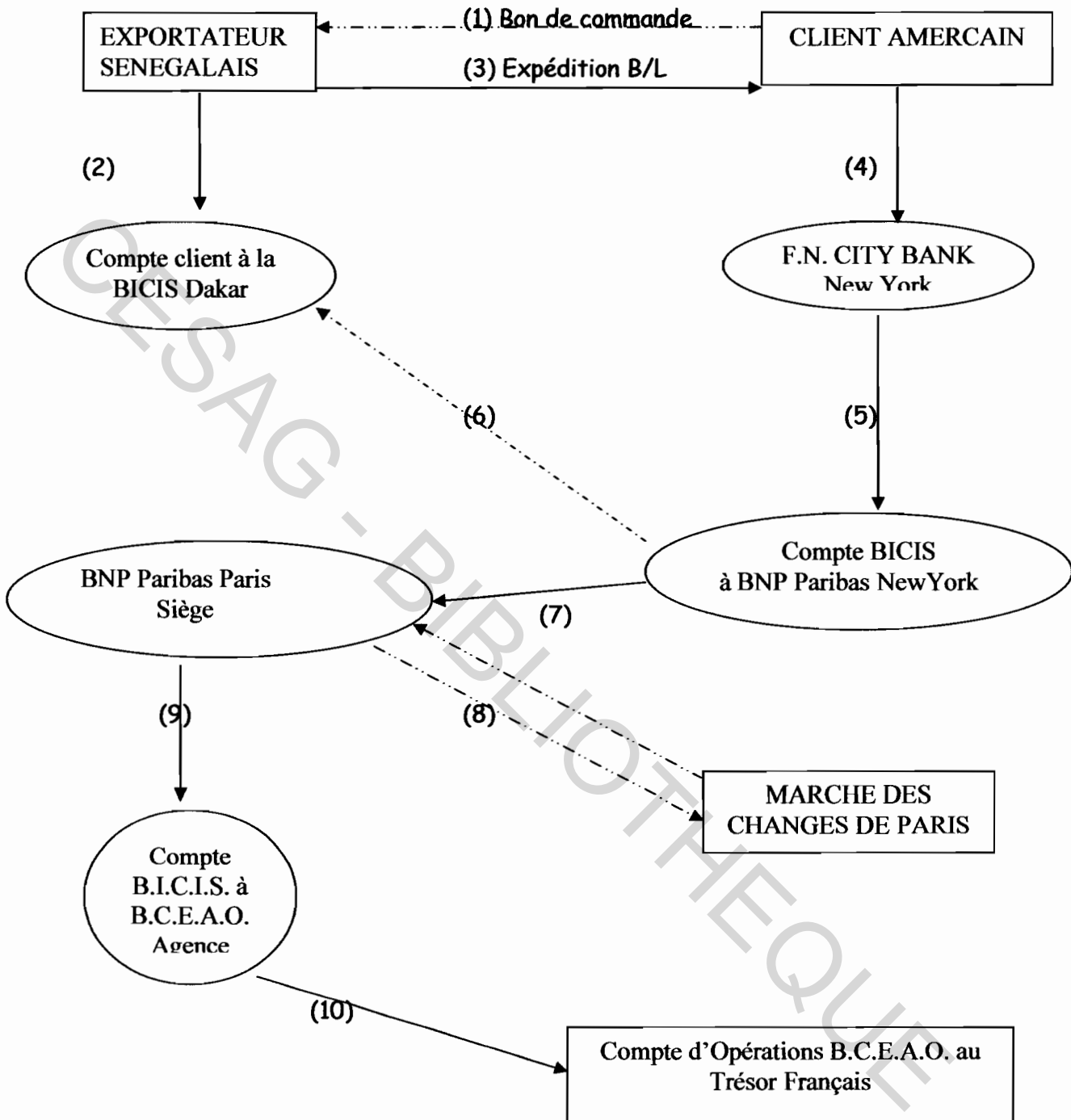
- 1) L'exportateur reçoit son bon de commande des Etats-Unis.
- 2) Il domicilie l'opération auprès de sa banque, la Banque Internationale pour le Commerce et l'Industrie de Sénégal (B.I.C.I.S.).
- 3) Il fait charger la marchandise sur un navire à destination des USA et expédie le connaissement maritime (B/L)<sup>13</sup> à son client par courrier expresse.
- 4) Une fois en possession du B/L, le client américain donne l'ordre à la banque, la First National City Bank, de débiter son compte de 500 000 USD en faveur de son fournisseur domicilié à la B.I.C.I.S. qui détient un compte ouvert dans l'agence de sa maison mère la BNP Paribas New York.
- 5) Le montant est versé en USD sur le compte de la B.I.C.I.S. ouvert à la BNP Paribas New York.
- 6) Dès ce moment, la B.I.C.I.S. crédite le compte de l'exportateur Sénégalais de la contre valeur en F CFA de 500 000 USD, soit  $500\,000 \times 525 = \text{XOF } 262\,500\,000$ , si le cours spot du USD est resté inchangé. Mais l'opération n'est pas pour autant terminée. Pour que la B.I.C.I.S. Dakar soit créditée de la somme versée à l'exportateur au Sénégal, elle devra attendre le dénouement de l'opération qui se poursuit à la BNP PARIBAS comme suit:
- 7) La BNP Paribas New York vire les USD à Paris
- 8) La BNP Paribas vend les dollars USD reçus contre EUR sur le marché des changes de Paris.
- 9) BNP Paribas verse donc EUR 400.178,6702 pour le compte de la B.I.C.I.S. à la B.C.E.A.O. à Paris (soit :  $262.500.000 / 655,957$ ).
- 10) La B.C.E.A.O intègre les EUR à ses réserves de change pour l'alimentation du compte d'opérations auprès du trésor français.

Cette opération peut être schématisée comme suit :

---

<sup>13</sup> Bill of Lading

Fig.(8) Circuit actuel de règlement d'une exportation





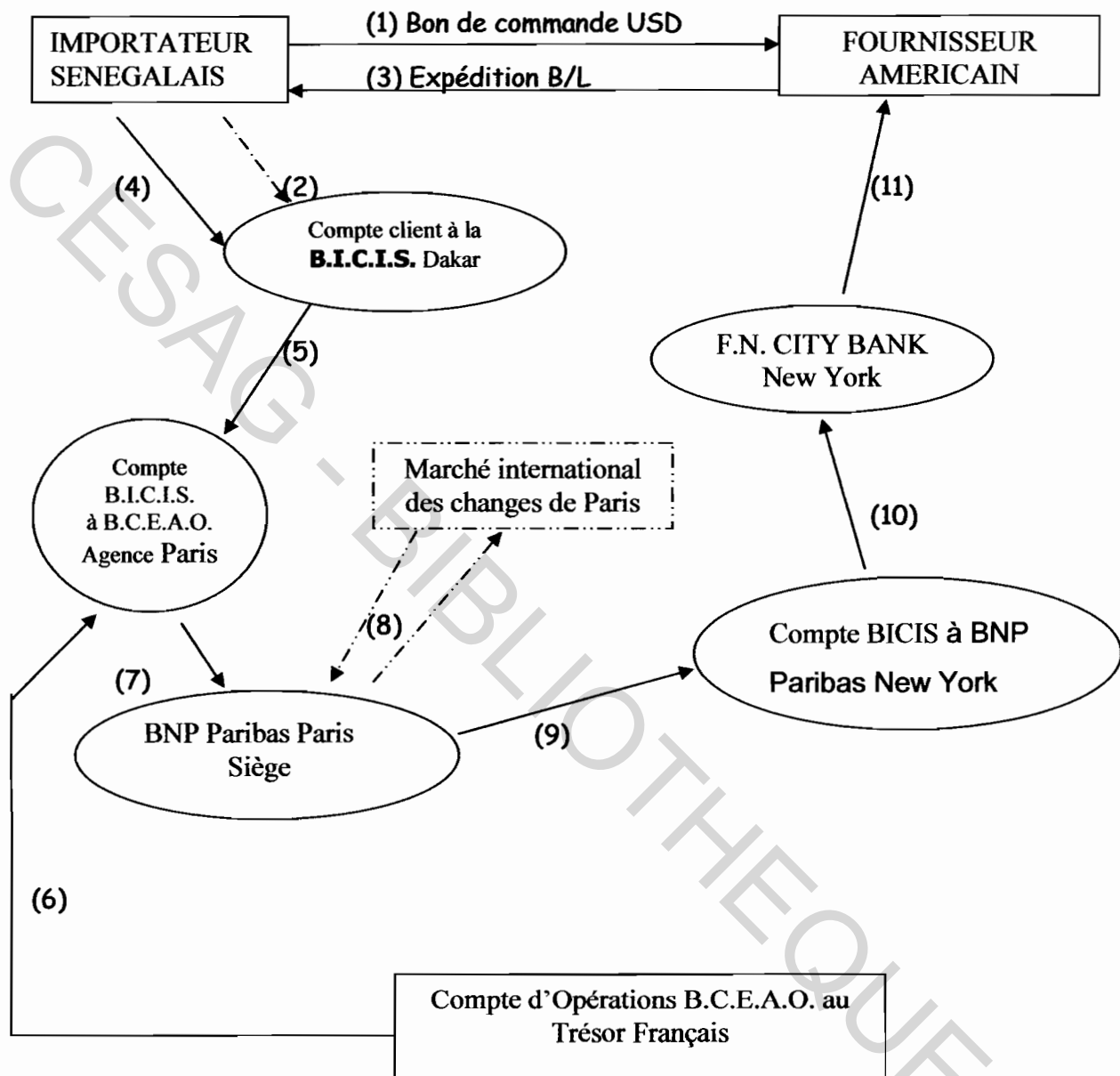
## I.2. DESCRIPTION D'UNE OPERATION D'IMPORTATION

L'entreprise sénégalaise est aussi importatrice de marchandises diverses des USA. Elle est facturée en USD, mais initie ses règlements en F CFA. Le circuit de règlement des importations est à peu près l'inverse de celui d'exportation et se déroule comme suit:

- 1) l'importateur passe sa commande en USD.
- 2) Il domicilie l'opération auprès de sa banque conformément à la réglementation des changes.
- 3) Le fournisseur expédie le B/L pour justifier la livraison
- 4) L'importateur donne l'ordre de virement à sa banque B.I.C.I.S.
- 5) La B.I.C.I.S. débite le compte du client et donne l'ordre de transfert à la B.C.E.A.O. en faveur de la B.N.P. Paribas.
- 6) La B.C.E.A.O. débite le compte de la B.I.C.I.S. de la contre valeur en euro et crédite la B.N.P. Paribas à Paris.
- 7) La B.C.E.A.O. débite son compte d'opérations auprès du Trésor français et les vire sur le compte de la B.N.P. Paribas
- 8) La B.N.P. Paribas échange les euros sur la place de Paris contre USD.
- 9) Elle vire les USD sur le compte de la B.I.C.I.S. à N.Y. chez la B.N.P. Paribas.
- 10) La B.N.P. Paribas vire les USD sur le compte du fournisseur à la F.N. City Bank N.Y.
- 11) Celle-ci délivre un avis de crédit à son client, le fournisseur de l'importateur sénégalais.

Le circuit de l'opération peut être schématisé comme suit :

Fig.(9) Circuit actuel de règlement d'une importation



## **II. ORGANISATION DU MARCHÉ REGIONAL DE CHANGE**

### **II.1. LE PRINCIPE DE FONCTIONNEMENT**

Le marché régional des changes dont nous souhaiterions la création serait un marché interbancaire qui permettrait la compensation multilatérale des positions de change des banques au sein de l'Union. Ce marché serait un marché d'organisation hybride, à mi chemin entre le marché de gré à gré et le marché organisé avec la B.C.E.A.O. comme organe central de régulation et de compensation.

### **II.2. LES PARTICIPANTS**

Les acteurs du marché sous régional des changes seront essentiellement, les banques commerciales et la banque centrale. Cette limitation à deux acteurs essentiels se justifie par le fait que c'est la banque centrale qui intervient en dernier recours dans le processus de collecte des devises étrangères dans l'U.E.M.O.A. et que ce sont les banques commerciales qui sont les principaux intermédiaires de change de l'Union.

#### **II.2.1. LA BANQUE CENTRALE**

La B.C.E.A.O. a l'obligation d'alimenter le compte d'opérations ouvert au Trésor Français avec 65% de ses réserves de change. Elle collecte donc l'essentiel des devises constituant ses réserves dans l'U.E.M.O.A. à travers les banques commerciales grâce aux opérations courantes qu'elles enregistrent. A ce titre, nous pensons qu'elle devrait jouer un rôle central dans le fonctionnement du marché régional des changes.

#### **II.2.2 .LES BANQUES COMMERCIALES**

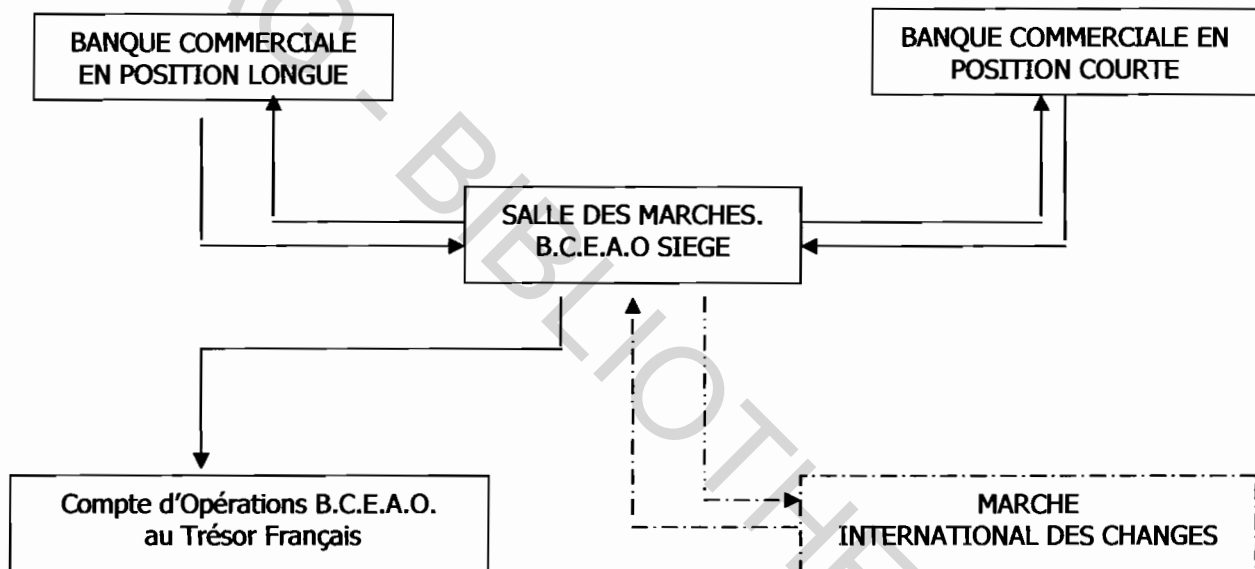
Elles joueraient leur rôle habituel d'intermédiation auprès des entreprises pour les règlements des importations de biens et services mais aussi pour le rapatriement des produits d'exportation. En raison de leur rôle d'intermédiaires principaux dans les opérations de change, elles sont donc toujours en position de change ouverte, position qu'elles ont toujours besoin de gérer.

### II.3. L'ORGANISATION DU MARCHÉ

Le marché régional des changes serait un marché interbancaire dans lequel toutes les agences principales des banques commerciales seraient connectées grâce à un réseau informatique dont l'administrateur serait la B.C.E.A.O..

Celle-ci recueillerait les offres et les demandes exprimées par toutes les banques de l'U.E.M.O.A. à une heure donnée de la journée afin de faire un fixing journalier. Celui-ci serait le reflet des cours du marché international et du spread que la banque souhaiterait y appliquer.

Fig.(10) schéma de fonctionnement possible du marché sous-régional des changes



L'intérêt d'une telle organisation est qu'il n'y aurait pas de risque de contrepartie ni de liquidité car d'une part la banque centrale tient des comptes de toutes les banques commerciales donc elle pourrait s'opposer à une opération qu'une banque initierait de manière fantaisiste. C'est à dire que, plutôt que de faire des appels de marges, elle n'autoriserait une opération que si la partie qui prend un engagement a les moyens d'y faire face.

## **II.2. LES OPERATIONS**

Les opérations qui se dérouleraient sur le marché sous-régional des changes devaient des opérations uniquement correspondre à des opérations courantes de couverture demandées par des professionnels. Un résident quelconque ne pourrait pas demander une opération de change non motivée par une transaction sur des biens et services. En fait il reviendrait aux autorités le soin de veiller à ce que les opérations ne soient pas dévoyées de leur objectif comme cela est actuellement le cas.

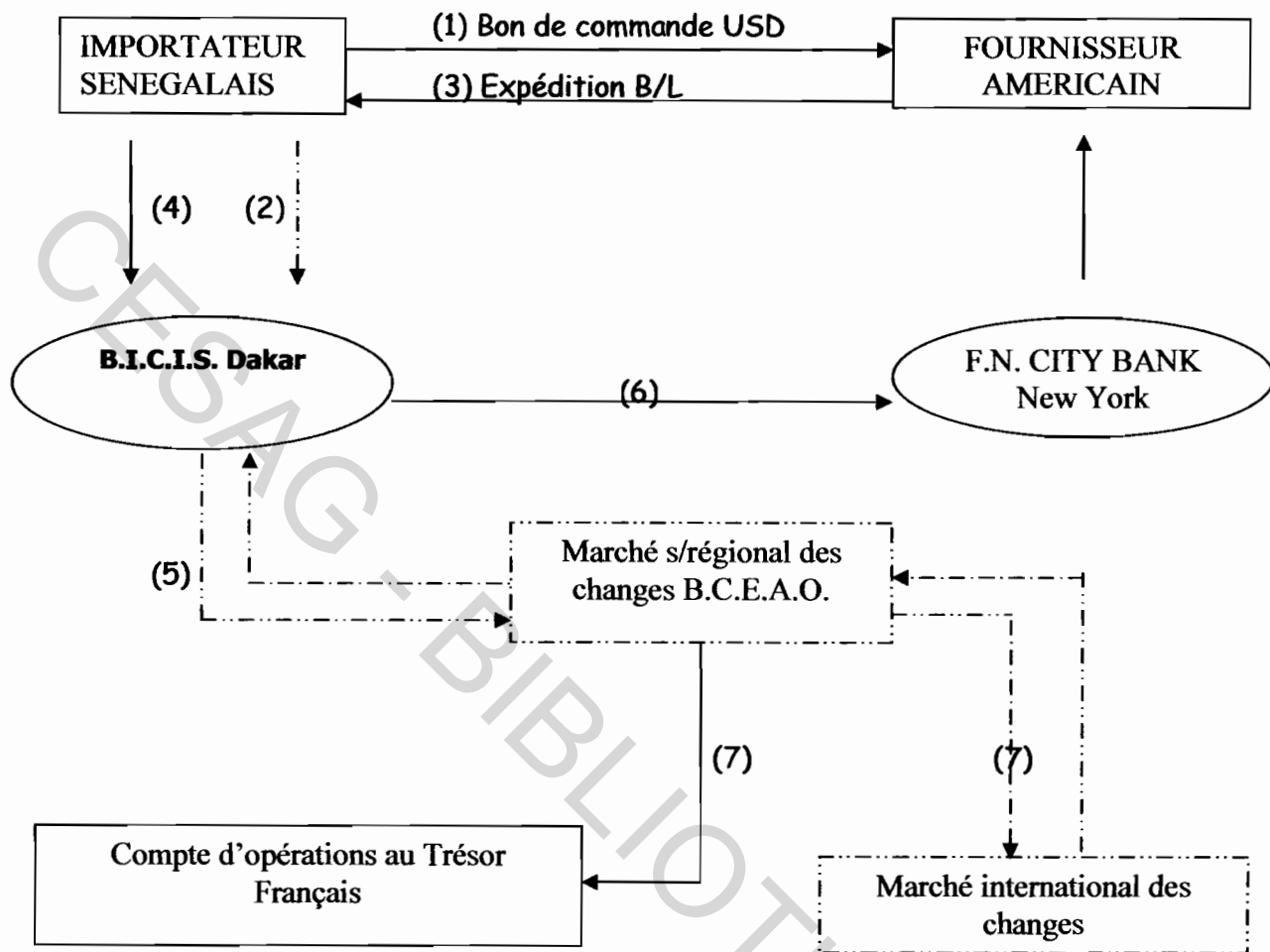
## **III. DESCRIPTION D'UNE OPERATION DE CHANGE SUR LE MARCHE SOUS REGIONAL**

Dans le cadre du marché sous régional des changes, le schéma que nous avons décrit fig.(9) ci-dessus, serait significativement allégé. Aussi, plutôt que de passer par la B.N.P. Paribas, la B.I.C.I.S. se tournerait vers le réseau interbancaire sous régional pour acheter les USD à transférer au fournisseur de son client :

- 1) l'importateur passe sa commande en USD aux USA
- 2) Il domicilie l'opération auprès de sa banque conformément à la réglementation des changes.
- 3) Le fournisseur expédie le B/L pour justifier la livraison
- 4) L'importateur donne l'ordre de virement à sa banque B.I.C.I.S.
- 5) La B.I.C.I.S. débite le compte du client de la contre valeur USD de la facture à payer pour l'échanger sur le marché sous régional contre USD.
- 6) La B.I.C.I.S. transfère le montant USD ou achetés sur le marché régional directement sur la compte du fournisseur à la F.N. City Bank.

7) La B.C.E.A.O., administrateur du marché des devises, les échange sur le marché international ou en l'état pour alimenter son compte d'opérations.

Fig.(12) schéma d'une opération de change sur le marché sous régional des changes



la création d'un marché à terme des contrats sur devises pourrait être envisagé, la B.C.E.A.O., jouant le rôle de chambre de compensation. Seules les banques seraient, là encore habilitées à traiter avec la B.C.E.A.O.

Le versement du dépôt de garantie et des appels de marge quotidiens voire infra journaliers pourraient se faire directement, chaque établissement entretenant un compte auprès de la B.C.E.A.O.

Le net des opérations d'achat et de vente de contrats pourrait être fourni par la B.C.E.A.O. qui irait elle-même se couvrir sur les marchés de change externes, tant au comptant qu'à terme.

L'avantage offert par les contrats aux acheteurs et aux vendeurs est la modicité de la valeur des contrats qui sont accessibles aux P.M.I. / P.M.E. et la souplesse de la couverture. Ces entreprises pouvant abandonner leur couverture si cette dernière ne s'avère pas nécessaire en fonction de l'évolution des cours.

## CONCLUSION

La gestion du risque de change est devenue, à l'heure de la mondialisation des échanges, un impératif catégorique pour toutes les entreprises impliquées dans le commerce international. Dans la zone franc, et plus particulièrement dans l'U.E.M.O.A., les mesures de contrôle des changes, instituées depuis l'époque coloniale dans des circonstances de crise et renouvelées en 1998 dans l'Union Economique et Monétaire Ouest Africaine, empêche les entreprises d'accéder à des instruments adéquats de gestion de leur risque de change.

En apportant quelques améliorations ou assouplissements au Règlement N°09/CM/U.E.M.O.A., nous pensons que cela participerait significativement à une meilleure gestion des entreprises de la sous région, d'autant plus que la possibilité leur serait ainsi offerte de gérer leur risque de change tant au comptant qu'à terme et les familiariseraient par la même occasion avec les opérations de marché.

En effet la création d'un marché sous-régional des devises permettrait de développer la culture de marché dans les banques ainsi que dans les entreprises, et les familiariserait avec les techniques de couverture de risque.

Quant à la B.C.E.A.O., elle acquerrait ainsi une compétence accrue dans la gestion directe d'un marché de change. Les opérations avec l'extérieur en devises perdraient ainsi leur caractère administratif pour devenir de véritables opérations de marché.

Une levée totale ultérieure du contrôle des changes pourrait ainsi se faire dans un environnement bancaire déjà familiarisé avec les opérations de marché et la gestion de positions.

L'application des mesures que nous préconisons ne changerait rien, sinon pas grand chose au dispositif actuel de fonctionnement de la zone franc, notamment quant au fonctionnement du compte d'opérations de la B.C.E.A.O. dans les livres du Trésor Français. L'expérience montre que ce n'est pas le contrôle des changes qui protège la monnaie mais une bonne politique macroéconomique et macro financière.



## LISTE DES SIGLES ET ABREVIATIONS

<b>B.C.E.A.O.</b>	: Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
<b>B.E.A.C.</b>	: Banque des Etats d'Afrique Centrale
<b>B.I.C.I.S.</b>	: Banque Internationale pour l'Industrie et le Commerce du Sénégal
<b>BNP</b>	: BNP PARIBAS
<b>CAD</b>	: Canadian dollar
<b>CBOT</b>	: Chicago Board of Trade
<b>CHF</b>	: Franc Suisse
<b>CME</b>	: Chicago Mercantile Exchange
<b>EUR</b>	: Euro
<b>FCFA</b>	: Franc Communauté Financière Africaine
<b>FMI</b>	: fonds Monétaire International
<b>ICS</b>	: Industries Chimiques du Sénégal
<b>JPY</b>	: Japan Yen
<b>UEMOA</b>	: Union Economique et Monétaire Ouest Africaine
<b>USD</b>	: United States Dollar

# BIBLIOGRAPHIE

## MANUEL DES PRODUITS DERIVES

Alain Rutiens, éd. ESKA 2 000

## LA ZONE FRANC

Note d'information N°127

Banque de France

Direction de la communication

Avril, 2002

## LA ZONE FRANC

Tome 1, Histoire et Institutions

Hubert Gérardin

Ed. L'Harmattan, 1989

## LE SYSTEME FINANCIER INTERNATIONAL

Jean Rivoire

Ed. Que sais-je, 1990

## LES MARCHES FINANCIERS

Dov Ogien

Ed. Gualino éditeur, 1996

## FINANCE INTERNATIONAL D'ENTREPRISE

Josette Peyrard

Vuibert, Gestion