

UNIVERSITE D'ORAN

Faculté des sciences économiques, des sciences de gestion et des sciences commerciales

Ecole doctorale d'économie et de management

Mémoire de magister en sciences économiques

Option : Economie internationale

Thème :

La gestion des risques de change en Algérie

Présenté par :

Mr BERRADIA Slimane

Sous la Direction de :

M.Dr. FEKIH Abdelhamid

Membres de jury :

Président :	M. BENBAYER Habib	Professeur	Université d'Oran
Rapporteur :	M. FEKIH Abdelhamid	Maitre de conférences (A)	Université d'Oran
Examineur :	M. ZAIRI Belkacem	Professeur	Université d'Oran
Examineur :	M. REGUIG- ISSAAD Driss	Professeur	Université d'Oran

Année Universitaire : 2011-2012

R remerciements

Mes vifs et très sincères remerciements vont à mon professeur et encadreur Monsieur FEKIH Abdelhamid docteur d'Etat en économie qui a accepté d'assurer la direction de ce mémoire .Le constat intérêt qu'il a manifesté pour ce travail, les orientations qu'il m'a prodigué, sa disponibilité est ses encouragements ont été autant de facteurs déterminants dans l'élaboration de ce travail, qu'il trouve ici la marque de ma plus sincère reconnaissance.

*Mes remerciements éternels à mes chers
parents, mes frères et sœurs et tous mes amis.*

Dédicace

Je dédie ce travail à :

Mes chers parents;

Ma femme;

*Mes chers frères et mes
chères sœurs;*

*Tous mes amis (es) et
camarades;*

*Tous ce qui m'a aider de loin
ou près pour finir ce modeste*

TABLE DES MATIERES

Table des Matières

INTRODUCTION GENERALE	i
-----------------------------	---

PREMIERE PARTIE : LES REGIMES DE CHANGE.....06

CHAPITRE I : L'EVOLUTION DU SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL..06

Introduction :	06
Section 1: le système monétaire international.....	07
1-1-Définition et caractéristiques.....	07
1-2-Les échanges commerciaux avant 1944.....	08
1-3-Le système de BRETON WOODS (1944-1971).....	10
Section 2: Le système monétaire européen	14
2-1-Les mécanismes du SME.....	14
2-2-La mise en place de l'Euro.....	17
Section 3: Les différents régimes de taux de change	18
3-1- Les régimes de change dans le SMI contemporain.....	19
3-2-Les régimes de change en pays en développement.....	22
Conclusion	24

CHAPITRE II : MARCHE DES CHANGES, THEORIE ET DETERMINANTS DE CHANGE.....25

Introduction.....	25
Section 1:Notions de taux de change et marchés des changes.....	26
1-1-Définitions ,concepts et participants aux marchés des changes.....	26
1-2-Le marché au comptant(Spot market).....	32
1-3-Le marché des changes à terme (Forward market).....	35
1-4-Le marché des changes de dépôt (Marché interbancaire).....	38
Section 2:Les déterminants fondamentaux du taux de change.....	38
2-1-La théorie de la parité des pouvoirs d'achat	38
2-2-La théorie de la parité des taux d'intérêt	40
2-3-L'ajustement par la balance des paiements.....	42
Conclusion.....	45

DEUXIEME PARTIE : LES RISQUES DE CHANGE ET LES TECHNIQUES DE COUVERTURE DES RISQUES46

CHAPITRE I : LE RISQUE DE CHANGE ,EVALUATION ET POLITIQUES DE COUVERTURE 47 |

Introduction	47
Section 1: Evaluation du risque de change	48
1-1- Concepts du risque de change	48
1-2- L'identification du risque de change.....	48
1-3- Mesure du risque de change	50

TABLE DES MATIERES

Section 2: Les politiques de couverture du risque de change	57
2-1-Les modes de couverture.....	57
2-2-Les critères de choix des modes de couverture.....	58
Conclusion.....	60

CHAPITRE II : LES TECHNIQUES DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE61

Introduction.....	61
Section 1: Les techniques traditionnelles de couverture du risque de change	62
1-1- Les techniques traditionnelles internes.....	62
1-2- Les techniques traditionnelles externes.....	66
Section 2 : La couverture par Futurs et Swaps de devises.....	71
2-1-La couverture par Futurs de devises.....	71
2-2- La couverture par Swaps de devises.....	77
Section 3: La couverture par les Options de devises.....	78
3-1-Définition et terminologies.....	79
3-2-Les déterminants du prix d'une option.....	82
3-3-Les stratégies de couverture opérationnelle.....	83
3-4-Les avantages et les inconvénients des options de change.....	92
3-5-Evaluation d'une option de change	92
Conclusion	97

TROISIEME PARTIE : LA REALITE ALGERIENNE DANS LE PROCESSUS DE LA GESTION DES RISQUES DE CHANGE98

CHAPITRE I : L'EVOLUTION DU REGIME DE CHANGE EN ALGERIE.....99

Introduction	99
Section 1 : Période de contrôle de change	100
1-1- Régime de change fixé par rapport à une seule monnaie	100
1-2-Régime de change fixé par rapport à un panier de monnaie (1973-1994).....	101
Section 2: Période de libération de change	109
2-1-Le mécanisme de Fixing	109
2-2-Le marché de change interbancaire	112
Conclusion	120

CHAPITRE II : PRESENTATION ET ANALYSE DE L'APPLICATION DES TECHNIQUES DE COUVERTURE DES RISQUES DE CHANGE EN ALGERIE....121

Introduction	121
Section 1 : Les techniques de couverture des risques de change en Algérie	121
1-1- L'achat à terme avec décaissement à échéance.....	122
2-2-L'achat à terme avec décaissement immédiat	122
Section 2 : L'entreprise algérienne face aux risques de change	123
2-1-La méthodologie de l'étude	123
2-2-L'analyse des résultats de l'étude	125

TABLE DES MATIERES

Section 3 : La couverture du risque de change en Tunisie et possibilité de mettre en place d'un système de couverture en Algérie.....	131
3-1-La couverture du risque de change en Tunisie.....	131
3-2-La possibilité de mettre en place le change à terme en Algérie.....	139
Conclusion.....	144
CONCLUSION GENERALE	145
BIBLIOGRAPHIE.....	151
LISTE DES TABLEAUX.....	156
LISTE DES SCHEMAS.....	157
LISTE DES GRAPHS.....	157
ANNEXES.....	158

Introduction Générale

INTRODUCTION GENERALE

1- Préambule :

L'internationalisation des entreprises est le résultat du phénomène de globalisation qui se développe depuis la fin de la 2^{nde} Guerre Mondiale. Suite à la forte diminution des frais de transport et du progrès considérable des technologies de la communication et de l'information, le monde est devenu plus petit. Les entreprises veulent être présentes sur le marché mondial où l'offre et la demande peuvent se rencontrer de la façon la plus rentable. L'internationalisation des entreprises s'est traduite par une expansion du commerce mondial dans la mesure où ces entreprises ont une propension élevée à importer et à exporter des biens et services. Toutes ces activités vont engendrer, parallèlement à ces opportunités, de nombreuses contraintes liées, entre autres, aux fluctuations des taux de change impliquées par la réalisation de ces transactions.

Un autre phénomène qui a fortement modifié l'environnement monétaire international est le passage d'un régime de change fixe à un régime de change flottant. En juillet 1944 furent signés les Accords de BRETON-WOODS qui instaurèrent un régime de change fixe, où toutes les devises étaient convertibles en une monnaie de référence, à savoir le dollar. Les taux étaient alors relativement constants et ne pouvaient fluctuer que dans une fourchette déterminée, et tout dépassement de cette fourchette entraînait l'intervention des Banques Centrales. Peu à peu, avec la mondialisation des échanges, les taux de changes ont commencé à fluctuer. En 1971 la convertibilité du dollar en or fut supprimée et deux ans plus tard, on passa à un régime de change flottant où toutes les devises fluctuaient librement en fonction de l'offre et la demande de devises.

Ainsi, ces entreprises vont être confrontées au plus important marché financier appelé le marché des changes: c'est un marché mondial où s'échangent les monnaies les unes contre les autres et où se forme le taux de change (ou parité de change).

Introduction générale

Les entreprises, dans ce contexte international et face à ce marché complexe, doivent gérer divers types de risques financiers comme le risque de crédit, le risque de taux d'intérêt ou le risque de change, objet de ce mémoire. Le risque de change peut être défini comme un risque de perte dû à une évolution défavorable des cours de change entre la date de réalisation d'une opération commerciale ou financière en devise et la date d'encaissement ou de décaissement. L'existence de ce risque a favorisé l'apparition et le développement de techniques financières de plus en plus complexes permettant de mieux le gérer.

En Algérie, le problème du risque de change ne se posait pas dans la mesure où le régime de change était fixe. Le taux de change était ainsi stable autour d'un cours moyen USD/DZD de 5. A partir de 1987, avec la libéralisation du commerce extérieur et du régime de change, on assiste à un glissement progressif du Dinar suivi d'une double dévaluation de 22% et de 40,17% en 1991 et 1994 respectivement. Le cours USD/DZD est par conséquent passé à 42,89, engendrant ainsi des pertes de change considérables qui ont affecté sensiblement l'équilibre financier des entreprises.

Actuellement, avec la privatisation, l'émergence du secteur privé, l'ouverture du marché algérien aux investisseurs étrangers en plus d'un cours USD/DZD qui a atteint les 80, les entreprises se trouvent en face d'un risque de change palpable. Cet environnement nouveau conjugué à l'impératif d'une meilleure rentabilité impose une gestion adéquate et un suivi permanent de ce risque.

2- La question principale :

Dans ce cadre, le but recherché de ce travail est de montrer **Quelles sont les opérations qui s'effectuent dans le marché des changes qui permettent aux entreprises économiques de se couvrir contre les risques de change ? Qu'en est-il de l'Algérie ?**

3- Les questions secondaires :

Nous essayerons de répondre, tout au long de cette étude aux questions suivantes en précisant :

1-Quelles sont les techniques de couverture du risque de change ?

Introduction générale

2-Quels sont les critères qui permettent à l'entreprise de choisir des techniques de couverture contre le risque de change ?

3-Est-il nécessaire pour l'entreprise économiques algérienne de se couvrir contre le risque de change ?

4-Est-il possible de mettre en place un système de couverture du risque de change en Algérie ?

4-L'objectif de cette recherche :

Cette étude, nous l'avons souhaitée pour le but de :

- Borner et étudier les différents composants de l'environnement monétaire international, à savoir : les régimes des changes, les marchés des changes ,...etc
- Faire un point de situation sur le processus de la gestion des risques de change en Algérie.
- Examiner la possibilité de mettre en place d'un système de couverture des risques de change en Algérie.
-

5-Les hypothèses de la recherche :

L'hypothèse se définit comme une proposition à une question posée. Pour appréhender notre étude et répondre effectivement à nos questions de recherche, nous avons formulé les hypothèses suivantes:

Hypothèse (1) : Toutes les transactions liées au commerce international sont confrontées aux risques de change.

Hypothèse (2) : Pour se couvrir contre les risques de change, il existe divers modes et instruments dans les marchés internationaux dont le rôle principal est d'atténuer ou éliminer ces risques.

Hypothèse (3) : Les risques de change constituent un souci majeur pour l'entreprise économique algérienne liée au commerce international du fait des pertes de change qu'elle pourrait subir à cause de la fluctuation des taux de change.

6- Subdivision du travail :

Afin de répondre à ces questions, nous avons adopté une méthodologie descriptive et analytique qui s'articulera autour de trois parties.

Dans une première partie, il sera question d'étudier dans le premier chapitre l'historique de l'évolution des régimes de change, et dans le second chapitre on va présenter une étude conceptuelle sur le taux de change.

Dans une deuxième partie, il sera question de présenter le risque de change dans le premier chapitre et les différentes techniques de couverture du risque de change qui s'offrent actuellement aux entreprises souhaitant intervenir sur le marché mondial dans le second chapitre. Cet aperçu permettra de se rendre compte des avantages et inconvénients que chacune d'elles. L'entreprise effectue son choix en fonction des réglementations en vigueur (contrat, réglementation sur le marché des changes...), de ses partenaires commerciaux, mais aussi en fonction du coût qu'engendre le recours à chaque technique, comparé au gain que son utilisation pourrait rapporter à l'entreprise. Le choix d'une méthode de couverture n'est donc pas sans importance et doit être mûrement réfléchi. Toutes ces solutions variées permettent aux entreprises de parvenir à la solution la plus adéquate selon leurs objectifs.

Cette étude approfondie me permettra également dans une troisième partie de présenter l'expérience algérienne dans le processus de la gestion des risques de change et de savoir si les techniques générales et théoriques de gestion du risque de change peuvent être réellement appliquées par les opérateurs économiques algériens. Cette partie est elle aussi scindée en deux chapitres, le premier portera sur l'évolution du taux de change et le marché de change en Algérie. Quand au deuxième chapitre, il sera consacré à l'étude des différentes techniques de couverture contre le risque de change existées en Algérie et comment sont elles appliquées ?

LA GESTION DES RISQUES DE CHANGE EN ALGERIE

Introduction générale

Partie I : Les Régimes de Change

CHAPITRE I :**L'EVOLUTION DU SYSTEME MONETAIRE
INTERNATIONAL****Introduction:**

L'histoire monétaire a été marquée par des événements qui se sont révélés être des tournants pour le système des échanges internationaux. Le système monétaire international représente le cadre institutionnel de ces échanges, il est issu des exigences du commerce international.

En effet, l'existence des relations économiques et commerciales entre les nations ayant des monnaies différentes nécessite donc en parallèle l'existence d'un marché où les agents économiques pourront convertir leurs devises en monnaie nationale.

En outre pour favoriser les échanges des biens et services, les pays ont cherché à élaborer un système de paiements internationaux garantissant la sûreté des transactions. Cet ensemble des marchés sur lesquels s'effectuent les échanges monétaires internationaux constitue le système monétaire international.

L'objectif de ce chapitre est de montrer comment a été effectué le passage des parités fixes vers les parités flottantes, alors que les taux fixes étaient au cœur de la conférence de BRETTON-WOODS et ont montré une stabilité et une convertibilité libre entre les monnaies.

La répartition de ce chapitre en trois sections nous aidera à relater des faits historiques. Dans la première section il s'agira d'étudier l'évolution des régimes de l'étalon-or et de l'étalon de change-or ainsi que de leurs mécanismes et la portée de la Conférence de BRETTON-WOODS ainsi la mise en place du Système Monétaire International pour régir les échanges commerciaux internationaux, sans les restreindre.

Nous éluderons dans la deuxième section le système monétaire européen et nous achèverons ce chapitre par les différents régimes de change.

Section 1 : Le système monétaire international :**1-1- Définition et caractéristiques :**

Le système monétaire international représente l'ensemble des mécanismes et des institutions qui visent à organiser et réguler les échanges monétaires internationaux autour d'un régime de change¹.

C'est aussi un ensemble de modalités et de règles de paiements qui, sur la base des prix et des monnaies nationales, permet des règlements, des placements, des prêts et des investissements entre les pays².

Il s'agit aussi d'un dispositif d'organisations monétaires qui permettent de créditer les déficits extérieurs. Il repose sur un certain nombre de caractéristiques et peut prendre plusieurs formes qui conditionnent leur stabilité³.

Un système monétaire international est donc constitué de trois éléments :

- Un système de change fixe ou flexible qui permet de déterminer le taux de change des monnaies les unes par rapport aux autres : Le régime des changes fixes est un régime dans lequel un pays s'engage à défendre la fixité du taux de change de monnaie par rapport aux autres (Monnaies ou par rapport à un étalon de référence). Le régime de change flexible est un régime dans lequel un pays laisse évoluer le taux de change de sa monnaie en fonction de l'offre et de la demande.
- Un étalon de référence par rapport auquel chaque monnaie nationale est définie selon un taux de change.
- Des liquidités internationales qui circulent entre les pays en fonction des besoins de financement des balances des paiements. Ce Mécanisme de crédit entre nation peut être éventuellement supervisé par un Organisme international (le FMI par exemple).

¹ J.Longate, P.Vanhove, C.Vipery, Economie générale, DUNOD, Paris, 2002, p 120

² M.Beaud, l'Economie Mondiale dans les années 80, Paris, la découverte, 1989, p :133

³ J.P. Fougère et C.Voisin, Le Système Financier et Monétaire International, Paris, Nathan, 3^{ème} ed, 1994, p :7.

1-2- Les échanges commerciaux avant 1944 :

A. Le système de l'étalon-or ou *Gold Standard* (1870-1914) :

Dans l'antiquité, l'Or était utilisé comme moyen d'échange et réserve de valeurs et, à certaines périodes, l'argent jouait également ce rôle. Dès le 18^{ème} siècle, la livre Sterling était définie par rapport à l'Or, cependant ce n'est qu'en 1816 que l'Angleterre adopte officiellement l'étalon-Or, en donnant cours légal à l'or pour le paiement des dettes publiques et privées. En Amérique du Nord et en France, le bimétallisme fonctionne jusqu'à la fin du xx siècle¹.

Le système du Gold Standard, qui a fonctionné en Europe et en Amérique du Nord jusqu'en 1914, reposait sur un certain nombre de principe:

- les pays définissaient la parité or de leur monnaie, c'est à dire le poids en Or de l'unité monétaire.
- la convertibilité de toutes les formes de monnaie en Or était garantie par l'institut d'émission.
- l'Or apporté par les particuliers pouvait être transformé en monnaie par l'institut d'émission.
- La libre circulation interne et externe de l'Or.

Les avantages du système du Gold Standard ont été nombreux:

- Ce système a assuré la stabilité intérieure des prix : le mécanisme d'ajustement des prix découlait, d'une part, de la liaison entre la quantité d'Or et la quantité de monnaie, d'autre part, de la relation entre la quantité de monnaie et le niveau des prix, telle que décrit la théorie quantitative de la monnaie.
- Il a limité la création monétaire puisqu'il était nécessaire de conserver un stock d'or pour assurer la convertibilité des monnaies en Or.
- Il a permis une certaine stabilité des taux de change: lorsqu'un pays avait un excédent de sa balance commerciale, par exemple, il recevait de l'Or de l'étranger et sa

¹ Jossete Peyrard, Gestion financière internationale, VUIBERT, Paris, 1999, P 6

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

monnaie avait tendance à s'apprécier .Inversement, lorsqu'un pays enregistrait un déficit, il versait de l'Or aux pays créditeurs et sa monnaie avait tendance à se déprécier.

Les limites du système de l'étalon –Or tenaient à plusieurs raisons :

- le système était très dépendant de la production d'Or. La croissance économique était fonction des découvertes d'Or.
- De plus, des arrivées importantes d'Or dans un pays entraînaient une inflation dans ce pays et, éventuellement, cette inflation pouvait être exportée dans d'autres pays .

B -Le système de l'étalon change or (1918 à 1944) :

La guerre de 1914-1918 diminua considérablement les relations commerciales entre les pays. Les exportations d'Or diminuèrent. Des restrictions aux mouvements de capitaux furent introduites et amenèrent la fin du système du Gold Standard.

Des tentatives de retour à ce système eurent lieu après la guerre (aux Etats-Unis en 1919, au Royaume-Uni en 1925).

En 1922, à la conférence de Gênes, les participants préconisaient l'adoption d'un nouveau système international, qui constituait un aménagement du système de l'étalon-Or. Dans ce système de « Gold Exchange Standard », les réserves des banques centrales sont constituées en Or, et en monnaies de réserve convertibles en Or. Ceci présentait l'intérêt d'économiser l'Or dont la production risquait d'être insuffisante à assurer les règlements de déficits de balance des paiements. Mais, en 1931, la livre fut déclarée inconvertible en Or ce fut la fin du Gold Exchange Standard.

Seul le Dollar resta convertible en Or et devient la monnaie internationale, détrônant la livre Sterling.

La période de 1915 à 1939 fut une période troublée sur le plan monétaire. L'inflation fut galopante en Allemagne (comme le montre le tableau suivant). Après la crise de 1929, le protectionnisme se développa. De nombreux pays procédèrent à des dévaluations de leur monnaies, dans le but de bénéficier d'avantages pour leurs exportations.

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

Tableau n° 1: Parité du Dollar par rapport au Mark allemand

<i>Années</i>	<i>Parité dollar/mark</i>
1914	1USD = 4DEM
1921	1USD = 75 DEM
1922	1 USD = 402 DEM
Juillet 1923	1 USD = 7200 DEM
Décembre 1923	1 USD s'échange contre 4 trillions de marks.

Source : P.H.BRETON et A.D. SCHOR , La dévaluation, France , PUF,1976, p : 30.

USD et DEM sont le code ISO du Dollar américain et du Mark allemand respectivement.

La seconde guerre mondiale détruisit ensuite de nombreuses économies. Avant même fin des hostilités, en 1944, les responsables de la politique monétaire des pays alliés se préoccupèrent d'établir un système monétaire international qui permettrait la reconstruction des économies et favoriserait la croissance du commerce international.

1-3-Le système de BRETTON-WOODS (1944-1971) :

L'écoulement du système de l'étalon Or et le désastre qui régna après la deuxième guerre mondiale insista le monde à crée un nouveau système monétaire international qui avait pour but d'assurer un développement équilibré des changes internationaux, et d'assurer le développement des économies nationales¹.

La conférence de BRETTON-WOODS est l'une des conférences monétaires et financières la plus importante que le monde n'ait jamais connue. Elle s'est tenue du 1 au 22 juillet 1944 aux Etats Unis d'Amérique, elle réunit 44 nations, dans le but de viser le retour à l'ordre et la stabilité dans les règlements internationaux , ainsi que la relance des échanges commerciaux et des mouvements des capitaux sans en imposer des restrictions aux échanges internationaux² deux organismes sont mis en place: Le Fonds Monétaire International (FMI) qui représente une réserve d'or et de devise ³ ,son rôle consistant à assurer la stabilité de ce système dans un contexte d'ouverture des économies .La banque internationale pour la reconstruction et le

¹- Cherif Mondher ,Les taux de change, Paris,2002, P61

²- P.R.Krugman et M. Obstfeld, Economie Internationale, Paris, 2001, P: 617

³-Hocine BENISSAD , Cours d'Economie Internationale , Algérie,OPU,P:102

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

développement (la banque mondiale) organisme chargés respectivement d'accorder les crédits à court et à long termes pour le financement des pays dévastés par le second conflit mondial.

Cette conférence a été organisée autour de deux propositions:

- La 1^{ère}, le plan de KEYNES soutenu par l'Angleterre et qui prévoit la création d'un institut international d'émission monétaire chargé de créer une monnaie de réserve gagée sur la richesse des pays membres.
- La seconde c'est le plan White, qui par un soutien des Américains, sera finalement adopté. Ce dernier propose que la valeur des monnaies soit déterminée en référence au cours de l'Or, et que les échanges internationaux puissent être effectués en dollar et en livre sterling, les monnaies dont la valeur est fixée par rapport à l'Or.

Elle met en place un nouveau système monétaire destiné à stabiliser l'économie mondiale à la suite de la seconde guerre mondiale.

Ce système institue un système de change fixe entre les devises qui fonctionne jusqu'en 1976, puis laissera place à une période de change dit flottant.

- L'effondrement du système de BRETTON-WOODS:

Le SMI instauré à BRETTON-WOODS se révéla viable pendant environ un quart de siècle. Le maintien de ce régime dépendait de la confiance en la monnaie clé¹, à savoir le dollar.

A partir de la fin des années 50, le système s'est peu à peu dégradé, puis effondré lors de la crise monétaire de 1970. Plusieurs raisons peuvent expliquer cette situation² :

- La décote du dollar par rapport à l'or dont le prix a augmenté sur le marché libre de l'or à Londres. En 1960, le prix de l'once est passé de 30 à 40 USD. Ce ci s'expliquait principalement par les tensions inflationnistes aux Etats-Unis et les fortes fluctuations de l'offre et de la demande du dollar.

¹-Une monnaie est dite monnaie clé, si elle détient une parité fixe et réponds à une importante offre et demande.

²-Mohamed DAOUAS et autres , op cit p26

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

- L'aide économique américaine pour la reconstruction de l'Europe après la seconde guerre mondiale (Plan Marshall) et les nombreuses dévaluations par rapport au dollar ont entraîné un déficit quasi-permanent de la balance des paiements américaine. Les banques centrales étrangères ont accumulé de plus en plus de dollars dans leurs réserves.

- Au début des années 60, le déficit relativement faible de la balance des paiements américaine était principalement dû aux exportations américaines de capitaux à long terme qui correspondaient aux investissements privés à l'étranger. La balance des commerciales était par contre excédentaire. A la fin des années 60, le déficit de la balance des paiements s'était accru et était expliqué tant par l'accroissement des investissements américains à l'étranger que par un déficit de la balance commerciale.

- Les Etats-Unis ont réagi à l'augmentation du déficit de leur balance des paiements par des mesures protectionnistes telles que la taxation des prêts à l'étranger ou encore par un contrôle accru de l'investissement direct à l'étranger et des crédits accordés par les banques américaines à des emprunteurs étrangers.

Ces facteurs ont engendré la perte de la crédibilité du dollar en tant que monnaie de réserve comme le montre le tableau suivant :

Tableau n°2: Les réserves d'or des Etats-Unis en milliard de Dollars

<i>Années</i>	1946	1949	1957	1960	1964	1965	1966	1967
<i>Valeur</i>	20.7	24.5	22.8	17.8	15.5	14.1	13.2	12.1

Source : G.Bramouillé et D.Augey, Economie Monétaire, Paris, Dalloz, 1998, p : 398.

Il s'en est suivi des demandes massives des banques centrales étrangères auprès des Etats-Unis pour une conversion en or de leurs avoirs en dollars. Mais les Etats-Unis étaient dans l'impossibilité de satisfaire toutes ces demandes car au début des années 70, le stock d'or aux USA était au plus bas. En 1971, le stock d'or était de 10 milliards de dollars, alors que les dollars détenus par les banques centrales étrangères étaient de 50 milliards de dollars. Ainsi, le 15 Aout 1971, le Président *Nixon* a annoncé l'inconvertibilité du dollar en or et

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

l'instauration d'une taxe de 10 aux Etats-Unis sur de nombreux produits importés. L'abandon de la parité fixe du dollar en or a entraîné l'effondrement du système de BRETTON-WOODS.

Le 18 Décembre 1971 , lors des accords de Washington (Etats-Unis) et dans une tentative de revenir au système des parités fixes , les Etats-Unis ont pris quelques concessions , notamment en dévaluant leur dollar par rapport à l'or , le faisant passer de 35 à 38 dollars de l'once. Cela entraîna les autres monnaies vers une dévaluation pour certaines ou une réévaluation pour d'autres par rapport au dollar.

Le tableau ci-dessous montre les parités de ces différentes monnaies par rapport au dollar et à l'or, au 18 Décembre 1970 :

Tableau n°3: Dévaluation et réévaluation des monnaies en pourcentage

	<i>Par rapport à l'or</i>	<i>Par rapport au dollar</i>
Dollar américain	-7.89 %	-
Lire italienne	- 1%	7.48 %
Franc français et Livre Sterling anglaise	-	8.57 %
Florin hollandais et Franc Belge	+2.76 %	11.57 %
Deutsche Mark allemand	+4.61 %	13.58 %
Yen japonais	+7.66%	16.88 %

Source :J.Bouruet et Y.Zenou, Monnaies et Système Monétaire , Paris, Breal, 7^{ème}ed, 1990, P :108.

Devant l'échec des parités fixes de BRETTON-WOODS, l'Europe qui se construisait a mis en place le 13 Mars 1979, le Système Monétaire Européen. Ses objectifs étaient :

- D'assurer la stabilité des changes entre les monnaies européennes.
- De rapprocher les situations économiques des pays membres de la Communauté Economique Européenne (C.E.E.).
- De promouvoir une unité monétaire européenne (ECU), prémisses de l'euro.

Section 2 : Le système monétaire européen:

Le système de BRETTON-WOODS disparaît en 1973 et plonge le monde dans un nouveau contexte, celui de la flexibilité des taux de change. Le S.M.E. naît en 1979 en réponse aux importantes variations de change connues par les pays de la Communauté au cours des années 70.

Le SME se compose de deux éléments: le Mécanisme de Change (Exchange Rate Mechanism ou ERM) et l'ECU (European Currency Unit).

2-1-Les mécanismes du SME :**1- L'ERM :**

Comme dans le système de BRETTON-WOODS, l'ERM est un système de taux de change fixe mais ajustable, les participants déterminent un taux de change officiel pour tous les pays, ainsi que des bandes de variations dans lesquelles les monnaies peuvent fluctuer librement par rapport au cours de référence (ou cours "pivot").

Pour L'Allemagne, la Belgique, le Danemark, la France, l'Irlande et les Pays Bas, ces bandes ont été fixées à $\pm 2,25$ % autour de la parité centrale. L'Italie a bénéficié de bandes plus larges (± 6 %) jusqu'en 1990, année où elle a décidé d'adopter des mêmes bandes de fluctuations que les autres. Les trois derniers arrivants, l'Espagne (1989), le Royaume-Uni (1990) et le Portugal (1992) ont utilisé des bandes de fluctuations plus larges.

Le Royaume-Uni est sorti du système en septembre 1992 lors de ce qu'on qualifie de crise du SME. En août 1993, et en réponse à cette crise, les bandes de fluctuations ont été élargies à $\pm 15\%$ autour de la parité centrale.

D'une manière générale, l'ERM fonctionne de la manière suivante:

- Lorsque les variations du taux de change atteignent les limites inférieures ou supérieures des bandes de variations, les banques centrales des devises concernées sont tenues d'intervenir pour maintenir le taux de change à l'intérieur des bandes. On qualifie cette intervention de "marginale" dans la mesure où elle intervient à la marge des bandes. Néanmoins, l'engagement d'intervention n'est pas absolu: après concertation avec les autres membres, les pays peuvent décider de changer la parité centrale de leur monnaie; il

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

s'agit alors d'un "réalignement". Au début des années 80, plus de 10 réalignements ont eu lieu.

Cependant, le recours au réalignement est plus rare dans la seconde partie de la période. C'est ainsi qu'il n'y en eu aucun sur la période 1987-1992. Ce n'est qu'avec la "crise du SME" en 1992-1993 que de tels ajustements réapparaissent.

– Les pays sont autorisés à mettre en œuvre des interventions "intra marginales", c'est à dire qu'ils peuvent intervenir sur le marché des changes avant que le taux de change n'ait atteint ses limites. Cependant, avant toute intervention des deux types, une banque centrale a besoin du soutien des autres banques centrales. Par exemple, si le franc français atteint sa limite inférieure par rapport au mark allemand, la Banque de France intervient en vendant du mark et en achetant du franc. Pour ce fait, elle peut utiliser des facilités de financement à très court terme (FFTCT) qu'il s'agit d'un système de ligne de crédit entre banque centrale du SME. Dans l'exemple précédent, la Banque de France peut obtenir une quantité illimitée de marks qu'elle offre sur le marché des changes en échange de francs. La France devient alors débitrice de l'Allemagne et elle doit rembourser dans les 75 jours après la fin du mois où a eu lieu l'opération.

Néanmoins, les opérations intra marginales peuvent avoir lieu sans recours aux FFTCT. Ainsi, jusqu'en 1987, les banques centrales utilisaient le dollar américain pour intervenir sur le marché des changes. Pour défendre le cours du franc, la Banque de France vendait donc du dollar et achetait du franc.

Ce sont les accords de Bâle Nyborg de 1987 qui autorisent l'utilisation des FFTCT pour les interventions intra marginales.

2- L'ECU

L'ECU¹ (European Currency Unit) est une monnaie panier, c'est-à-dire que sa valeur est égale à l'addition de montants fixés dans chacune des monnaies européennes. Elle partage cette particularité avec le DTS (droit de tirages spéciaux), qui est une sorte de monnaie créée par le FMI² et qui circule qu'entre banques centrales. La valeur de l'ECU est égale à

¹ L'ECU désignait à l'origine une monnaie française en circulation au Moyen Age ,dont l'une des faces portait un bouclier (ou ECU) .L'ECU d'or vait été crée par Saint Louis ver1260.

² le DTS est une innovation monétaire, c'est un mécanisme établi par les pays anglo-saxons. Il est fondé sur un « panier type » de 5 monnaies (USD,DEM,FRF,GBP et JPY),contre 16 avant le 1 janvier 1981.

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

l'addition d'un certain nombre de chacune des unités monétaires européennes. La composition de l'ECU était déterminée en fonction de plusieurs critères, tels que l'importance économique du pays et sa part dans le commerce intracommunautaire. Le traité de Maastricht a gelé la composition de l'ECU qui est donc inchangée depuis le 21 septembre 1989, et c'est ce qui explique que les monnaies des trois derniers membres n'en fassent pas partie.

La définition de l'ECU est indiquée dans le tableau ci-dessous, ainsi que le poids relatif des monnaies qui le composent (calculé à partir des taux de change de juin 1998)¹

Tableau n°4: Composition de l'ECU en 1998

Pays	Composition d'un ecu		Poids des monnaies dans l'ECU en %
Allemagne	DEM	0,624 2	31,6
France	FRF	1,332	20,1
Royaume-Uni	GBP	0,087 84	13,3
Pays-Bas	NLG	0,219 8	9,9
Belgique	BEF	3,301	8,1
Luxembourg	LUF	0,130	0,3
Italie	ITL	151,8	7,8
Espagne	ESP	6,885	4,1
Danemark	DKK	0,1976	2,6
Irland.	IEP	0,008552	1,1
Portugal	PTE	1,393	0,7
Grèce	GRD	1,44	0,4

Source : Michel Jura, **Technique financière internationale**, DUNOD, Paris, 1999, P 134

Il en résulte que le prix de l'ECU se calcule en utilisant le taux de change de chacune des monnaies qui le compose. L'ECU existe sous deux formes: publique et privé.

Pour conclure cette courte partie institutionnelle, il convient de souligner que l'ECU a cessé d'exister le 1er janvier 1999 et a été remplacé par l'Euro qui est devenu une monnaie à part entière, au même titre que le Dollar américain par exemple. Par contre, le SME n'a pas encore tout à fait disparu puisqu'un système de change fixe a été mise en place pour les pays de l'Union Européenne désirant rejoindre l'union monétaire après 1999.

¹ Le mode de calcul de l'ECU fait que la poids relatif de chaque monnaie varie avec les taux de change.

2-2-La mise en place de l'Euro :

Le SME a évolué, entre 1987 et 1992, vers un véritable système de change fixe. Une telle évolution a, cependant, mené le système vers sa chute. C'est la récession de 1992/1993 qui semble être directement à l'origine de ce phénomène. En effet, la crise a exacerbé les conflits, jusqu'alors latents, entre les différents partenaires (notamment entre l'Allemagne et la France), conflits qui portaient, notamment, sur l'utilisation de l'outil monétaire comme instrument contra cyclique. Ces conflits sont directement à l'origine d'une perte de confiance des agents dans le système de change fixe et ont donc directement provoqué les multiples attaques spéculatives évoquées plus haut.

Dès lors, deux options s'offraient à l'Europe:

- continuer dans le cadre du SME avec des bandes de fluctuations élargies.
- continuer sur la voie de l'union monétaire en adoptant une monnaie unique et une banque centrale commune.

L'Euro est la monnaie unique de l'Union monétaire européenne, qui a été adoptée par onze Etats membres à partir du 1 Janvier 1999. Ces onze Etats membres sont l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas et le Portugal. Les autres pays membres de l'Union européenne, le Danemark, le Royaume –Unie, la Suède et la Grèce ne participeront pas à la première vague de l'Euro. Les deux premiers parce qu'ils ne veulent pas, par « Euro scepticisme » et pour des motifs de politique intérieur; la Suède faute de pouvoir respecter le délai minimum de deux ans après son entrée dans le SME; la Grèce parce qu'elle ne satisfait pas aux critères de convergence. Le 1 Janvier 2001, la Grèce est devenue le douzième Etat membre à adopter l'Euro¹.

L'Euro permet d'assurer une véritable stabilité économique, les risques de changes dans la zone Euro n'existent plus, le marché unique européen est renforcé et il favorise l'investissement à travers toute l'Europe. Par ailleurs, l'Euro facilite les opérations financières transfrontalières et les déplacements à travers la « zone Euro ». Les délais et frais liés au change disparaissent et on peut comparer facilement les prix en Europe².

Depuis le 1 Janvier 1999, l'Euro a donc pu voir se développer son rôle international, ce qui ne va pas être sans conséquence sur le système monétaire international.

¹ Habib Bebayer , **Finance internationale** ,Dar elAdib , oran , p29

² Habib Bebayer , op cit , p30

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

Le premier janvier 2002 , les premiers billets et pièces en euro ont été mis en circulation et ont cohabité avec les monnaies nationales jusqu'au 17 février 2002 , date à laquelle il y a eu suppression du cours légal des billets et pièces libellés en monnaies nationales

Tableau n°5 : Liste des parités fixes de l'EUROLAND

<i>Pays</i>	<i>Parités fixes</i>
Allemagne	1EUR =1 .95583 DEM
France	1EUR =6 .559557 FRF
Italie	1EUR =1936 .27 ITL
Espagne	1EUR =166 .386 ESP
Portugal	1EUR =200 .482 PTE
Belgique	1EUR =40 .3399 BEF
Luxembourg	1EUR =40 .3399 LUF
Pays Bas	1EUR =2 .20371 NLG
Autriche	1EUR =13 .7603 ATS
Irlande	1EUR =0 .787564 IEP
Finlande	1EUR =5 .94573 FIM
Grèce	1EUR =340 .750 GRD
Slovénie	1EUR =239 .640 SIT

Source : Mohamed DAOUAS, Amel CHENOUFI ZENAÏDI , Monia GHARBI TRABELSI , **Techniques financières internationales et couverture du risque de change**, Centre de Publication Universitaire, Tunis, 2007, P 32

Section 3 : Les différents régimes de taux de change :

Le régime de change est un élément déterminant de la politique de change car il représente le cadre d'intervention des autorités monétaires. En effet, il consiste l'ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché des changes et donc le comportement du taux de change.

Il existe une très grande variété des régimes de change qui ont évolué dans le système monétaire international et qui se distribuent entre deux pôles :

- le régime de change fixe
- le régime de change flottant

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international**3-1- les régimes de change dans le SMI contemporain :****A- Le régime de change fixe :**

Le régime de change fixe est un régime dont les pouvoirs publics et les banques centrales s'efforcent à maintenir le taux de change à un certain niveau appelé " Parité " ¹ déterminé par rapport à un étalon reconnu par la communauté internationale.

Un exemple de change fixe: le système d'étalon de change-Or progressivement mis en place à la suite des accords de BRETON-WOODS (1944) et, reste en vigueur jusqu'à 1973, autorisant une fluctuation limitée du cours des monnaies autour d'une parité. Chaque monnaie est convertible en dollars, eux-mêmes convertible en Or.

Dans ce système le rôle de la banque centrale est essentiel, elle doit maintenir la valeur externe de la monnaie, à la parité fixe². A cet effet elle doit intervenir, sur le marché des changes afin d'ajuster l'offre de la monnaie au cours fixe et/ou assurer l'équilibre du marché.

- Si l'offre de la monnaie domestique est supérieure à la demande au cours fixe, la banque centrale achète sa monnaie en contrepartie de devises étrangères (titre des réserves de change). Ainsi le cours de la monnaie ne se dépréciera pas. Cette opération rogne les réserves de change.
- Si par contre, l'offre de la monnaie domestique inférieure à la demande, au cours de parité, la banque centrale vend sur le marché" la monnaie nationale contre des devises pour empêcher son appréciation.

Lorsque les autorités monétaires ne sont plus en mesure de maintenir le taux de change à l'intérieur de la marge de fluctuation et, si le déséquilibre devient chronique le coût d'intervention devient plus onéreux.

Le gouvernement procède alors de la modification de la parité officielle de la monnaie: dévaluation ou réévaluation.

*** Dévaluation :**

C'est un instrument de la politique monétaire qui en période de baisse conjoncturelle, permet de combattre la récession et la relance économique.

¹ c'est un taux officiel déterminé par rapport à un : étalon d'or, monnaie, panier d'or monnaie, DTS ou un indice de prix.

² cet fixité n'est pas absolue, mais elle connaît des fluctuations limitées autour d'une parité qui est censée demeurer stable.

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

Elle se traduit par la diminution de la parité entre la monnaie nationale et les monnaies étrangères, elle entraîne de l'accroissement de l'offre extérieure car elle devient moins coûteuse.

*** La Réévaluation :**

Consiste en une hausse de la parité de la monnaie. Cette opération peut être provoquée par une accumulation d'excédent de la balance des paiements.

Elle entraîne l'accroissement de l'offre intérieure des biens et services et pénalise l'offre extérieure.

On ne doit pas confondre dévaluation (réévaluation) avec dépréciation (appréciation), qui désigne les mouvements effectifs du taux de change sur le marché des changes.

- Les avantages et les inconvénients de change fixe :*a)- Les avantages :**

- Il permet de réduire les frais de transactions et le risque de change qui tendent à décourager les échanges et les investissements.
- Il fournit un ancrage nominal crédible pour la politique monétaire.
- Il réduit significativement le risque de change et cela est susceptible de favoriser les échanges et attirer les investissements internationaux qui sont avers au risque de change.
- L'action de lutte contre l'inflation est plus " crédible " en change fixe. En effet la banque centrale n'entend pas augmenter discrétionnairement la masse monétaire au risque de perdre en péril la parité fixée.

b)- Les inconvénients :

Les réserves de change du pays doivent être suffisamment importantes pour remplir son engagement de défense de parité qu'il lui incombe, ainsi que pour parer aux attaques spéculatives qui risquent de détacher la parité. Or, ces réserves immobilisées auraient pu servir dans la dynamisation du commerce international. En plus elles sont sujettes à une dépréciation (si elles sont mal gérées).

La parité de change est exposée aux attaques spéculatives de manière permanente.

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

La politique monétaire n'est pas autonome, elle est tirée par les problèmes de la balance des paiements dont le rééquilibrage s'effectue le truchement de pratique soit inflationniste soit déflationniste.

En outre dans un contexte de mobilité parfaite des capitaux, la politique monétaire est totalement impuissante.

B- Le régime de change flottant :

Dans un tel contexte, le taux de change est parfaitement flexible, la formulation de ces taux est librement déterminée par l'offre et la demande: le taux flotte au gré du marché. C'est " le flottement pur ". Théoriquement il n'y a pas de politique monétaire¹.

- Les avantages et les inconvénients :**a)- Les avantages :**

- L'indépendance de la politique monétaire due à la disparition de la contrainte extérieure.
- Le taux de change est utilisé comme mécanisme d'ajustement pour juguler les chocs externes: lorsqu'une économie est soumise à une diminution de la demande nationale sur ses produits, il suffit de répondre par une augmentation de la masse monétaire et une dépréciation de la monnaie².
- Les banques centrales ne sont pas obligées de conserver un stock important de réserves de change, d'où une meilleure allocation des ressources de la nation.

b)- Les inconvénients :

La volatilité de ce taux introduit une incertitude défavorable aux échanges et investissements internationaux:

- Même en régime de taux de change flottant les banques ne renoncent pas à la détention de réserves de change pour la défense de certain taux car elles n'accepteraient pas le voir échapper à leur contrôle.
- L'application de la politique monétaire peut accuser un certain laxisme susceptible d'entraîner l'économie dans une spirale inflationniste.

¹ - En réalité les autorités monétaires interviennent bel et bien sur le marché pour influencer le cours, on parle alors de " flottement impur "

²-Selon les keynésiens l'accroissement de la masse monétaire entraîne une baisse des taux d'intérêt, qui stimule d'une part la demande de l'investissement, et provoque d'autre part une fuite des capitaux, donc un déficit extérieur, mais comme le taux de change est flottant, il se déprécie pour établir de la balance des paiements.

3-2- Les régime de change en pays en développement :

Aucun régime ne convient à tout pays et à tout moment¹ "

Le choix de régime de change approprié est un grand débat, car il faut intervenir beaucoup de facteurs propres au pays en question.

La structure financière des pays en développement et la rigidité de leurs politiques économiques ont amené ces derniers à multiplier les mesures de contrôle sur le change.

En, effet après la décolonisation, la plupart des P.E.D y compris l'Algérie avait opté pour un régime de change fixe renforcé par le recours au contrôle des changes.

Les moyens utilisés pour mener cette action sont les prohibitions, les contingentements et les licences d'importations.

En général, l'usage d'un contrôle de change reprend aux motivations suivantes:

- l'allocation optimale des ressources domestiques en devises vers des investissements jugés prioritaire.
- limitation de la fuite des capitaux, phénomène très répandu dans ces pays en raison de l'instabilité de la situation politique et économique.
- Défense de la parité officielle qui assure l'équilibre de la balance des paiements.
- Protection de la production nationale contre la concurrence étrangère.

Le contrôle de change favorise les développements des transactions illicites: la restriction légale de la détention des devises par des agents économiques sauf pour des opérations essentielles au développement économique, conduit inévitablement à l'apparition d'un marché informel.

Ce dernier est alimenté par une offre de devises provenant des sources illégales (La sous facturation des exportations, la surfacturation des importations). Afin de gagné une prime de change outre l'apparition d'un marché parallèle.

Il existe d'autres conséquences négatives de la réglementation des changes sur l'économie, tels que:

- La surévaluation de la monnaie nationale qui entraîne des déséquilibres de la balance courante.
- La fuite des capitaux sous divers formes (la sous facturation des exportations, la surfacturation des importations).

¹ -Frankel,j.A, document de travail, National Bureau of economic research Cambridge,1999.

Chapitre I : L'évolution du système monétaire international

- L'accumulation de l'endettement extérieur du fait que l'emprunt extérieur exprimé en monnaie domestique paraissait moins chère.
- La détérioration des termes des changes.

Il convient de noter que la tendance actuelle des P.E.D va vers la libération progressive des changes et de biens et services. Ces mesures s'inscrivent dans le cadre du programme de l'ajustement structurel proposé par le FMI dont la première directive est la dévaluation de la monnaie nationale.

Conclusion:

Après nous être efforcé de cerner les différents traits et caractéristiques des régimes de paiements internationaux, nous avons constaté que les régimes de change ont connu une double évolution : d'une part, la généralisation d'un véritable système de change flottant avec l'abandon en août 1971 du système de BRETON WOODS, d'autre part, une évolution inverse tendant à un renforcement du régime des changes fixes au niveau de certaines zones monétaires. La manifestation la plus nette de cette tendance étant la création de l'euro le premier janvier 1999.

CHAPITRE II :

**MARCHE DES CHANGES, THEORIES
ET DETERMINANTS DE CHANGE**

Introduction:

Le marché des changes est le support de toutes les opérations internationales résultant aussi bien du commerce international que des mouvements du marché international de capitaux.

Cependant, la physionomie de ce marché s'est considérablement transformée depuis la fin du système monétaire de référence à un étalon fixe, l'or, en 1977. En ce sens, le marché des changes constitue la première manifestation concrète de la réalité internationale.

L'évolution des marchés des changes prenait de l'élan et faisait apparaître de nouveaux concepts et de nouvelles théories déterminantes du taux de changes, cette variable qui noue les pays du monde entier, mais qui se caractérise par une certaine volatilité, mérite d'être étudié ainsi que ses déterminants soit fondamentaux ou qui résultent d'une sur-réaction du marché.

Ce chapitre sera donc réservé à une étude théorique et conceptuelle du taux de change, en commençant par la définition, les concepts et les participants aux marchés des changes. Nous verrons par la suite l'exposé des théories fondamentales qui agissent dans la détermination des taux de change.

Section 1 : Notions de taux de change et marchés des changes :

1.1- Définitions, concepts et participants aux marchés des changes :

Pour définir le taux de change, partons d'abord de l'explication du terme change. C'est l'opération même qui permet d'obtenir à partir de la monnaie nationale une monnaie étrangère appelée aussi " devise ".

C'est aussi l'acte par lequel on arrive à convertir et par la suite à échanger les monnaies des différentes nations pour un paiement ou un transfert de capitaux à l'international¹. C'est donc une opération de conversion d'une monnaie en une devise.

Pour convertir les monnaies nationales en devises étrangères, on choisit l'une d'entre elles, et on la considère comme un étalon de mesure, dont l'unité est le prix. Ce dernier permet à une monnaie nationale d'être échangée contre une autre ; il exprime donc le prix d'une monnaie dans une autre. Ce prix n'est que le taux de change. Souvent le Dollar américain est considéré comme un étalon de mesure ou numéraire.

Le taux de change peut alors être défini comme étant le prix d'une devise étrangère en terme de monnaie nationale².

Etant considéré comme un prix, le taux de change obéit aux règles du marché et il résulte donc d'une confrontation de l'offre et de la demande sur le marché des changes. Ces derniers sont des marchés sur lesquels s'échangent les différentes monnaies³ et n'ont pas de limites géographiques. Au départ c'était un marché interbancaire mais, compte tenu de l'ampleur des transactions internationales, ces marchés se sont implantés à différentes places dans le monde. Les marchés des changes, sont munis de matériels électroniques très sophistiqués, ils affichent en terme réel sur les écrans Reuters, Telerate et Bloomberg, les cours des monnaies ; ces terminaux relient les salles de changes du monde entier entre elles.

Le marché est dit "au comptant" si la livraison des monnaies intervient dans un court délai, et est appelé marché "à terme" si la livraison est différée pendant une plus longue période, voire même plusieurs années.

¹- P.H.Lindert et T.Pugel, **Economie Internationale**, Paris, Economica, 1997, p :456.

²- Y.Simon et D.Lautier, **Techniques Financières Internationales**, Paris, Economica, 2003, p :144.

³- Jean Albert Collomb , **Finance de marché**, Ed.ESKA, Paris ,1998,P 19

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change**A- Les concepts du taux de change :**

La théorie de taux de change a recours à plusieurs définitions du cours des monnaies, on distingue principalement deux types de taux de change :

1-Les taux de change bilatéraux :

Le taux de change bilatéral indique le taux de change entre deux monnaies, la monnaie locale et la monnaie d'un autre pays étranger. Il existe autant de taux de change bilatéraux qu'il existe de devises étrangères convertibles dans cette monnaie. Nous distinguons deux

- Le taux de change nominal : c'est un prix d'une monnaie, il est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande sur le marché des changes. Il permet de mesurer le prix d'une monnaie étrangère (ou devise) en monnaie nationale. Il peut être exprimé en deux façons :

- *Au certain* : c'est le nombre d'unités d'une monnaie étrangère pour une unité de la monnaie nationale.

- *A l'incertain* : c'est le nombre d'unité de monnaie nationale pour une unité de monnaie étranger.

- Le taux de change réel¹ : Il donne la valeur réelle de la monnaie nationale par rapport à une monnaie étrangère ; ce taux cerne l'évolution de la compétitivité-prix d'un pays par rapport à un autre, tout en prenant compte de l'évolution du taux de change nominal et du mouvement des prix dans le pays concerné, et le reste du monde. Autrement dit, il mesure le prix des biens nationaux par rapport au prix des biens étrangers, quand ils sont évalués dans une monnaie commune.

2 -Les taux de change effectifs :

Le taux de change effectif est un indicateur synthétique, il permet de suivre l'évolution de la valeur internationale d'une monnaie, on observant simultanément un grand nombre de taux de change. On distingue :

- Le taux de change effectif nominal : C'est une moyenne géométrique des indices des taux de change nominaux d'un pays donné par rapport aux monnaies des pays partenaires commerciaux.

¹ - J.B.Ferrari, **Economie Financière Internationale**, Paris, collection Amphi, 2000, p :17.

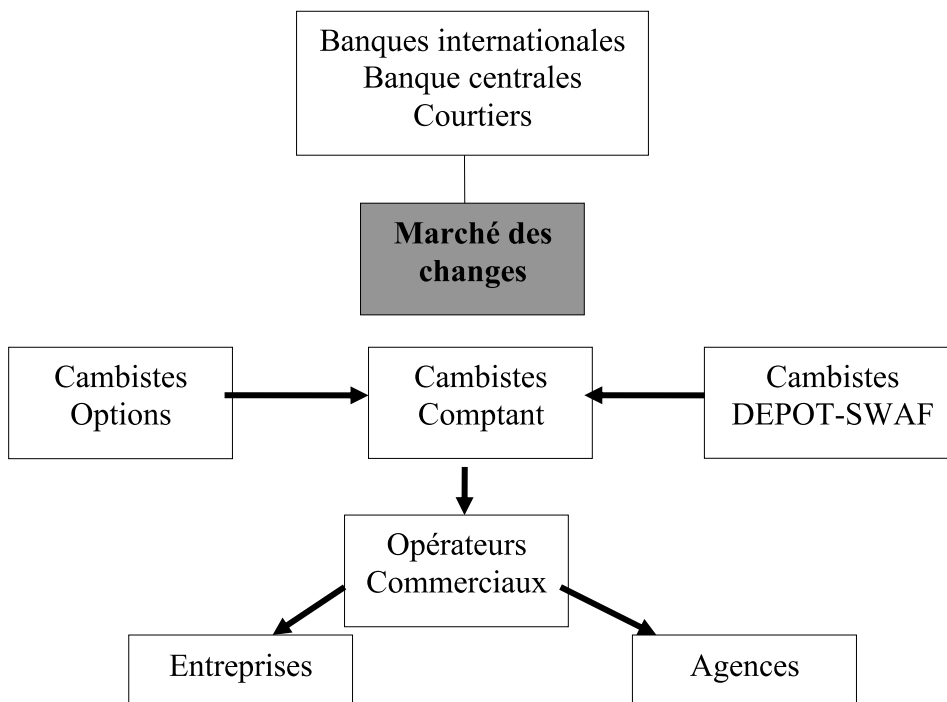
Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

- Le taux de change effectif réel : C'est la valeur réelle de la monnaie nationale par rapport à un panier de monnaies pondérées. Le taux de change effectif réel tient compte de l'évolution nominale de la monnaie, de l'évolution des prix dans le pays concerné et dans le reste du monde.

B- Les participants aux marchés des changes :

Le marché de change est réservé aux institutions financières. Ces opérateurs interviennent pour leur propre compte ou celui de leur clientèle. Ils peuvent négocier directement entre eux ou passer par l'intermédiaire de courtiers¹.

Schéma n°1 : les principaux intervenants au marché des changes.



Sources : Maurice Debeauvais, Yvon Sinnah , La gestion globale du risque de change, Economica, Paris, P91

¹ Yves SIMON, Marché des changes et gestion du risque de change, DALLOZ, Paris, 1995, P4

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change**a- les banques:**

Les banques sont les principaux participants au marché des changes .Elles peuvent agir soit pour le compte de leurs clients soit pour leurs propres comptes .Ces deux activités sont difficiles à dissocier .Pour répondre efficacement aux besoins de leurs clients , les banques doivent être actives et présentes d'une manière continue sur la marché. Cette présence n'est pas la même pour toutes les banques car elle est très couteuse .En effet , pour pouvoir opérer sur le marché des changes , les banques doivent disposer d'une infrastructure adéquate , humaine et matérielle , à savoir une salle des marchés .

Dans les banques, les spécialistes du marché des changes sont *les cambistes* qui opèrent dans les salles des marchés .Les cambistes peuvent être :

- *Des teneurs de marché ou market markers* : ces opérateurs assurent en permanence la liquidité du marché car ils sont en mesure d'offrir à tout instant des cours de change à l'achat et à la vente sur un grand nombre de devises. Ils assurent un rôle de contrepartie .Les cours qu'ils fixent servent de référence pour les autres opérateurs .Seules les très grandes banques peuvent exercer cette fonction.
- *Des cambistes clientèles ou salers* : qui sont chargés de répondre à la demande de leurs clients.

Pour faciliter ces opérations, toute banque agissant sur le marché des changes doit disposer d'un réseau de *banques correspondantes*¹ à l'étranger qui servent d'intermédiaires pour verser ou recevoir les devises négociées sur le marché. Un compte de correspondant pour une banque d'un pays A est un compte ouvert dans une banque partenaire dans un autre pays B et tenu dans la monnaie de ce pays B.

b) les banques centrales:

Les banques centrales interviennent sur le marché des changes pour exécuter les ordres de leur clientèle: administration, banques centrales étrangères, organismes internationaux.

Elles assurent le contrôle du marché, cette emprise est plus ou moins forte selon le contrôle des changes.

¹-Une banque correspondante est une banque qui réalise des opérations dans son pays et dans sa monnaie pour le compte d'une banque partenaire située à l'étranger.

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

Elles cherchent enfin et surtout à influencer l'évolution du taux de change, pour des raisons de politique économique interne, d'une part et d'autre part pour faire respecter certains engagements internationaux formels (le traité de Bretton Woods) ou informels (les accords dits du G7).

La plupart des banques centrales interviennent sur le marché de changes quand elles l'estiment nécessaire. En intervenant sur un marché de changes, les Banques Centrales ont pour souci essentiel de régulariser l'évolution du cours de change.

Cette intervention a toujours fait l'objet de controverse entre plusieurs écoles, entre partisans de l'interventionnisme et ceux de la non intervention.

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

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

L'ampleur des transactions journalières sur le marché des changes estimée à plus de mille huit cent quatre vingt (1880 milliards) en moyenne comparée aux réserves en devises des Banques Centrales empêche, limite, en fait toute possibilité d'intervention durable en vue d'influencer durablement les cours de changes ou en imposant un cours qui ne correspondrait pas à la réalité économique.

Pour être couronnées de succès les interventions des banques centrales doivent être massives, coordonnées et se produire à des moments opportuns.

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

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

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

c) Les investisseurs institutionnels et la clientèle privée:

Dans les investisseurs institutionnels, on regroupe plusieurs catégories d'intervenants: Les compagnies d'assurance, les caisses de retraite, les fonds de pension, les fonds d'investissements.

Ces investisseurs ne placent en devises qu'environ 10 % de leurs ressources dans le cas des gérants européens et 5 % pour les américains.

La clientèle privée, quant à elle, regroupe trois catégories d'opérateurs: les particuliers, leur influence est marginale, les entreprises commerciales et industrielles appelées sociétés et quasi-sociétés non financières, les institutions financières dont la présence n'est pas permanente sur le marché de change.

Ces opérateurs interviennent généralement pour satisfaire un besoin de monnaie étrangère lié aux opérations commerciales.(importations et exportations) ou aux opérations financières(investissements,prêts et emprunts en devises).

d) les courtiers:

Bien qu'il ne soit pas indispensable d'utiliser le service des courtiers, ceux-ci jouent un rôle important voire essentiel sur le marché des changes en tant qu'informateurs et intermédiaires.

Sans qu'eux-mêmes les banques ne soient obligés de vendre ou acheter des devises, ils informent les opérateurs sur les cours auxquels se vendent et s'achètent les différentes monnaies. Ils ont un rôle d'intermédiaire, dans la mesure où ils centralisent les ordres d'achat et de vente de plusieurs banques et qu'il est, en conséquence, plus facile pour un cambiste d'utiliser leurs services que de contacter plusieurs confrères susceptibles de vendre ou d'acheter la devise recherchée. Leur rôle d'intermédiaire est plus général encore car ils ne sont jamais obligés de dévoiler les noms des différentes contreparties qu'ils mettent en rapport.

Cette discrétion est importante pour certaines institutions qui ne veulent pas faire apparaître leur position à un certain moment donné, leur position acheteur ou vendeur dans telles ou telles devises. La fonction de courtier est de rendre le marché plus efficace et plus fluide, en étant en contact permanent avec les acteurs du marché.

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

La valeur d'un courtier s'apprécie à la qualité des liaisons qu'il entretient avec les institutions financières actives sur le marché des changes. Une maison de courtage est divisée en plusieurs sections, et chaque section travaille sur une devise ou un groupe de devises. A l'intérieur des sections on trouve des courtiers spécialisés dans les différentes transactions selon le terme, à terme ou au comptant.

De nos jours les plus importantes maisons de courtages se trouvent à **Londres**, ce sont des maisons internationales ayant de nombreuses filiales sur les plus importantes places financières. Les maisons de courtiers ont beaucoup contribué à l'essor du marché des changes en établissant des liens directs avec les centres de décisions financières.

Les conséquences de cette connexion instantanée sont l'accroissement et l'accélération des différents marchés. Ce phénomène conjugué au développement extraordinaire des nouvelles technologies comme Internet ont fait du marché de change le plus important (en terme de flux de capitaux) des marchés financiers.

Aujourd'hui les courtiers traditionnels laissent la place aux courtiers électroniques qui réalisent 80% des transactions au comptant.

e) Les entreprises multinationales :

Elles interviennent en général sur le marché des changes dans le but de payer un fournisseur étranger ou de rapatrier des profits faits dans d'autres devises.

Elles interviennent aussi fréquemment sur le marché pour gérer le risque de changes auquel elles sont exposées. Certaines grandes entreprises multinationales disposent de véritables salles de marché et cherchent également à effectuer des plus-values sur le marché.

1-2- Le marché au comptant (Spot market):

Le marché au comptant, appelé aussi « marché spot », est le marché sur lequel sont échangées des devises entre les établissements bancaires et les courtiers d'une façon quasi-permanente puisqu'il y a peu de périodes où le marché ne soit pas ouvert dans une partie du monde (Londres, Paris, Tokyo, New-York,...). Ce marché est le plus liquide puisqu'il s'y

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

négoce chaque jour l'équivalent de plus de 58 de la totalité des opérations de change¹, soit 1.148 milliards de Dollars.

Lors d'une transaction internationale on qualifie d'un échange immédiat, un échange qui fait l'objet d'un règlement dans la limite de deux jours ouvrés. Ainsi l'échange de devises sur le marché au comptant, doit s'effectuer dans les quarante huit heures qui suivent la transaction.

Cette devise qui s'échange contre une monnaie est soumise à une cotation déterminée par l'interaction de l'offre et de la demande sur le marché des changes. Cette devise a un prix d'achat, un cours acheteur (bid price) auquel la banque ou le cambiste achète la devise, et un prix de vente, un cours vendeur (ask price) auquel on vend la devise. L'écart entre le prix d'achat et le prix de vente représente la marge de l'opérateur et s'appelle le "spread". L'écriture de la cotation prend un aspect particulier comme le montre l'exemple suivant :

CAD/EUR :1.5500-1.5508 qui signifie que la banque achète le Dollar canadien à 1.5500 euro et le vend à 1.5508.

Ces transactions ne s'effectuent pas uniquement entre deux monnaies, mais entre une multitude de monnaies ; elles sont simultanées et engendrent un croisement débouchant sur une nouvelle cotation entre deux monnaies par rapport à une troisième.

Le Dollar américain reste la monnaie de référence. Ces cours croisés permettent de convertir une devise en une monnaie en passant par le Dollar.

$$\begin{aligned} \text{Exemple } 1 \text{ U S D} &= 1,29955 \text{ EUR} \\ 1 \text{ U S D} &= 0,85302 \text{ C H F} \\ 1 \text{ CHF} &= \frac{1,29955}{0,85302} = 1,52346 \text{ EUR} \\ 1 \text{ EUR} &= \frac{0,85302}{1,29955} = 0,65639 \text{ CHF} \end{aligned}$$

Le tableau suivant illustre l'exemple de cours croisés des principales monnaies convertibles sur le marché des changes.

¹ H.De la Bruslerie, Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques, DALLOZ, Paris, 1997, P400

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

Tableau n° 6 : Cours croisés des principales monnaies.

	Dollar	100 yens	Euro	Livre Sterling	Franc Suisse
New York		0.95493	1.29955	1.85755	0.85302
Tokyo	104.72000		136.02000	194.42000	89.28571
Paris	0.76950	0.73519		1.42930	0.65664
Londres	0.538340	0.51435	0.69970		0.45924
Zurich	1.17230	1.12000	1.52290	2.17750	

Source : BENYOUCEF Fatma , La politique de change en Algérie , Thèse de Magister en sciences de gestion , Université d'Alger , 2005, p 36

La cotation des cours sur le marché au comptant prend deux aspects :

- Cotation à l'incertain ou cotation directe
- Cotation au certain

Pour la cotation à l'incertain, le cours est déterminé pour toute une quantité définie de monnaie (100 unités pour la plupart) et non pas pour l'unité monétaire .

Cette cotation est utilisée pour la plupart des pays. L'Algérie cote sa monnaie à l'incertain et elle est désignée par le code iso DZD.

Exemple : on cote 100 DZD pour 91,30 EUR, et non pas

1 DA pour 0,9130 EUR (cours du 2008)

Quant à la cotation au certain, celle-là est effectuée au Royaume-Uni, en Australie, en Nouvelle-Zélande et indique directement la cotation de l'unité monétaire locale en devise étrangère.

Exemple 1 GBP = 0, 53834 USD

Comme tout autre marché où les participants cherchent à tirer un gain par l'achat et la vente des biens, le marché des changes obéit lui aussi à cette règle, par un processus dit "arbitrage"

L'arbitrage désigne une série d'opérations qui fournissent un profit certain sans mise de fonds initial.¹

¹ - Y.Simon, Encyclopédie des Marchés Financiers, Paris, Economica, T :1, 1997, p :64.

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

On distingue : - un arbitrage bilatéral ou géographique et
- un arbitrage multilatéral ou triangulaire

Ce processus ne se limite pas seulement à tirer profit, mais aussi à ajuster l'offre et la demande de devises sur le marché au comptant.

A - L'arbitrage bilatéral : Dans ce cas un cambiste aura à acheter la devise là où elle est bon prix (bon marché) et la vendre là où elle est plus chère. Ainsi il en résulte un profit pour l'opérateur ; c'est la marge entre le prix d'achat et le prix de vente.

Un exemple sera donné en annexe n° (1) pour illustrer ce cas.

B - L'arbitrage triangulaire : C'est un arbitrage qui s'opère sur trois monnaies (au lieu de deux) ; l'une de ces monnaies est considérée comme une devise tierce ou médiane. Cet arbitrage permet de réaliser un profit supplémentaire par rapport à l'arbitrage bilatéral.

L'annexe n° (2) montre comment s'effectue cet arbitrage.

1-2- Le marché des changes à terme (Forward market):

Le marché des changes à terme est un marché où des contrats sont traités entre deux opérateurs : le prix de la devise est fixé immédiatement mais le règlement de l'opération s'accomplit ultérieurement ; à une échéance spécifiée. Le terme peut varier entre 1, 3 ou 6 mois jusqu'à un an. On peut assimiler ce taux au prix d'une marchandise livrable dans le futur.

Ce contrat est donc un accord pour échanger une monnaie contre une autre monnaie à une date future à un prix fixé aujourd'hui .

L'échange ultérieur de monnaie s'accompagne du taux de change futur qui peut être bénéfique (si le taux de change est en hausse), ou pénalisant (si le taux de change est en baisse) ; c'est le concept "du risque de change".

Quant à la cotation actuelle des cours à terme, elle est fonction du taux d'intérêt étranger et domestique.

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

Si le cours à terme est supérieur au cours au comptant, on parle de prime ou de report (premium) et s'il est inférieur au cours au comptant, on parle alors de perte ou déport (discount).

Pour mieux comprendre la cotation, en termes de report ou de déport, admettons les hypothèses suivantes :

- une personne qui possède des Dollars cherche à les placer pour réaliser un gain
- cette personne peut accomplir cette opération soit à Londres ou à New York.

On désigne par :

I GBP : Le taux d'intérêt à N terme sur la Livre Sterling

I USD : Le taux d'intérêt à N terme sur le Dollar.

S : le taux de change au comptant : 1 GBP = S USD

F : le taux de change à terme N : 1 GBP = F USD

New York est considéré comme le marché domestique et Londres comme le marché étranger.

A- Cotation en terme de déport :

Si le taux d'intérêt à Londres est supérieur au taux d'intérêt à New York le taux de change F à terme N est donné par la relation suivante :

$$F = S \frac{1 + (I_{GBP} \cdot N / 360)}{1 + (I_{USD} \cdot N / 360)}$$

Cette équation montre que le cours à terme GBP / USD est inférieur par rapport au cours au comptant GBP / USD, on dit alors que la Livre est en déport par rapport au Dollar.

$$\text{Le Déport } D = S - F$$

Avec : S : taux de change au comptant

F : taux de change à terme

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

B - Cotation en terme de report :

Si le taux d'intérêt à New York est supérieur au taux d'intérêt à Londres le taux de change F à terme N est donné par la même équation (1). Celle ci montre que le cours à terme GBP/USD est supérieur au cours au comptant S GBP/USD. On dit alors que la Livre est en report par rapport au Dollar.

$$\text{Le report } R = F - S$$

Avec : S : taux de change au comptant

F : taux de change à terme.

Quant au taux de report ou de déport, il est exprimé en pourcentage annuel et est égal à :

$$\text{Taux de report : } r = (R/S) \cdot (360/N) \cdot 100$$

$$\text{Taux de déport : } d = (D/S) \cdot (360/N) \cdot 100$$

Avec N le terme

L'intérêt des contrats à terme, est qu'il prévoit le taux de change à terme, cette prévision présente deux intérêts simultanés : celui de protéger contre le risque de change et celui d'en tirer profit à la même manière du marché au comptant par le biais des opérations d'arbitrages ou celles des spéculations.

Si le taux de change à terme est égal au taux au comptant, on dit que la devise est au pair.

a - L'arbitrage :

Dans une transaction à terme, l'arbitrage naît d'une différence des taux d'intérêt entre deux pays, qui consiste à acheter au comptant et à vendre à terme, en vue de bénéficier du différentiel des taux d'intérêts¹.

b - La spéculation :

La spéculation résulte des prévisions sur l'évolution du taux de change soit au comptant ou à terme : elle comporte donc des risques car le prix peut être différent de celui qui a été anticipé.

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

Un spéculateur bénéficie d'un gain quand il y a hausse des cours au comptant par rapport au cours à terme, et il tire profit de la différence entre le prix d'achat à terme et le prix de vente au comptant.

Un spéculateur qui anticipe une baisse des cours des devises à terme peut aussi jouir d'un gain résultant de la différence entre le prix d'achat au comptant et le prix de vente à terme.

1- 4- Le marché de dépôt (marché interbancaire):

C'est le marché sur lequel se traitent les opérations de trésorerie en devises sous forme d'emprunts et de prêts. Ce marché appelé aussi marché interbancaire est organisé selon des règles précises quant aux taux, aux durées et aux calculs d'intérêts. Cependant, chaque banque s'engage à fournir à sa clientèle des cotations de taux des opérations sur mesure¹.

Le marché des changes interbancaire bénéficie d'une grande liquidité grâce à la diversité de ses intervenants. Selon leurs objectifs, leur aversion au risque et leurs horizons temporels.

Section 2 : Les déterminants fondamentaux du taux de change :**2-1-La théorie de la parité des pouvoirs d'achat :**

La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA), énoncée par GUSTAV CASSEL en 1960 est fondée sur le loi du prix unique, selon laquelle le prix d'une marchandise échangeable doit être identique dans les différents pays .

La théorie des PPA connue sous le nom **d'approche monétaire de taux de change**, permet d'analyser les transactions en long période entre le taux de change et les facteurs monétaires, elle établit une relation entre les taux d'inflations des deux pays et les cours de leurs monnaies sur le marché des changes et soutient que le taux de change évolue en fonction du pouvoir d'achat respectif des deux pays. Cette théorie présente deux types d'approches : une approche

¹ M.Debauvais, Y.Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, Op.cit, P101

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

absolue et une approche relative. L'approche absolue repose sur des hypothèses particulières : comme une liberté de circulation des marchandises sans coût de transactions, l'absence des droits de douanes et l'absence des coûts de transports.

Ainsi si le pouvoir d'achat, d'une unité de la monnaie d'un pays "A" est le double de celui de la monnaie du pays "B", et afin de retrouver son équilibre, les biens du pays "A" qui sont plus chers, seront donc de fait moins vendus au pays "B". A l'inverse le pays "B", pourra exporter d'avantage sa marchandise vers le pays "A". le taux de change d'équilibre s'écrit alors :

$$TC = \frac{P_n}{P_e}$$

Avec : TC : taux de change nominal.

P_n : niveau général des prix domestiques.

P_e : prix général des biens étrangers.

En résumé, la parité des pouvoirs d'achats, dans sa version absolue stipule que le taux de change étant le prix relatif entre deux monnaies doit être égal au rapport entre le prix domestique et le prix étranger. Ceci permettra d'acquérir la même quantité de marchandises, avec une unité de devise précise étrangère dans les deux pays.

Cependant, les hypothèses de cette version ne sont pas très réalistes. L'alternative consiste à retenir la version relative de cette théorie, qui repose sur des hypothèses moins strictes et explique l'évolution du taux de change entre deux périodes. Elle permet aussi d'analyser la variabilité du taux de change par rapport à celle des taux d'inflation domestiques et étrangers¹.

¹ - C.Descamps et J.Soichot, Gestion Financière Internationale, Paris, litec, 1995, p :72.

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

De nombreux acteurs ont testé la théorie de la parité des pouvoirs d'achat .Il semble qu'elle se vérifie mieux dans le long terme que dans le cours terme. Plusieurs questions restent en suspens ¹:

- La mesure de l'inflation est différente selon les prix considérés : prix à la consommation, à la production, prix des exportations ou des importations.
- La durée de la période d'ajustement des cours par rapport aux prix est mal définie, de même que le choix de l'année de base.
- D'autres facteurs que les prix interviennent dans la balance commerciale et la balance des paiements, notamment l'élasticité par rapport au revenu et aux prix de la demande d'importations et d'exportations.
- La théorie de la parité des pouvoirs d'achat ne concerne que la balance des transactions courantes et non la totalité de la balance des paiements.
- Cette théorie suppose que l'on peut anticiper les taux d'inflation dans les différents pays.
- Enfin, les gouvernements disposent de toute une série de moyens, autres que la variation du cours de change, pour réagir à un déficit de la balance des paiements.

2-2-La théorie de la parité des taux d'intérêt :

La théorie de la parité des taux d'intérêt formalisée par JEAN MEYNARD KEYNES en 1930 stipule que le taux de report ou de déport d'une devise doit refléter le différentiel de taux d'intérêt entre les deux pays .

J.M.Keynes avait étudié la relation entre les taux de change et les taux d'intérêt, et en avait déduit qu'un investisseur qui place son actif dans un pays où le taux d'intérêt est plus élevé que sur son marché, n'aura pas à en tirer un gain important, du moment que la différence des taux d'intérêt -entre les deux pays- sera compensée par la différence des taux de change au comptant et à terme.

¹-JOSSETE PEYRARD, op cit , p:70

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

Comment les taux d'intérêt participent à ce que les monnaies retrouvent leurs équilibres ? Supposons que les taux d'intérêt dans deux pays "A" et "B" sont respectivement "a" et "b" avec "a" inférieur à "b". Mais la monnaie du pays "A" est en report par rapport à la monnaie du pays "B". Des sorties de capitaux du pays "A" vont entraîner une hausse des taux d'intérêt dans ce pays. La monnaie de "A" va se déprécier par rapport à celle de "B", qui sera plus demandée en raison de sa forte rentabilité ; ce qui conduit à l'élimination du report de "A" par rapport à "B". De cette façon l'équilibre sera retrouvé¹, et le nouveau cours à terme est calculé par l'équation suivante :

Si on désigne par : CC : cours comptant

CT : cours à terme (taux recherché)

I_e : taux d'intérêt étranger nominal

I_d : taux d'intérêt domestique nominal

$$\frac{CT - CC}{CC} = I_E - I_D$$

D'ou : $CT = CC (I_E - I_D) + CC$

$$CT = CC (I_E - I_D) + 1$$

J.M.Keynes avait résumé cette théorie plus simplement, en prouvant que le report ou le déport d'une devise du pays "A" par rapport à une devise du pays "B" sont déterminés par le différentiel des taux d'intérêt sur les marchés monétaires de "A" et de "B". Mais le différentiel des taux d'intérêt n'est pas le seul facteur explicatif dans la formation des taux de change, il s'ajoute aussi l'offre et la demande de devise et aussi les anticipations sur les cours au comptant futurs des différentes devises. Ces anticipations peuvent prendre un aspect spéculatif si un déséquilibre survient sur le marché des changes et tout écart par rapport à l'équilibre entraînera des opérations de spéculations et aura par conséquent un impact sur la formation du cours à terme.

¹-- P.Aroyo et P.d'Arvisenet, le Marché des Changes, Paris, Dunod, 1994, p : 64.

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

Contrairement à ce qu'on imagine sur le concept de la spéculation ; opération qui consiste à profiter des fluctuations du marché pour réaliser une plus-value, cette opération a un effet stabilisateur sur le marché des changes, et sa multiplication conduira à rétablir l'équilibre.

En conclusion, les taux d'intérêt mettent en relation le marché monétaire avec le marché des changes, par la remise en ordre d'un marché en déséquilibre par des opérations d'arbitrage et de spéculation.

La validité de la théorie de la parité des taux d'intérêt a été démontrée par des études empiriques et par des banquiers et courtiers sur le marché des changes. Nous noterons les principales limites de la PTI de façon sommaire :

- La théorie de la parité des taux d'intérêt suppose que les marchés financiers internationaux sont parfaitement concurrentiels et fonctionnent librement et sans contraintes .Plusieurs facteurs nous éloignent de ce cadre théorique :

*La disponibilité des fonds susceptibles d'être utilisés pour des opérations d'arbitrage et la capacité d'emprunt des opérations ne sont pas infinies.

*S'il ya un contrôle des changes, les fuites de capitaux ou la conversion en monnaies étrangères vont être éliminées et l'équilibre sera difficilement rétabli.

- Les taux d'intérêt ne constituent qu'un facteur orientant l'attitude et le comportement des arbitragistes. D'autres facteurs de nature qualitative sont considérés tels que la liquidité , la commodité du placement et le risque-pays.

- La spéculation est un effet perturbateur de la PTI qui entre en jeu en période de crise de confiance dans l'avenir d'une monnaie .La spéculation se concrétise par des reports ou dépôts anormaux, très éloignés de ceux qu'engendrait théoriquement la PTI.

2-3 – L'ajustement par la balance des paiements :

Les relations commerciales que détient un pays avec le reste du monde et qui se concrétisent par l'échange des biens et des services sont portées dans la balance des paiements. Cette balance est un document statistique qui comptabilise toutes les transactions

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

commerciales, financières ou monétaires effectuées entre les agents économiques résidents qu'ils soient ou non résidents d'un pays, pour une durée bien précise généralement un an.

L'ordonnance n° 03 – 11 du 26 Août 2003 relative à la monnaie et au crédit définie dans son article 125 les résidents comme étant toutes personnes physiques ou morales ayant pour siège principale de leurs activités l'Algérie, et les non résidents ; toutes personnes physiques ou morales ayant pour siège principal de leurs activités à l'extérieur de l'Algérie.

Toutes les transactions effectuées sont regroupées dans deux grands comptes :

- Le compte courant
- Le compte de capital

Le compte courant à son tour est composé de :

- La balance commerciale
- La balance des services
- La balance des transferts unilatéraux

Le compte de capital est composé de :

- La balance des capitaux à long terme
- La balance des capitaux à court terme

L'étude du rééquilibrage de la balance des paiements comme étant un élément déterminant du taux de change revient à étudier l'ajustement de cette balance avec un taux de change fixe ou flottant.

Rappelons que l'analyse d'une balance déficitaire ou excédentaire revient à étudier le solde de la balance commerciale qui correspond au solde des exportations et importations des marchandises, par conséquent l'entrée et la sortie des devises.

- L'ajustement de la balance des paiements par un taux de change fixe ¹

Si le solde de la balance commerciale est positif, c'est-à-dire les exportations sont supérieures aux importations, il y a donc entrée de devises ; la balance est excédentaire.

¹ - D.Eiteman et autres, **Gestion et Finance Internationale**, France, Pearson Education, 10^{ème} ed, 2004, p :110.

Chapitre II : Marché des changes, théories et déterminants de change

La demande sur la monnaie nationale devient importante, et cela va entraîner son appréciation. Afin de maintenir un taux de change fixe la Banque Centrale va vendre sa monnaie contre des devises ou contre de l'or, jusqu'à l'obtention de l'équilibre de la balance.

Si le solde de la balance commerciale est négatif, c'est-à-dire les exportations sont inférieures aux importations, il y a donc une sortie de devises et la balance est déficitaire. L'offre de la monnaie nationale est importante, ceci va pourvoir à sa dépréciation. Pour soutenir le cours de la monnaie nationale, la Banque Centrale doit acheter sa monnaie en utilisant les réserves de change ou le stock pour ramener la balance à l'équilibre.

- L'ajustement de la balance des paiements par un taux de change flottant ¹

Théoriquement, l'ajustement de la balance des paiements en situation de taux de change flottant, se réalise automatiquement par les forces du marché, sans l'intervention des Banques Centrales.

Un pays qui enregistre un déficit, voit la valeur de sa monnaie baisser suite à son excès d'offre sur le marché des changes ; cette baisse va encourager les exportations qui permettront à la balance de se rééquilibrer.

¹ - D.Eiteman et autres, op-cit, p :110.

Conclusion :

On retient de ce chapitre que le taux de change n'est qu'un prix, mais pas comme le reste des autres prix, même s'il obéit aux règles du marché dans sa détermination. Au contraire, il représente une base sur laquelle se forment le reste de tous les prix des biens et services, qu'ils soient échangeables ou non.

On retient aussi, du concept du taux de change réel, que celui-ci mesure le prix des biens nationaux par rapport aux prix des biens étrangers, quand ils sont évalués dans une monnaie commune. Une augmentation du taux de change réel, dégrade la compétitivité internationale de l'économie nationale.

L'importance donnée à cette variable découle de ce qu'elle présente comme risque de déséquilibre de la balance des paiements par une appréciation ou une dépréciation de la monnaie nationale. C'est pourquoi le choix d'un régime de change est essentiel dans la préservation et la gestion des risques de change, l'objet de la seconde partie de cette étude.

Partie II : Les Risques de change et les Techniques de Couverture des Risques

CHAPITRE I :

**LE RISQUE DE CHANGE, EVALUATION ET
POLITIQUES DE COUVERTURE**

Introduction :

Considéré depuis longtemps comme l'un des risques financiers redoutés par les entreprises, le risque de change est devenu au fil des années, et surtout depuis la suppression des parités fixes issues des accords de BRETTON WOODS du 15 Août 1971, le risque de change est devenu un problème crucial, même pour les Etats.

Le risque de change est lié aux variations du cours de change, il constitue une menace majeure pour toute entreprise engagée dans le commerce dans les opérations internationales, on peut le définir comme le montant des avoirs et engagements dont la valeur en monnaie nationale sera affecté par un changement du cours de change.

L'objectif de ce chapitre est de montrer les différents types de risque de change, comment sont-ils mesurés et quelles sont les différentes stratégies de couverture de ces risques ?

La répartition de ce chapitre en deux sections nous aidera à relater l'identification et l'évaluation des risques de change. Dans la première section il s'agira d'étudier l'évaluation du risque de change et nous étudierons dans la deuxième section les politiques de couverture de ces risques.

Section1 : Evaluation du risque de change :

Le risque de change, dont la nature doit être précisée, constitue une menace majeure pour toute entreprise engagée dans des opérations internationales¹, donc, dans cette section nous nous intéresserons au ce risque, son identification puis sa mesure avant d'arriver aux différentes techniques de gestion appropriées à ce risque.

1-1-Concept de risque de change :

Le risque de change peut résulter des transactions commerciales ou financières effectuées par l'entreprise au plan international. Il peut également, dépendre du développement international de l'entreprise et des investissements qu'elle a réalisés à l'étranger. En effet, le risque de change peut être défini comme étant le risque de perte lié au fluctuations des cours de monnaies².

On peut ainsi distinguer plusieurs catégories de risques de change à savoir:

A- Le risque de change de transaction:

Le risque de change de transaction, dont il sera question tout au long de ce travail, est le risque de perte lié aux variations de cours de change. Toutes les entreprises qui réalisent des opérations commerciales ou financières engagées en devises sont confrontées à ce risque. Une variation de quelques points de la parité entre la monnaie nationale, généralement monnaie de référence, et la devise étrangère, peut remettre en question la rentabilité de toute affaire internationale facturée en devise. Ce risque n'est donc pas à négliger ! Bien au contraire, il implique pour l'entreprise, pour son trésorier, comptable ou financier, une attention toute particulière qui sera d'autant plus assidue que le nombre de transactions avec l'étranger est élevé et que ces transactions sont diversifiées.

¹ Michel Jura, **Technique financière internationale**, DUNOD, Paris, 1999, p141

² Jean-Albert Collomb, **Finance de marché**, op0it, P106

B- Le risque de change de consolidation (comptable):

Les comptes des entreprises doivent être libellés dans une monnaie unique en l'existence d'opération en monnaies étrangères pose des problèmes lorsqu'il y a une variation des cours des devises. Ces problèmes ne sont pas traités de la même façon, soit qu'il s'agit de la comptabilisation d'avoirs et de dettes en monnaies étrangères ou de la consolidation des comptes de filiales étrangères.

Le risque de change comptable reflète les variations du résultat net (la variation de la valeur comptable de l'entreprise) à la suite de variations des cours des devises. Statiquement les variations peuvent mesurer par la variance. Logiquement, seules les influences des variations non anticipées des cours devraient être prises en compte mais l'analyse comptable étant ex-post, les modifications des postes sont dues aux variations totales des cours de devises¹. En effet, le risque comptable ou de consolidation concerne les entreprises avec ses filiales à l'étranger dont les actifs et les passifs doivent être traduits au moment de la consolidation des bilans en termes de monnaie de la maison mère².

C- Le risque de change économique:

Le risque de change économique est une notion plus large que le risque de change de transaction car il traduit l'impact d'une variation non anticipée des taux de change sur la valeur de l'entreprise.

Pour qu'une entreprise soit soumise au risque de change économique, il n'est pas nécessaire qu'elle réalise une opération libellée en devises. Par exemple, une entreprise américaine vendant des produits concurrents aux produits japonais verra ses ventes et sa valeur diminuer si le yen se déprécie par rapport au dollar et si les prix des produits concurrents baissent.

¹ Patrice Fontaine, Gestion financière internationale, DALLOZ, Paris, 1997, P228

² Bourguimat.h, Finance internationale, PUF, P225

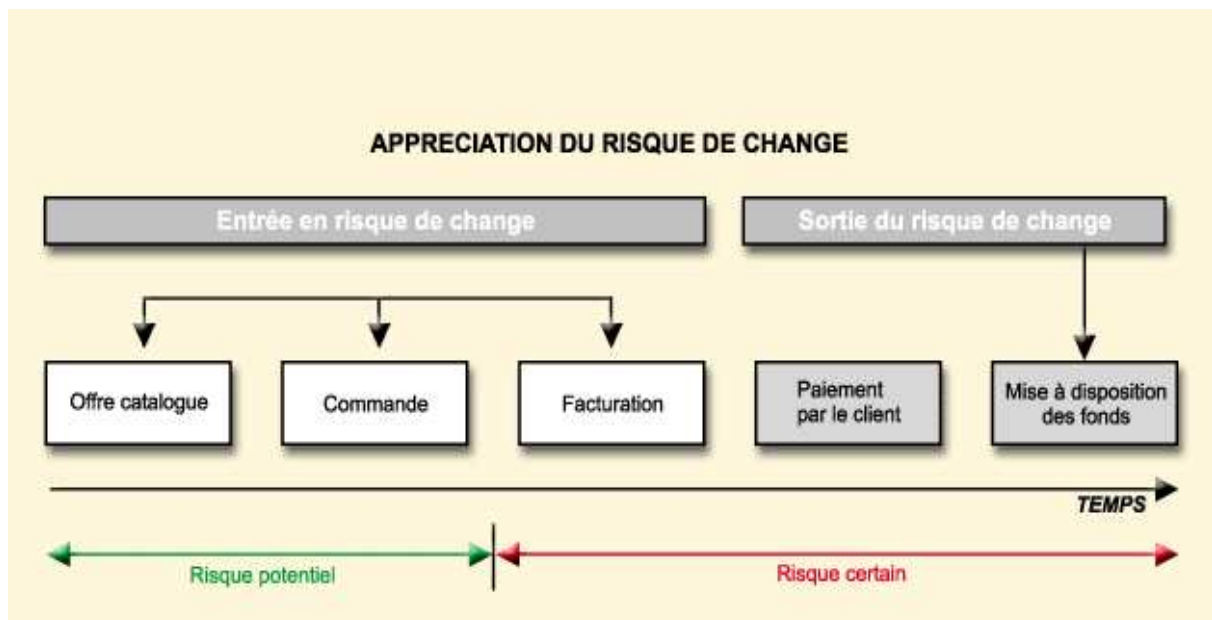
1-2-L'identification du risque de change :

Le risque de change ne naît pas seulement au moment où s'effectue une transaction commerciale ou financière libellée en devise étrangère.

Appréhender la nature et la date de l'exposition au risque de change n'est pas facile ; la date à partir de laquelle l'entreprise se couvre reste quelque peu arbitraire. En effet, l'entreprise pourrait se considérer en risque de change dès la signature du contrat, ou encore avant qu'il y ait un enregistrement comptable.

L'entreprise doit tenir compte de l'entrée en risque de change bien avant la connaissance exacte de la teneur du contrat. La gestion du risque peut se réaliser dès l'émission de l'offre ou du catalogue des marchandises proposées dans le cas d'opérations d'exportation, ou de la commande dans le cadre d'activités d'importation (schéma 1).

Toutefois, tenir compte du risque de change le plus tôt possible ne signifie pas se couvrir systématiquement, mais gérer activement son risque.



Source : Exporter, COFACE

La date retenue peut varier d'une entreprise à l'autre ou au sein de la même firme selon que le risque de change est certain ou incertain :

- Certain :

Un risque de change certain est constaté à la conclusion d'un contrat irrévocable, dans une monnaie autre que la monnaie nationale, fixant le montant et la date de l'opération.

Il existe plusieurs situations d'exposition au risque certain :

***Lors d'un contrat d'importation :** un importateur est en situation de risque certain lorsqu'il y a appréciation de la devise entre la date de conclusion du contrat et celle du règlement. L'importateur, dans ce cas, aura besoin de plus de monnaie nationale à convertir pour se procurer les devises nécessaires.

***Lors d'un contrat d'exportation :** un exportateur est en situation de risque certain lorsqu'il y a dépréciation de la devise de facturation entre la date de conclusion du contrat et le jour de l'encaissement. L'exportateur recevra, au moment de la conversion, moins de monnaie nationale.

***Lors d'un prêt ou emprunt en devises :** un emprunteur en devise craint une appréciation de la devise en question car il risque de rembourser un capital (et intérêts), en monnaie nationale, plus important que celui prévu contractuellement.

De sa part, le prêteur craint une dépréciation de la devise qui engendrerait un remboursement moindre en monnaie nationale.

- Incertain :

Un risque incertain est lié aux opérations dont la réalisation est probable.

L'entreprise se trouve confrontée au risque incertain lors d'un appel d'offre en monnaie étrangère. En répondant à cet appel d'offre en devise étrangère, l'engagement de réalisation n'est pas irrévocable.

L'entreprise est exposée à un risque de change conditionnel : elle ne se retrouvera véritablement en risque que si elle est retenue pour la réalisation de l'engagement.

Exemple :

Pour illustrer la manifestation du risque de change, nous allons présenter les incidences des fluctuations des cours de changes pour une entreprise importatrice et une entreprise exportatrice.

Chapitre I : Le risque de change, évaluation et politiques de couverture

• Cas d'une entreprise importatrice :

La société algérienne Cevital achète à une entreprise française des graines de tournesol pour fabriquer de l'huile. Le montant du contrat est de 10.000 EUR pour 10 tonnes de graines. Le paiement est prévu 60 jours fin de mois, jour de livraison.

Le cours au moment de l'acceptation de l'offre par la société Cevital est de 1 EUR = 91,3 DZD (cours de 2008) donc, le montant de l'importation s'élève à 913.000 DZD.

Les deux situations face auxquelles Cevital peut être confrontée une fois le délai de paiement encouru sont les suivantes :

	Importateur (Cevital)
Appréciation de l'Euro par rapport au Dinar 1 EUR = 95 DZD	Il devra finalement payer la somme de : 10.000 EUR = 950.000 DZD Perte de 37.000 DZD
Dépréciation de l'Euro par rapport au Dinar 1 EUR = 85 DZD	Il devra finalement payer la somme de : 10.000 EUR = 850.000 DZD Gain de 63.000 DZD

Cas d'une entreprise exportatrice :

Imaginons que Cevital exporte l'huile vers l'Espagne. Elle conclut un contrat de 15.000 EUR avec une société espagnole, payable 90 jours fin de mois date d'expédition des marchandises.

Le cours de change au jour de la conclusion du contrat est de 1 EUR = 92 DZD, soit l'équivalent de 1.380.000 DZD .

Après les 3 mois qui suivent la livraison de la marchandise, Cevital pourrait voir entrer dans ses caisses :

	Exportateur (Cevital)
Appréciation de l'Euro par rapport au Dinar 1 EUR = 95 DZD	Il recevra finalement la somme de : 15.000 EUR = 1.425.000 DZD Gain de 45.000 DZD
Dépréciation de l'Euro par rapport au Dinar 1 EUR = 90 DZD	Il recevra finalement la somme de : 15.000 EUR = 1.350.000 DZD Perte de 30.000 DZD

1-3- Mesure du risque de change :

La mesure du risque de change s'effectue à travers deux éléments:

A. Le cours de change de référence :

La détermination d'un cours de change de référence (ou de valorisation) est très importante, dans la mesure où elle permet de connaître la contre-valeur du montant pour lequel l'entreprise s'est engagée.

Le cours de change de référence doit être réaliste économiquement, réalisable financièrement et incontestable vis-à-vis des tiers. Le principe de base à appliquer est que le cours de valorisation doit refléter le mieux possible la rentabilité économique escomptée à la date de l'opération; il s'agit donc de la parité de change de la devise contre monnaie nationale retenue pour décider de l'opportunité de la réalisation d'une opération libellée dans cette devise.

Les cours de change qui sont à retenir pour la valorisation du risque de change, dès sa naissance, dans une approche transactionnelle sont les cours de marché.

Il existe deux cours de marché possibles :

- **Le cours au comptant:** dont la force réside dans sa cotation unique, sa faiblesse étant qu'il n'intègre pas la notion de temps qui sépare la date de négociation et celle du règlement.

- **Le cours à terme:** qui intègre la durée à travers le report et le déport exprimant le différentiel de taux d'intérêts prorata temporise.

L'utilisation du cours à terme correspond aux opérations à flux certains et surtout facilement individualisables. Mais il n'apporte pas de réponse satisfaisante lorsque les flux sont incertains, lorsque les échéances sont incertaines et surtout lorsque le volume d'affaires ne permet pas un suivi individualisé des opérations.

B. La position de change

La position de change résulte d'opérations commerciales et financières libellées en devises étrangères. Elle est déterminée par échéance et par devise. Elle permet d'apprécier l'exposition de l'entreprise au risque de change à un moment donné et de contrôler la mise en application opérationnelle de la politique de couverture et des principes de gestion définis.

La position de change est définie aussi comme étant la différence entre les créances et les dettes en devises d'une entreprise. Elle est calculée pour chaque devise et chaque échéance.

La position de change globale regroupe toutes les devises confondues. Elle est égale à la somme des contre-valeurs en monnaie nationale des positions de change par devise.

Le tableau de suivi de la position de change constitue l'outil de base du trésorier devise. Il est construit par devise. Les mouvements sont présentés en date de flux financiers sur un intervalle correspondant à la fréquence des paiements¹.

La position de change regroupe le solde actuel et tous les flux futurs, commerciaux et financiers. C'est pourquoi, elle se subdivise en position commerciale et position financière dont les éléments constitutifs sont les suivants² :

¹ M. Sion, Gérer la trésorerie et la relation bancaire, Ed. Dunod, Paris, 1998, P 238

² H. De La Bruslerie, Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques, Op. cit., P 421

Position commerciale :

Commandes reçues à l'export, Commandes passées à l'import ; Clients facturés ; Fournisseurs à payer ; Comptes de liaison ; Divers (brevets, licences ; Commandes export prévisionnelles ; Commandes import prévisionnelles.

Position financière

Solde compte courant en devise (Achat au comptant et à terme de devises ; Vente au comptant et à terme de devise ; Dépôts et créances en devises) ; Intérêts à payer ou à recevoir (sur emprunts ou sur prêts en devise) ; Achat d'option d'achat et vente d'option de vente en devise ; Vente d'option d'achat et achat d'option de vente en devise.

La position de change dite (Long position) lorsque les créances en devises excèdent les dettes en devises pour la même échéance .Elle est dite courte (Short position) lorsque les créances en devises sont inférieures aux dettes en devises pour la même échéance.

La position de change est dite fermée ou nulle (Closed position) lorsque les créances en devises sont égales aux dettes en devises pour la même échéance.

Le risque de change que l'entreprise subit n'est pas le même selon que la position est fermée ou ouverte (courte ou longue) :

- Si la position est fermée, l'entreprise n'est pas soumise au risque de change .Dans ce cas , ses créances compensent ses dettes en devises à une échéance donnée. L'entreprise n'a donc pas besoin de se référer à l'échéance au cours au comptant futur.
- Si la position est courte, l'entreprise est soumise à un risque de hausse du cours au comptant futur .Si la hausse se réalise à l'échéance, cela se traduira par un décaissement en monnaie nationale plus élevé (cas d'une entreprise importatrice).
- Si la position est longue, l'entreprise est soumise à un risque de baisse du cours au comptant futur .Si la baisse se réalise à l'échéance, cela se traduira par un encaissement en monnaie nationale plus faible (cas d'une entreprise exportateur).

Chapitre I : Le risque de change, évaluation et politiques de couverture

Exemple :

Au 02 /01 /2008, l'état des créances et des dettes d'une entreprise algérienne se présente comme suit :

	<i>Créances</i>	<i>Dettes</i>
01/04/2008	50.000 USD	20.000 EUR
01/07/2008	70.000 EUR	40.000 USD

- Position de change en USD à 3 mois = 50000 USD .L'entreprise est soumise à un risque de dépréciation du USD/ DZD dans 3 mois.
- Position de change courte en EUR à 3 mois = -20000 EUR .L'entreprise est soumise à un risque de d'appréciation de l'EUR/ DZD dans 3 mois.
- Position de change longue en EUR à 6 mois = +30000 EUR. L'entreprise est soumise à un risque de dépréciation de l'EUR /DZD dans 6 mois.

Le tableau suivant illustre l'impact de la fluctuation du cours de la monnaie étrangère sur le résultat diffère selon la position de change :

Position fermée	Hausse de la devise	Aucun impact : L'entreprise n'est pas en risque de change
	Baisse de devise	
Position longue	Hausse de la devise	Gain
	Baisse de devise	Perte
Position courte	Hausse de la devise	Perte
	Baisse de devise	Gain

La représentation matricielle d'une position de change donne le profil de résultat, en termes de gain ou de perte, suite à une variation des cours de change.

En colonne, apparaît le sens de l'évolution de la valeur de la position de change exprimée en monnaie nationale suite à une variation du cours de change à la hausse (en 1^{ème} ligne) ou à la baisse (en 2^{ème} ligne).La représentation matricielle dépend de la nature de la position de change :

- **Une position de change longue** peut donc s'exprimer sous la forme matricielle suivante : .Le coefficient positif (+1) désigne l'augmentation de la valeur de la position de change exprimée en monnaie nationale (gain de change), lorsque le cours de la devise augmente .Le coefficient négatif (-1) désigne la diminution de la valeur en monnaie nationale de la position de change (perte de change) lorsque le cours de la devise diminue.
- **Une position de change courte** peut donc s'exprimer sous la forme matricielle suivante : .Le coefficient négatif (-1) désigne la diminution de la valeur de la position de change exprimée en monnaie nationale (perte de change) , lorsque le cours de la devise augmente. Le coefficient positif (+1) désigne l'augmentation de la valeur de la position de change exprimée en monnaie nationale (gain de change) lorsque la cours de la devise diminue.
- **Une position de change fermée** peut donc s'exprimer sous la forme matricielle suivante : Les coefficients nuls (0) indiquent que la valeur de la position de change exprimée en monnaie nationale ne varie pas suite à une augmentation ou à une diminution du cours de la devise .

Section 2 : Les politiques de couverture du risque de change :

La gestion active du risque, consiste à mettre en œuvre des politiques de couvertures adaptées à l'entreprise.

Pour une entreprise ayant une activité internationale trois stratégies de gestion lui sont proposées, la non couverture, la couverture systématique et la couverture sélective.

L'entreprise se trouve ainsi confrontée à trois stratégies, laquelle choisir ?

2-1- Les modes de couvertures :

Il existe généralement trois politiques ou stratégies exposées à une entreprise.

A- La couverture systématique :

Elle consiste à se couvrir automatiquement dès l'apparition d'un engagement ou d'un avoir. C'est une position de prudence mais qui ne donne pas toujours de meilleurs résultats .

B- La couverture sélective :

Elle consiste en la décision de couvrir ou non une position de change, et cette décision s'articule sur certains éléments d'acceptation du risque tel que le coût de la couverture ou le montant unitaire de l'opération, ainsi que sur l'anticipation de l'évolution des cours de change.

C- La non couverture du risque :

La non couverture du risque pose un problème sur les devises volatiles, le dollars ou l'euro ou le yen.

Cette stratégie correspond à une attitude de spéculation puisque l'entreprise choisit de ne rien faire en connaissance de l'existence d'un risque de change ou en méconnaissance de son existence.

2-2- Les critères de choix des modes de couverture :

Les réflexions ci-dessous peuvent donner des éléments essentiels pour effectuer le choix d'une politique adaptée à l'entreprise.

A- Les critères de couverture systématique :

Ce mode de couverture est très onéreux du fait des commissions d'intérêts et des cours à terme défavorables... qu'elle engendre. Pour cela, il faut prendre en considération le rapport suivant avant d'opter (ou non) en faveur de la couverture systématique :

Risque encouru / Coût de la couverture

Ce mode est souvent utilisé pour :

- Les opérations internationales (achat, vente) ponctuelles ayant un montant unitaire élevé.
- Les courants d'affaires continus pour lesquels la moindre perte de change entraîne une érosion importante de la marge.

B- Les critères de couverture sélective :

Ce mode de couverture tient compte de la marge de l'entreprise, des coûts de couverture et de l'évaluation des risques encourus. Pour cela, l'entreprise recherche des seuils de tolérance du risque qui déclenchent l'action à mettre en œuvre.

C- Les critères de la non couverture :

Ce mode est choisi dès lors que l'activité internationale se trouve marginale par rapport au chiffre d'affaire global de l'entreprise, car la mise en place d'une structure coûterait plus cher que les pertes probables de change.

Conclusion :

Au terme de ce chapitre, on a constaté que le risque de change est un risque important auquel sont confrontées toutes les entreprises qui participent au commerce international, toutes les sociétés qui ont des filiales à l'étranger ainsi que toutes les filiales de groupes multinationales.

L'identification de ces risques qui sont liées aux variations des cours de change nous a permis de réaliser le danger que ces dernières représentent pour l'environnement de l'entreprise ,c'est pour cela qu'elle doit faire face à la montée des risques car sa pérennité et sa compétitivité exigent leur parfaite maîtrise . Elle doit donc tenir compte des différentes techniques de couverture que nous allons voir dans le second chapitre de cette partie.

CHAPITRE II

LES TECHNIQUES DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE

Introduction :

Afin d'éviter totalement ou de limiter le risque de change, les entreprises internationalisées qui se trouvent exportées au risque de fluctuations des taux de change ou risque de change ont à leur disposition un éventail de possibilités.

Celles-ci peuvent être des techniques classiques, l'objet de la première section ou bien des nouvelles techniques comme: les Swaps et les Futurs de devises, l'objet de la deuxième section, et enfin, elles peuvent être des instruments optionnelles de couverture, l'objet de la troisième section.

Ce chapitre consiste à introduire et expliciter ces différents modes de couverture contre le risque de change, afin d'en cerner les principes, leurs points forts et faibles.

Section 1 : Les techniques traditionnelles de couverture du risque de change :

1-1 -Les techniques internes de couverture du risque de change :

Les techniques de couverture internes à l'entreprise visent à réduire l'exposition de celle-ci au risque de change. Elles sont déjà nombreuses et permettent aux entreprises de ne pas se lancer dès leurs premières opérations de commerce international dans des dépenses supplémentaires en faisant appel aux techniques externes. Ces techniques internes sont des méthodes que l'entreprise peut mettre en œuvre elle-même pour diminuer son risque de change¹. Ces méthodes tendent à agir :

- sur le volume des créances et dettes en devises étrangères ;
- sur les délais de paiement ou règlement en devises étrangères ;
- sur le recours aux clauses monétaires;

1-1-1- La réduction du volume des dettes et des créances en monnaies étrangères:

A- Le choix de la monnaie de facturation:

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

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

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

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

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

Il existe aussi une autre forme de facturation, qui consiste en la facturation en plusieurs monnaies.

¹- Peyrard.J , **Risque de change et gestion de l'entreprise** , paris ,1986, p 105

Cette technique vise à partager le risque sur les parties et compenser les pertes éventuelles sur une monnaie par des gains sur une autre.

B- La compensation multilatérale ou *Netting* :

La compensation multilatérale ou *netting* est une compensation des créances et des dettes réciproques entre les différentes entités d'un groupe. L'objectif du *netting* étant de rationaliser les flux de règlement à l'intérieur d'un groupe par une réduction des volumes transférés d'une société à l'autre¹. Cette technique est essentiellement utilisée par des groupes multinationaux qui possèdent des filiales à l'étranger entre lesquelles existent des flux de règlement important libellés dans différentes devises.

En recourant au *netting*, les entreprises n'effectuent que le transfert des soldes au lieu de procéder au transfert de la totalité des flux. Pour que les soldes puissent être déterminés, il faut que la totalité des flux soit libellée dans une même devise et que tous les transferts s'effectuent à une même date. Généralement, l'utilisation du *netting* nécessite alors le choix d'une monnaie de référence et d'une date de référence à laquelle tous les soldes seront transférés.

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

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

C. Les centres de refacturation :

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

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

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

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

1-1-2- L'action sur les délais de paiement ou règlement en devises étrangères :

Cette technique consiste à agir sur les délais de règlement en devises étrangères. Deux types sont à distinguer, à savoir le termaillage et l'escompte pour le règlement au comptant :

A- Le termaillage:

Le termaillage consiste pour une entreprise à accélérer ou à retarder ses paiements en devises étrangères selon les prévisions et les évolutions de hausse ou de baisse des cours de change, en fonction, bien évidemment, de l'incidence éventuelle des agios.¹

Le paiement anticipé est appelé « lead », tandis que le paiement différé est nommé « lag ».

Un exportateur qui a des créances en devises susceptibles de se déprécier par rapport à sa monnaie nationale (ou de compte) aurait intérêt à accélérer leurs encaissements. Par contre dans le cas d'un exportateur qui a des créances en devises fortes susceptibles de s'apprécier à terme, le termaillage consiste à éloigner les échéances de paiement afin de bénéficier de la hausse de la devise.

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

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

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

¹P. Prissert & P. Garsuault & S. Priami, Les opérations bancaires avec l'étranger, La revue banque éditeur, Paris, 1995, P 117.

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

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

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

B- L'escompte pour le règlement au comptant:

Cette technique ne peut être utilisée que dans les opérations commerciales .Elle consiste pour les entreprises exportatrices à accorder à leurs clients étrangers des escomptes afin de les encourager à effectuer des règlements au comptant .L'entreprise exportatrice fixe le taux d'escompte en tenant compte ,d'une part , de la possibilité qu'elle a d'injecter immédiatement le produit des ses ventes dans son cycle d'exploitation et , d'autre part , d'un recours éventuel à une couverture contre le risque de change par une vente à terme ¹.

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

1-1-3- Le recours aux clauses monétaires:

Les clauses monétaires permettant d'adapter le prix d'achat ou le prix de vente à l'évolution du cours des devises, ce qui permet à l'importateur et à l'exportateur de réduire le risque de change auquel ils sont exposés.

On distingue quatre grands types de clauses monétaires:

- Les clauses d'indexation proportionnelles:

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

¹-Mohamed DAOUAS et autres ,op-cit , p 192

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

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

- Les clauses d'indexation proportionnelles avec franchise:

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

- La clause de risque partagé:

La clause de risque partagé est une clause qui permet de répartir le risque entre l'acheteur et le vendeur en cas d'une évolution défavorable des cours pour l'un ou pour l'autre. Généralement la répartition se fait par moitié, mais tout autre pourcentage de répartition peut être négocié.

- La clause d'option:

Cette clause permet à l'exportateur ou à l'importateur d'utiliser, sous certaines conditions, une devise différente de la devise de facturation. Un contrat commercial à l'exportation effectué par une entreprise française peut être par exemple, libellé en dollar sur la base de $1\text{USD} = 0,86\text{ EUR}$ avec une option en franc suisse, au cas où le dollar deviendrait inférieur à $0,78\text{ EUR}$.

Dans le même ordre d'idées, une clause multidevises peut prévoir un prix libellé en plusieurs monnaies avec possibilité pour le créancier ou le débiteur de choisir à l'échéance la devise de facturation.

Les clauses monétaires reposent en règle générale sur une devise, mais il n'est pas impossible de retenir un panier de monnaies afin d'atténuer les fluctuations erratiques et de grande ampleur de certaines devises¹.

1-2- Les techniques externes de couverture de risque de change :

Si les moyens mis en œuvre décrits dans la section précédente ne suffisent pas pour diverses raisons, l'entreprise devra se prémunir autrement contre le risque de change. Elle va pour cela faire intervenir les banques sur le marché des changes ou souscrire à un contrat d'assurance.

¹-Yves SIMON, Samir MANNAI, Techniques financiers internationaux, Paris, 2002, p 367

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

Banques et Assurance proposent des contrats et autres solutions visant à couvrir soit partiellement, soit totalement les opérateurs extérieurs contre le risque de change.

Les techniques traditionnelles externes ¹ de couverture peuvent être rangées en deux catégories selon qu'elles font appel à des banques ou organismes financiers ou à des organismes d'assurances.

1-2 -1-Les avances en devises :

L'avance en devise est une technique de financement du commerce international qui peut être également utilisée , dans le cas d'une exportation , comme une méthode de couverture du risque de change .Ainsi , cette technique répond simultanément à un double objectif : le financement d'une transaction à l'étranger et la couverture contre le risque de change .Ces deux objectifs pourraient être atteints séparément , en empruntant en monnaie nationale et en effectuant une vente à terme .Le recours à une avance en devise pourrait se justifier par des taux d'intérêts plus favorables.

Les avances en devises aux exportateurs :

L'entreprise a comptant les devises que la banque lui avance et reconstitue ainsi sa trésorerie en monnaie nationale .Elle annule ainsi le risque de change .L'avance en devises est également intéressante si le taux d'intérêts de la devise concernée est inférieur au taux de crédit en monnaie nationale.

- Les avances en devises à l'importateur :

Ces avances ne peuvent, au contraire, couvrir le risque de change de l'importateur .Elles sont consenties à taux et à terme fixes .Cette avance, effectuée au règlement du fournisseur étranger permet de régler au comptant le montant des importations et, éventuellement d'obtenir un escompte du fournisseur .Mais, à l'échéance, l'entreprise doit acheter le devises sur le marché des changes au cours en vigueur².

Il est à faire remarquer que l'avance en devise ne peut être obtenue qu'après justification du passage en douane des marchandises³ .

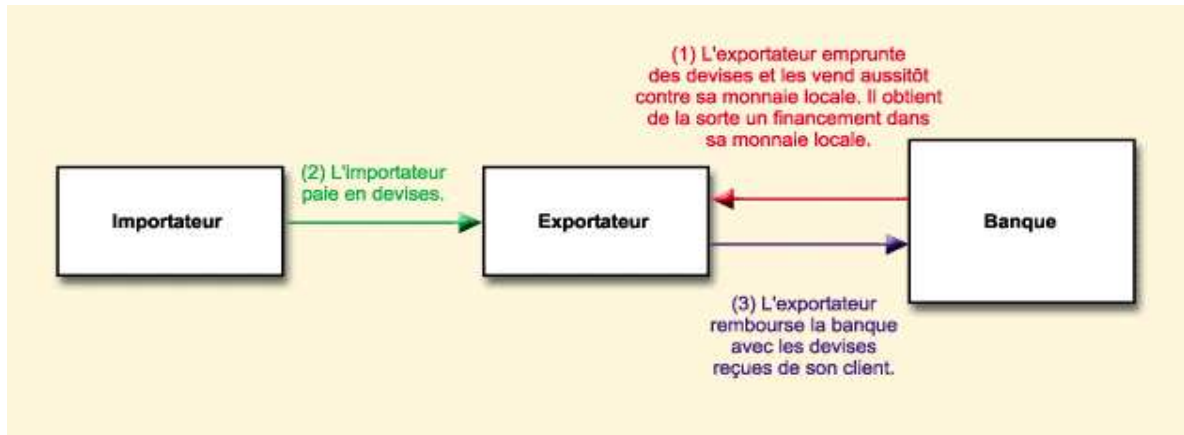
¹-Il existe deux types de techniques externes de couverture contre le risques de change , les techniques traditionnelles comme l'avance en devise, le marché à terme sec (*forward outright*) et les swaps de change , tandis que les autres techniques sont modernes , elles sont opposées aux produits dérivés comme les options de change ou les futures sur devises .

²-PEYRARD .J, op-cit , P 118.

³- Jean-Albert COLLOMB , Finance de marché , op-cit , P 110.

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

Le schéma suivant montre la procédure des avances en devises :



Source : schéma établi à partir de : <http://www.eur-export.com/francais/apptheo/finance/rischance/>

Exemple :

Une entreprise exportatrice française a une créance de 100 000 USD à 6 mois. Cette entreprise craint une baisse du cours du USD par rapport à l'EUR dans 6 mois. Pour se couvrir contre le risque de change, elle décide de recourir à une avance en USD auprès de sa banque.

Les données sur le marché des changes et sur le marché des eurodevises sont les suivantes :

Spot : EUR / USD = 1,2930 – 50

Taux d'intérêt annuels sur l'eurodollar à 6 mois : 4% - 4 ½ %

Pour l'avance en USD à 6 mois, la banque exige un taux de 5,5% par an. Ce taux, qui représente le coût de l'avance pour l'entreprise, est composé du taux prêteur du marché de l'eurodollar (4 ½ %) majoré des commissions bancaires (1%).

L'entreprise exportatrice réalise deux opérations avec sa banque :

- Emprunt en USD d'une somme X au taux de 5,5% pendant 6 mois tel que :

$$X \left(1 + 5,5\% \times \frac{6}{12} \right) = 100.000 \Rightarrow X = 97323,6 \text{ USD}$$

- Cette somme obtenue en USD est vendue au comptant contre des EUR. Le produit de la vente s'élève à : $97323,6 \times 1/1,2950 = 75153,4 \text{ EUR}$

Cette somme en EUR est encaissée immédiatement par l'entreprise exportatrice.

À l'échéance, l'entreprise reçoit 100.000 USD de son client étranger, qui lui servent à rembourser sa banque.

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

Si le taux de rentabilité de son activité est de 10% par an , l'entreprise exportatrice peut investir la somme reçue en EUR dans son cycle d'exploitation pendant 6 mois .La somme qu'elle encaissera dans 6 mois s'élève à : $75153,4 \left(1 + 10\% \times \frac{6}{12}\right) = 78911,03$ EUR.

1-2-2- La couverture à terme (*Forward Outright*) :

Le change à terme est un accord portant sur l'achat ou la vente d'un montant défini d'une devise contre une autre à un cours de change ferme et définitif, mais l'échange à lieu à une date ultérieure déterminée. Cette opération permet de fixer à l'avance un cours de change pour une transaction future sans que n'intervienne le moindre flux de trésorerie avant l'échéance¹.

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

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

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

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

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

De nouveaux instruments de couverture ont vu le jour pour assister les opérateurs économiques dans ce nouvel environnement. Le recours massif des entreprises à ce type

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

d'instruments peut être expliqué par leur efficacité et adaptabilité aux nouvelles données économiques. Ce sont les produits dérivés¹.

1-2-3-Le recours à des organismes d'assurances :

L'assurance est une autre possibilité de couverture pour les entreprises. Ces assurances ont pour objet de permettre aux entreprises exportatrices d'établir leurs prix de vente et de passer des contrats en devises sans encourir le risque de variation des cours de change .La COFACE (Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur) a été créée en 1946 et a pour objectif de faciliter les échanges entre les entreprises issues du monde entier. Elle propose aux entreprises exportatrices et importatrices des polices d'assurance pour se couvrir complètement (gain comme perte) contre le risque de change moyennant une prime d'assurance.

- Police CIME ²:

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

La facturation peut s'effectuer dans 5 devises différentes : le dollar américain (USD), le dollar canadien (CAD), le yen (JPY), la livre sterling (GBP) et le franc suisse (CHF). En souscrivant à cette assurance change, l'entreprise exportatrice n'aura aucun risque de variation des cours des devises à supporter. Elle est de ce fait assurée d'une stabilité de ses revenus.

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

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

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

²- Annexe 3: formulaire type de demande d'assurance change CIME téléchargée sur le site Internet www.coface.fr et brochure de cette police.

- Assurance Change Negotiation¹ :

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

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

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

Les formulaires de demande d'assurance présents en annexe 3 et 4 et disponibles sur Internet permettent aux exportateurs intéressés de voir les éléments nécessaires et les conditions à respecter pour pouvoir s'assurer à la COFACE.

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

Section 2 : La couverture par les contrats *Futurs* et les Swaps de devises.**2- 1- Les contrats *Futurs* de devises:**A- Définition :

Les contrats Futures de devises sont des contrats aux termes desquels les opérateurs s'engagent à acheter ou à vendre une certaine quantité de devises, à un cours et à une date fixés à l'avance.² De cette définition, il apparaît que l'engagement pris sur le marché des Futures est similaire à celui du marché Forward.

Le marché des Futures de devises est un marché de produits dérivés. En effet, ce ne sont pas des devises qui sont négociées sur le marché des Futures, mais des contrats standardisés.

¹- Annexe 4: formulaire type de demande d'assurance change Négociation téléchargée sur le site Internet www.coface.fr.

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

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

Les devises représentent l'actif sous-jacent. Il existe d'autres actifs sous-jacents aux contrats à terme, comme les matières premières, les taux d'intérêt, les indices boursiers...

Sur le marché des Futures, les opérateurs peuvent être soit acheteurs de Futures et sont alors en position longue, soit vendeurs de Futures et sont donc en position courte.

Le marché des Futures de devises est un marché organisé, caractérisé par l'existence d'une chambre de compensation. Celle-ci joue un rôle majeur dans le fonctionnement du marché des Futures. Elle assure le bon déroulement et la sécurité financière des transactions.

La chambre de compensation représente l'organisme administratif de la bourse. Les clients adressent à leurs courtiers des ordres d'achat ou de vente de contrats à terme de devises. Une fois l'ordre exécuté, pour qu'il soit valable, il doit être enregistré et garanti par la chambre de compensation. Si le courtier est membre compensateur, l'ordre est enregistré en son nom. Sinon, moyennant le versement d'une faible commission, le courtier contacté doit passer par l'intermédiaire d'un membre de la chambre de compensation au nom de qui l'ordre est enregistré.

A partir de l'enregistrement de l'ordre, la chambre de compensation s'interpose entre l'acheteur et le vendeur et devient ainsi leur unique contrepartie. Elle permet aux opérateurs de liquider leur position initiale quand ils le souhaitent sans être contraints de retrouver ceux avec lesquels ils avaient initialement opéré. En plus de cette flexibilité, la chambre de compensation garantit la bonne fin des transactions et la sécurité des opérateurs. Elle élimine le risque de contrepartie, c'est à dire le risque de défaillance de l'une des deux parties du contrat. En effet, si l'acheteur ou le vendeur d'un contrat fait défaut, c'est le courtier qui est responsable de la bonne exécution du contrat. L'éventuel défaut du courtier serait à son tour couvert par la chambre de compensation. Une telle garantie repose à la fois sur les fonds propres de la chambre et sur la mise en place d'un système de marges.

B- Le système de marges (Le dépôt de garantie et l'appel de marge) :

Lorsqu'un opérateur achète ou vend un contrat futur, il doit effectuer un dépôt initial, pouvant aller jusqu'à 4 % du montant global du contrat, appelé dépôt de garantie (margin).

Chaque jour, les évolutions des cours de change font apparaître des bénéfices ou des pertes qui viennent modifier (augmenter ou diminuer) le solde du compte de dépôt de l'opérateur. Si le solde du compte passe en dessous d'un certain seuil minimum, un appel de fonds est adressé à l'opérateur et en vertu duquel un dépôt supplémentaire doit être effectué à hauteur

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

du niveau exigé. Par contre, si le solde du compte de dépôt dépasse le niveau requis, l'opérateur peut retirer le supplément.

Exemple :

Une entreprise allemande Volkswagen, par exemple, achète un future EUR/USD = 1,13 à 6 mois pour un montant de 100.000 Euros. Supposant que le dépôt de garantie est de 4 % donc l'entreprise doit verser 4.000 Euros comme dépôt initial avec un seuil de 2.000 Euros.

Après quelques jours, plusieurs situations peuvent se présenter:

- Le cours EUR/USD est à 1,15, la position est bénéfique pour l'entreprise, un gain de 2.000 Euros ($[1,15-1,13] \times 100.000$) est versé dans le compte de dépôt. Nous remarquons qu'avec un dépôt de 4.000 Euros, Volkswagen reçoit un gain calculé sur tout le montant du contrat, d'où un effet de levier.
- Le cours EUR/ USD est à 1,12, la position est perdante pour l'entreprise, une perte de 1.000 Euros ($[1,13-1,12] \times 100.000$) est enregistrée dans le compte de dépôt qui baisse à 3000 Euros, il est supérieur à la marge de maintenance (seuil). Donc, il n'y a pas d'appel de marge.
- Le cours EUR/USD est à 1,10, la position est perdante pour l'entreprise, une perte de 3.000 Euros ($[1,13-1,10] \times 100.000$) est enregistrée dans le compte de dépôt qui baisse à 1.000 Euros, il est inférieur à la marge de maintenance (seuil). Donc, un appel de marge est lancé pour la reconstitution du dépôt, le montant de l'appel de marge s'élève à 3.000 Euros. Nous remarquons aussi que l'effet de levier amplifie la perte.

C- Le prix d'un contrat Futur :

Pour les transactions sur le marché des Futures de devises, il existe un cours unique pour l'achat et pour la vente de contrats.

Le prix d'un contrat de Futures est généralement utilisé pour désigner le cours auquel les devises sous-jacentes seront achetées ou vendues à l'échéance.

Le prix d'un contrat de Futures est approximé par le prix d'un contrat Forward et résulte donc de l'application de la théorie de la parité des taux d'intérêt. Comme sur le marché interbancaire Forward et pour les mêmes raisons, le prix des contrats à terme de devises est le résultat d'une opération au comptant, d'un emprunt et d'un prêt. Si, pour une même échéance, un écart est observé entre le cours Futures et celui du marché Forward, des opérations d'arbitrage auront lieu et permettront de réguler et d'équilibrer le marché. Si le cours Futures

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

est supérieur au cours Forward, l'arbitrage consiste à acheter à terme des devises sur le marché Forward (emprunt en monnaie locale, achat au comptant de devises et placement en devises) et, simultanément, à vendre des contrats sur le marché des Futures. Cette opération d'arbitrage est appelée *cash and carry*. Dans le cas contraire, si le cours Futures est inférieur au cours Forward, l'arbitrage consiste à vendre à terme des devises sur le marché Forward (emprunt en devises, vente au comptant de devises et placement en monnaie locale) et à acheter des contrats sur le marché des Futures. Cette opération d'arbitrage est appelée *reverse cash and carry*. Ces opérations d'arbitrage, si elles se multiplient, entraînent une égalité des prix.

En réalité, un écart entre le prix Forward et le prix Futures est généralement observé. Cet écart peut s'expliquer par des coûts de transactions importants ne permettant pas la réalisation d'arbitrage profitable. Cet écart peut également s'expliquer par le refus des grandes banques d'opérer sur le marché des Contrats en réalisant des opérations d'arbitrage. Les banques craignaient que le marché des Futures remette en cause le monopole du marché interbancaire.

D- La couverture par les contrats Futures :

La couverture contre le risque de change sur le marché des contrats à terme de devises obéit au même principe qu'une couverture sur le marché Forward. L'importateur redoutant une hausse du cours de la devise dans laquelle est libellée sa dette s'en protège en achetant des contrats à terme de devises. Inversement, l'exportateur redoutant une baisse du cours de la devise dans laquelle est libellée sa créance s'en protège en vendant des contrats à terme de devises. L'entreprise qui souhaite se protéger contre l'évolution défavorable du cours d'une devise doit prendre sur le marché des Futures une position opposée à celle qu'elle détient sur le marché au comptant. L'idée est d'établir une compensation entre les pertes éventuelles sur le marché au comptant par des gains réalisés sur le marché des Futures. L'évolution quasi parallèle des prix sur les deux marchés facilite la mise en œuvre des opérations de couverture.

1-Le cas d'un exportateur :

Pour un exportateur, le principe d'une couverture sur le marché des Futures de devises est présenté dans le tableau suivant:

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

Tableau n°7 : Principe d'une couverture sur le marché des Futures de devises pour un exportateur

Opérations sur le marché au comptant « Spot »	Opérations sur le marché des contrats à terme « Futures »
<p>A la date 0 :</p> <p>Un exportateur a une créance en devises à une échéance donnée (date 1) : il a une position longue en devises.</p> <p>Soit S_0 le cours spot de la devise à la date 0.</p> <p>Il craint une baisse du cours de la devise par rapport à sa monnaie nationale à l'échéance.</p>	<p>A la date 0 :</p> <p>Pour se protéger contre ce risque de change, il prend une position inverse sur le marché des Futures de devises.</p> <p>Il prend une position courte sur le marché de Futures : il est vendeur de contrats à terme de devises.</p> <p>L'exportateur vend des contrats à terme pour compenser par un gain, la perte qu'il subit si la devise déprécie.</p> <p>Soit F_0 le cours Futures à la date 0 pour une échéance à la date 1.</p> <p>L'échéance des contrats doit correspondre à l'échéance de la créance.</p> <p>Le nombre de contrats vendus (N) est égal au montant de la créance / taille standard du contrat (T).</p>
<p>A l'échéance de la dette :</p> <p>L'exportateur vend au comptant les devises au cours au comptant à l'échéance, soit S_1.</p>	<p>A l'échéance de la dette :</p> <p>L'exportateur liquide sa position sur le marché des contrats à terme de devises en achetant, pour la même échéance, le même nombre de contrats.</p> <p>Soit F_1, le cours Futures à la date 1 pour une échéance à la date 1.</p>

Source : Mohamed DAOUAS et autres, op -cit, p 236

En principe, si la devise se déprécie à l'échéance, la perte réalisée sur le marché spot sera compensée par le gain réalisé sur le marché des Futures.

A l'échéance, le résultat global en monnaie nationale de cette opération de couverture pour l'exportateur peut être formalisé comme suit:

$$\text{Résultat global} = (S_1 - S_0) \times q_s + (F_0 - F_1) \times q_F$$

Avec:

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

q_s : position sur le marché au comptant qui correspond à la créance en devise.

q_F : position sur le marché des Futures qui est égale au nombre de contrats (N) x la taille standard d'un contrat (T). ($q_F = N \times T$)

Dans le cas particulier d'une couverture parfaite, $q_s = q_F$

2-Le cas d'un importateur :

Pour un importateur, le principe d'une couverture sur le marché des Futures de devises est présenté dans le tableau suivant:

Tableau n°8 : Principe d'une couverture sur le marché des Futures de devises pour un importateur

Opérations sur le marché au comptant « Spot »	Opérations sur le marché des contrats à terme « Futures »
<p><u>A la date 0 :</u></p> <p>Un importateur a une dette en devises à une échéance donnée (date 1) : il a une position courte en devises.</p> <p>Soit S_0 le cours spot de la devise à la date 0. Il craint une hausse de cours de la devise par rapport à sa monnaie nationale à l'échéance.</p>	<p><u>A la date 0 :</u></p> <p>Pour se protéger contre ce risque de change, il prend une position longue sur le marché des Futures : il est acheteur de contrats à terme de devises.</p> <p>L'importateur achète des contrats à terme pour compenser par un gain, la perte qu'il subit si la devise s'apprécie.</p> <p>Soit F_0 le cours Futures à la date 0 pour une échéance à la date 1.</p> <p>L'échéance des contrats doit correspondre à l'échéance de la dette.</p> <p>Le nombre de contrats achetés (N) est égal au montant de la dette / taille standard du contrat (T).</p>
<p><u>A l'échéance de la dette :</u></p> <p>L'importateur achète au comptant les devises au cours au comptant à l'échéance, soit S_1.</p>	<p><u>A l'échéance de la dette :</u></p> <p>L'importateur liquide sa position sur le marché des contrats à terme de devises en vendant, pour la même échéance, le même nombre de contrats.</p> <p>Soit F_1, le cours Futures à la date 1 pour une échéance à la date 1.</p>

Source : Mohamed DAOUAS et autres, op -cit, p 240

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

En principe, si la devise s'apprécie à l'échéance, la perte réalisée sur le marché spot sera compensée par le gain réalisé sur le marché des Futures.

A l'échéance, le résultat global en monnaie nationale de cette opération de couverture pour l'importateur peut être formalisé comme suit:

$$\text{Résultat global} = (S_0 - S_1) \times q_s + (F_1 - F_0) \times q_F$$

E-Les avantages et les inconvénients des contrats de futures :

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

Les avantages des contrats de futures:

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

Les inconvénients des futures:

- Ne permettent pas de bénéficier d'une évolution favorable des cours;
- La standardisation des contrats fait que les montants et les échéances correspondent rarement aux besoins de l'entreprise;
- Donnent lieu au versement du dépôt de garantie et aux appels de marge (risque de trésorerie);
- Peu de devises sont traitées;
- Produits nécessitant une gestion et un suivi administratif.

2-2- Les swaps de change:

La couverture par les swaps de change est une technique de plus en plus utilisée par les entreprises. Un swap est un type de contrat qui facilite la couverture des risques¹. Il peut être

¹-Zvi ROBIE et Robert MERTON, **Finance**, Paris, 2007, p 326

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

conclu entre deux entreprises (un exportateur et un importateur par exemple) ayant des besoins symétriques. Mais, en pratique, ces opérations sont presque toujours conclues entre une banque et son client.

Les entreprises peuvent utiliser les swaps de change acheteurs et vendeurs à terme pour se couvrir contre le risque de change. Généralement, l'exécution d'une telle couverture s'effectue par l'intermédiaire d'une banque.

Le marché des swaps de change permet la couverture de deux types de risques :

- Pour se couvrir contre le risque de change lié à une dépréciation éventuelle d'une devise, l'exportateur doit conclure avec sa banque un swap vendeur à terme de devise. Le montant des devises échangées correspond au montant de sa créance.
- Pour se couvrir contre le risque de change lié à une appréciation éventuelle d'une devise, l'importateur doit conclure avec sa banque un swap acheteur à terme de devise. Le montant de devises échangées correspond au montant de sa dette.

Section 3 : La couverture par les options de change :

La gestion du risque de change vise à structurer les arrangements financiers en vue de produire de gains (ou des pertes) qui annulent ou compensent les pertes (ou les gains) engendrés par l'instabilité des cours.

Les options représentent de nouveaux produits financiers conçus de manière à transférer et à déplacer certains risques extérieurs liés aux opérations.

Elles firent leur apparition en Europe . A l'origine , le but du marché d'options était précisément de déplacer le risque de variation des prix de ceux qui ne souhaitent pas l'assumer vers ceux qui étaient prêts à l'accepter.

Les marchés d'options consistaient en un marché primaire plein d'insuffisances qui donnèrent naissance à des marchés d'options négociables

Le Chicago Board Of Exchange (C.B.O.E) assure la liquidité de ce marché et l'Europe Option Exchange (E.O.E) réplique Hollandaise du C.B.O.E., devrait pour sa part proposer la cotation en devises affirmant ainsi sa vocation Européenne.

La totalité des options négociées sur les marchés organisés sont des options de type Américaines à l'exception des options de gré à gré vendus par les banques et qui sont généralement de types Européens.

Avec l'ouverture de ce type de marché, une simple intervention sur un marché d'options permet de réduire des risques importants tout en évitant les frais de transactions considérables,

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

surtout que la technique des options ne concerne plus exclusivement le marché des valeurs mobilières mais s'étend à d'autres actifs financiers comme les options de taux d'intérêts, les options d'indice boursier et les options de devises.

Cette section traitera des options de devises, il sera consacré à la définition des options, la présentation de leurs caractéristiques et propriétés, et enfin à l'élaboration des stratégies d'intervention

3-1 -Définition et terminologies :

L'option de change est un contrat donnant à son détenteur d'acheter ou de vendre un montant donné de devises et à un cours et à une échéance ou jusqu'à une échéance définis à l'avance. Le cours auquel les devises sont achetées ou cédées est appelé prix d'exercice fixé par avance appelé prix d'exercice¹.

Egalement, une option est de droit mais non l'obligation d'acheter ou de vendre un instrument, qui peut-être un actif² ou un engagement et que l'on appelle un sous jacent, à un prix déterminé et pendant une période préalablement fixée, ou à une échéance donnée, ce droit conféré à l'acheteur de l'option, justifie le paiement d'une prime au vendeur de l'option³.

L'acheteur de l'option a l'initiative d'exercer ou de ne pas exercer son droit, et le vendeur à s'exécuter ou à ne pas s'exécuter.

Il existe deux types d'option:

- Option d'achat appelée call.
- Option de vente appelée put.

3-1-1 -Les marchés d'options :

Les options peuvent se traiter sur un marché organisé ou sur un marché de gré à gré.

A- Les marchés organisés :

Les marchés des options font l'objet de contrat standardisé dans leur échéance, leur montant et leur prix d'exercice.

Toutes les transactions se réfèrent à des cotations publiques.

Le risque de défaillance de la contrepartie est diminué grâce à l'existence d'une chambre de compensation.

¹Philippe d'ARVISENET, **Finance internationale**, ed DUNOD, paris, 2004, p 118

².Ces options peuvent porter sur une grande diversité de sous-jacent, or, action, intérêt....

³ Poloniato B. , Voyenne D., **La nouvelle trésorerie d'entreprise ,de la gestion quotidienne aux marchés financiers** , 2 Edition, Inter Edition , Paris, 1995 , P.253

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

On souligne que ces marchés sont de création récente puisque le premier marché organisé d'options ne s'est ouvert qu'en 1982 à Philadelphie.

B- Les marchés de gré à gré (OTC) :

The Over The Counter (O.T.C.) sont des marchés entre les organismes financiers et des entreprises, c'est un marché inter bancaire des options.

Le principal avantage de ce type de marché est de pouvoir faire du sur mesure, du moment que l'on trouve une contrepartie avec la liberté de fonctionnement.

Sur ce marché, toutes les échéances et tous les montants pensent être traités.

Le principal inconvénient est le risque de défaillance, le traitement se fait avec une contrepartie non pas avec un marché.

3-1-2 -Les caractéristiques d'une option:

Un contrat d'option est noué entre deux contreparties. Ce contrat doit définir les points suivants: le prix d'exercice, la nature de l'option, l'échéance, le type d'option et la prime de l'option.

A- Le prix d'exercice :

C'est le prix auquel la devise sera éventuellement livrée. Il représente un cours de change garanti par le contrat d'option.

B- La nature de l'option :

On distingue deux modalités d'exercice de l'option: d'option dite à l'Américaine ou l'option dite à l'Européenne.

a) Une option est dite à l'américaine¹, si elle est exerçable à tout moment, entre la date d'acquisition et la date d'échéance de l'option.

b) Une option est dite à l'européenne, si elle n'est exerçable qu'à l'échéance de l'option.

On remarque clairement que l'option américaine est plus chère du fait de son large droit d'exécution.

¹ Cette appellation n'a rien avoir avec le lieu de création ou de transaction de l'option.

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de changeC- L'échéance :

Au delà de l'échéance, l'option n'a plus de raison d'être donc, elle n'a plus de valeur.

L'échéance peut être:

- N'importe quel jour ouvré où le sous-jacent est effectivement traité sur le marché de gré à gré.
- L'option est plus chère dans le premier cas, car le sur mesure coûte toujours plus cher que le prêt à porter.

D- Le type d'option:

Il s'agit soit d'une option d'achat (un call) ou d'une option de vente (un put), selon l'opération afférente où l'acquéreur peut soit vendre ou acheter l'option selon le sens de la transaction.

a) Achat d'un call ou d'un put :

- Achat d'un call est une démarche de spéculation à la hausse du cours de l'actif sous jacent.
- Achat d'un put est une opération de spéculation à la baisse du cours de l'actif sur le marché.

b) Vente d'un put et d'un call :

- Vendeur de call espère que la hausse du cours de l'actif sous jacent sera inférieure au montant de la prime.
- Vendeur d'un put sait que la baisse du cours du sous jacent ne doit pas dépasser le cours initial du sous jacent et sa perte maximale ne peut dépasser le montant de la prime.

E- La prime de l'option:

C'est à dire le coût où le prix de l'option choisi par celui qui veut acheter ou vendre cette option.

On peut traiter n'importe quel sous-jacent, sur n'importe quelle place, et à n'importe quelle échéance, à condition qu'il existe des intérêts opposés, si le nombre d'intérêts représente un lot d'intérêt suffisant, cela suffit pour créer un marché.

3-2 -Les déterminants du prix d'une option :

Le prix de l'option dépend de deux éléments fondamentaux:

- L'écart entre le prix d'exercice et le cours au comptant, appelé valeur intrinsèque de l'option (niveau minimal de la prime),
- La probabilité d'exercer l'option, appelée la valeur temps.

3-2-1 – La valeur Intrinsèque :

La valeur intrinsèque est positive ou nulle selon que l'on ait intérêt à exercer l'option immédiatement ou pas. Elle n'est jamais négative car l'acheteur de l'option ne peut que gagner en exerçant son option, ou ne pas perdre en ne l'exerçant pas. La valeur intrinsèque est égale au gain que procurerait l'option si on l'exerçait immédiatement (ou Si l'on pouvait l'exercer immédiatement pour une option européenne). Dans le cas où l'exercice de l'option se traduit par une perte, alors il n'y a pas d'exercice et la valeur intrinsèque de l'option est nulle,

Pour une option d'achat, la valeur intrinsèque de l'option est égale à la différence entre le cours au comptant de la devise sous-jacente et le prix d'exercice, et pour une option de vente à la différence entre le prix d'exercice et le cours au comptant de la devise sous-jacente.

Une option d'achat (vente) est dite "in the money"(ITM) ou dans la monnaie si son prix d'exercice est inférieur (supérieur) au cours au comptant de la devise sous-jacente. Sa valeur intrinsèque est positive.

Une option d'achat (vente) est dite "out the money"(OTM) ou en dehors de la monnaie si son prix d'exercice est supérieur (inférieur) au cours au comptant de la devise sous-jacente. Sa valeur intrinsèque est nulle. Une option d'achat (vente) est dite "at the money"(ATM) ou à la monnaie si son prix d'exercice est égal au cours au comptant de la devise sous-jacente. Sa valeur intrinsèque est nulle.

La valeur intrinsèque de l'option d'achat = $\text{MAX} [0, S - K]$; où S est le cours au comptant de la devise sous-jacente et K le prix d'exercice. La valeur intrinsèque de l'option de vente = $\text{MAX} [0, K - S]$

La valeur intrinsèque d'une option évolue tous les jours en fonction du cours de l'actif sous-jacent.

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

	Option d'achat	Option de vente
$S < K$	Out of the money	In the money
$S = K$	At the money	At the money
$S > K$	In the money	Out of the money

Source : Mohamed DAOUAS et autres, op-cit , p 272

3-2-2 - La valeur temps :

La valeur temps est égale à la différence entre le prix de l'option et la valeur intrinsèque de l'option. Même si l'exercice immédiat de l'option n'est pas intéressant (valeur intrinsèque nulle), la valeur de l'option est égale à la valeur temps. Si on se situe avant l'échéance, la valeur temps est expliquée par la probabilité que le cours de l'actif sous-jacent évolue dans le futur¹ et rend l'exercice de l'option intéressant.

La valeur temps mesure la probabilité d'une augmentation de la valeur intrinsèque pendant la durée de vie restante de l'option. Elle décroît à mesure que l'on se rapproche de l'échéance pour finalement s'annuler à l'échéance de l'option. La valeur temps est maximale lorsque le cours au comptant est égal au prix d'exercice. Ceci traduit le fait que c'est près du prix d'exercice que le cours de l'actif sous-jacent a le plus de chances de s'écarter fortement de celui-ci. Les gains potentiels sont donc relativement importants lorsque le cours est proche du prix d'exercice et les intervenants sont prêts à payer beaucoup plus que la valeur intrinsèque.

3-3 -Les stratégies de couverture optionnelle :

3-3-1-Les stratégies de base (élémentaire) :

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

Quatre stratégies élémentaires peuvent être menées concernant les options de change :

¹ - Pour l'acheteur d'un call (put), la valeur temps est liée à la probabilité de voir le cours spot de l'actif sous-jacent augmenter (diminuer) par rapport au prix d'exercice avant l'échéance.

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

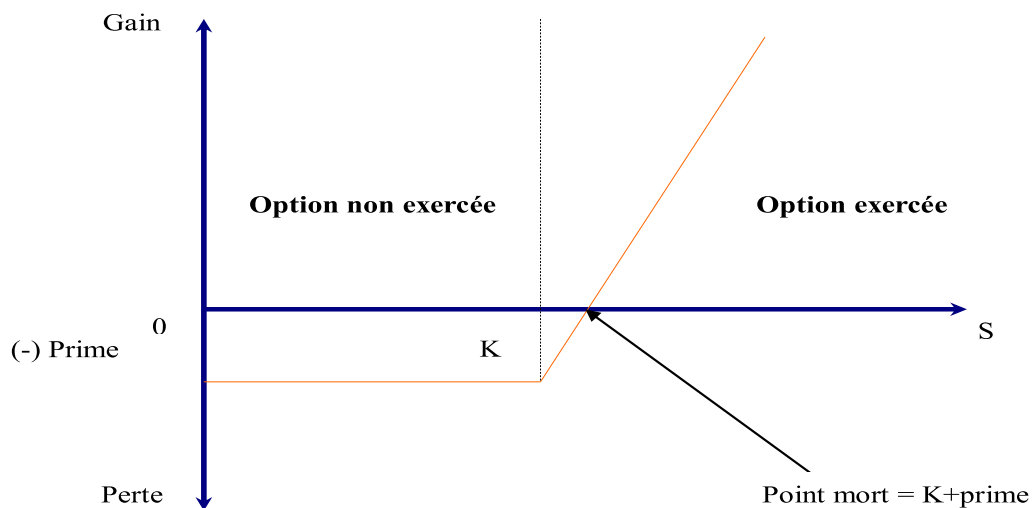
- l'achat d'une option d'achat (call):

L'achat d'une option d'achat donne à l'opérateur le droit , mais pas l'obligation , d'acheter des devises à un prix d'exercice , noté K , spécifié au moment de l'achat .

Le risque de l'acheteur est limité au moment de la prime, noté C , qu'il accepte de verser immédiatement au vendeur de l'option pour obtenir le droit de se déclarer acheteur. Son gain est, en revanche, illimité.

Le profit des gains et des pertes d'un acheteur d'option d'achat, au dernier jour d'exercice de l'option, est reproduit au graphique suivant :

Schéma n° 2: Profil des gains et pertes d'un acheteur d'option d'achat « Call »



Lors du dénouement, si le cours spot (S) est inférieur au prix d'exercice (K), le profit de l'acheteur de l'option est nul .Dans le cas contraire, pour chaque augmentation d'une unité du cours spot par rapport au prix d'exercice, le profit de l'acheteur de l'option est augmenté d'autant.

L'achat d'un call est en fait similaire à une position longue lorsque les cours augmentent .Cependant , lorsque les cours diminuent , l'achat d'un call est moins risqué qu'une prise de position longue .En effet , dans ce cas , la perte sur le call se réduit à la prime , alors que la perte sur la position longue est illimitée.

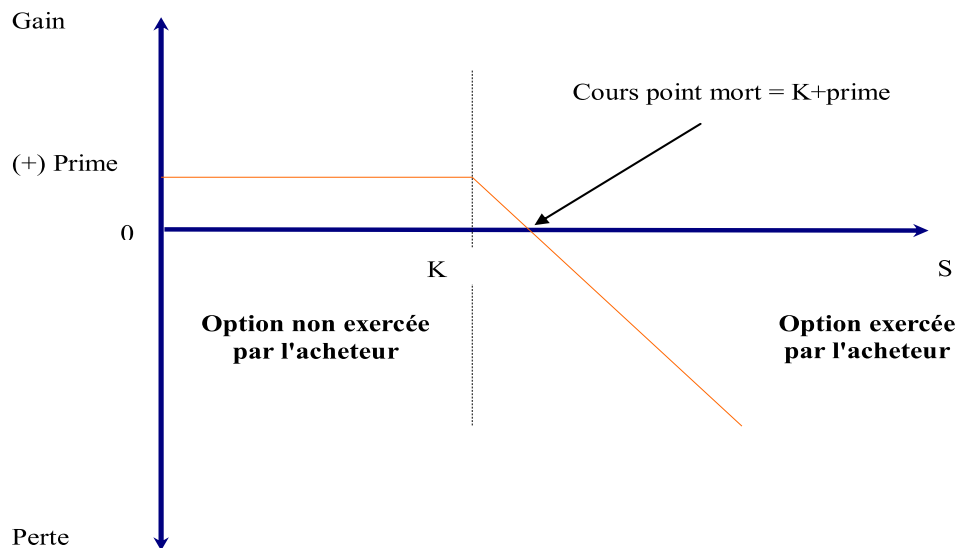
-La vente d'une option d'achat (call) :

Le vendeur d'une option d'achat est soumis à la volonté de l'acheteur .Il doit livrer des devises si l'acheteur exerce son option, quel que soit le cours au comptant de la devise.

Le profit du vendeur d'option est limité au montant de la prime qu'il encaisse. Son risque est, en revanche, illimité.

Le profit des gains et des pertes d'un vendeur d'option d'achat, au dernier jour d'exercice de l'option, est reproduit au graphique suivant :

Schéma n° 3 : Profil des gains et pertes d'un vendeur d'option d'achat « Call »



Source : Mohamed DAOUAS et autres, op-cit, p 267

Au delà du prix d'exercice, chaque fois que le cours spot augmente d'une unité, le résultat global du vendeur du call diminue d'une unité. Inversement, en deçà du prix d'exercice, ce résultat est insensible à l'évolution du cours spot.

La vente d'un call est en fait assimilée à une position courte lorsque les cours augmentent.

- L'achat d'une option de vente (put):

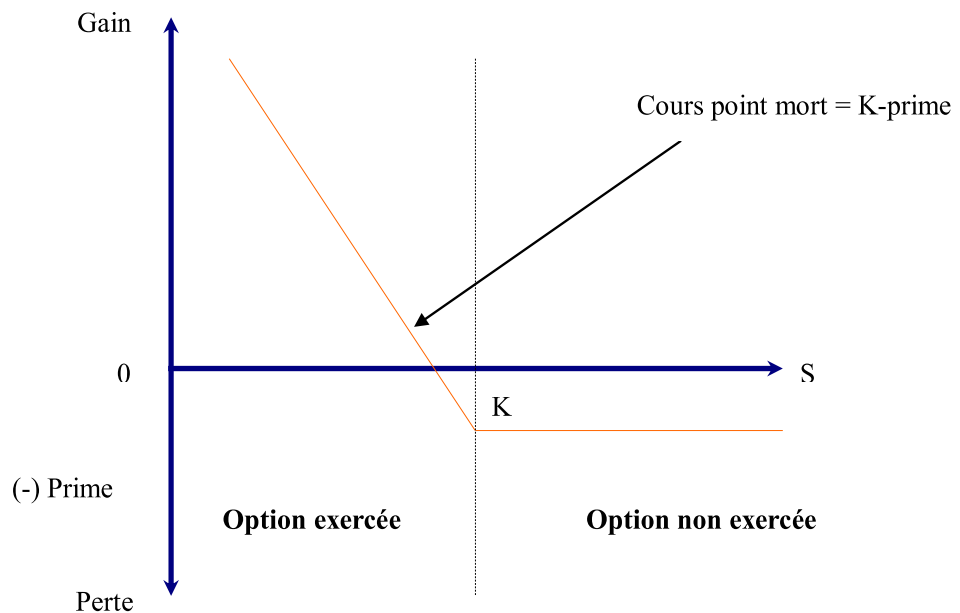
L'achat d'une option de vente donne à l'opérateur le droit, mais pas l'obligation, de vendre des devises à un prix d'exercice spécifié au moment de l'achat.

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

Le risque de l'acheteur est limité au moment de la prime qu'il accepte de verser immédiatement au vendeur de l'option pour obtenir le droit de se déclarer vendeur. Son gain est, en revanche, élevé. Il peut aller théoriquement jusqu'à $(K - \text{prime})$ lorsque $S = 0$.

Le profit des gains et des pertes d'un acheteur d'option de vente, au dernier jour d'exercice de l'option, est reproduit au graphique suivant :

Schéma n°4: Profil des gains et pertes d'un acheteur d'option de vente « Put »



Source : Mohamed DAOUAS et autres, op-cit, p 268

En deçà du prix d'exercice, chaque fois que le cours spot augmente d'une unité, le résultat global de l'acheteur du put augmente d'une unité. Par contre, au delà du prix d'exercice, ce résultat est insensible à l'évolution du cours spot.

L'achat d'un put est en fait similaire à une position courte lorsque les cours diminuent.

-La vente d'une option de vente (put) :

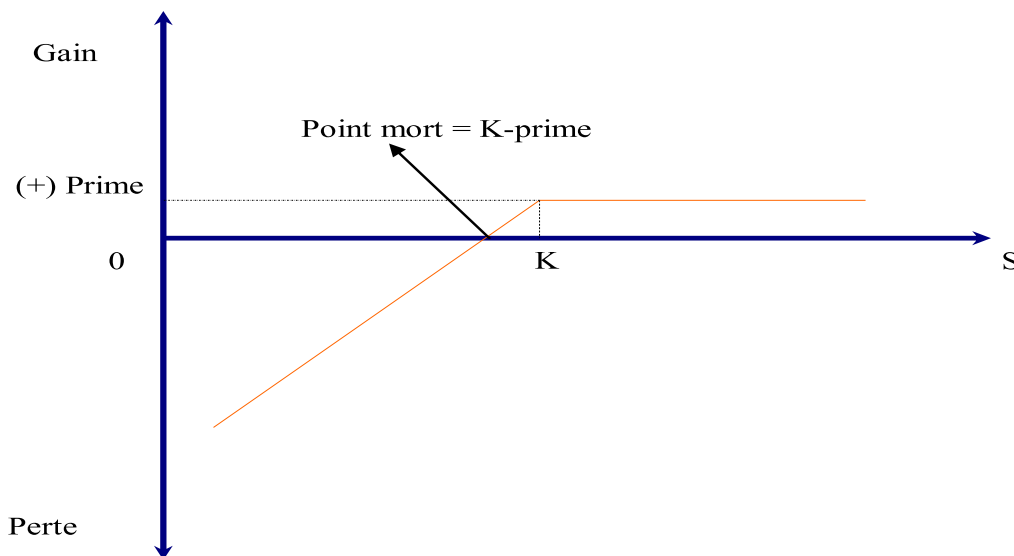
Le vendeur d'une option de vente est soumis à la volonté de l'acheteur. Il doit recevoir les devises et payer le prix d'exercice si l'acheteur exerce son option, quel que soit le cours au comptant de la devise.

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

Le profit du vendeur d'option est limité au montant de la prime qu'il encaisse. Son risque est, en revanche, élevé. Il peut aller théoriquement jusqu'à $(-K+prime)$ lorsque $S = 0$.

Le profit des gains et des pertes d'un vendeur d'option de vente, au dernier jour d'exercice de l'option, est reproduit au graphique suivant :

Schéma n° 5: Profil des gains et pertes d'un vendeur d'option de vente « Put »



Source : Mohamed DAOUAS et autres, op-cit, p 269

En deçà du prix d'exercice, chaque fois que le cours spot diminue d'une unité, le résultat du vendeur du put diminue d'une unité. Par contre, au delà du prix d'exercice, ce résultat est insensible à l'évolution du cours spot.

La vente d'un put est en fait similaire à une position longue lorsque les cours diminuent.

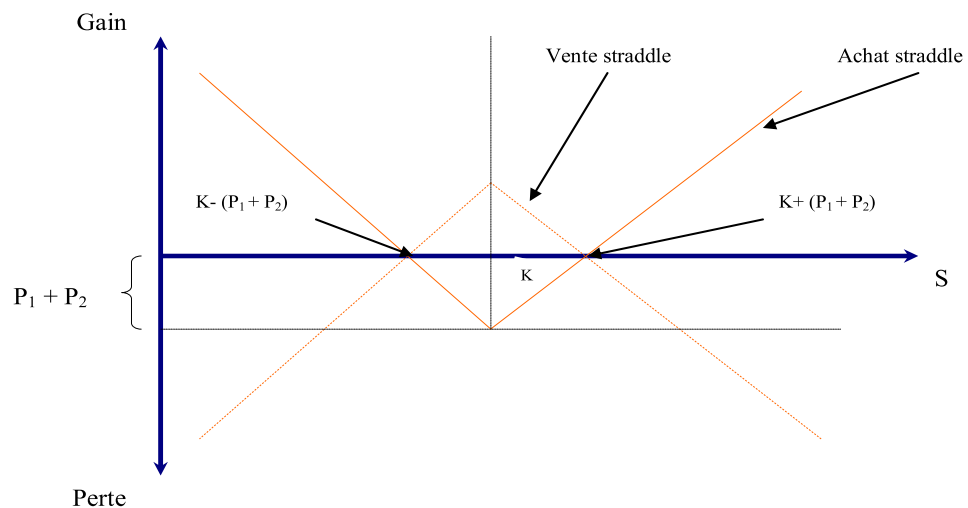
3-3-2-Les stratégies complexes d'option de change :

Contrairement aux stratégies de base, les stratégies complexes sont fondées sur l'achat et /ou la vente de call et/ou de put dont le sous-jacent porte sur la même parité de change .Ces stratégies sont utilisées à des fins de couverture ou de spéculation dans le but de réduire le coût de la couverture ou de dégager un gain avec une faible mise de fonds initiale.

A-Le straddle ou stellage :

Le straddle est une combinaison d'un call et d'un put portant sur la même parité, de même prix d'exercice et de même échéance. Un opérateur peut effectuer un achat de straddle ou une vente de straddle.

L'acheteur d'un straddle anticipe un fort décalage du cours de change par rapport au prix d'exercice, suffisant pour que soit l'option d'achat, soit l'option de change puisse être exercée avec un profit dépassant le coût d'achat des options $P_1 + P_2$. Il fait, en d'autres, le pari d'une forte volatilité.

Schéma n° 6 : Stratégie du *straddle*

2

Le vendeur du straddle qui encaisse les deux primes P_1 et P_2 fait le pari inverse d'une faible volatilité : il réalisera des gains tant que le cours restera à l'intérieur de la fourchette

$$K \pm (P_1 + P_2)$$

B-Le Strangle :

L'achat d'un Call ou d'un Put permettent de jouer des **mouvements de hausses** (pour CALL) ou de baisses (pour le Put). Cette méthode s'avère particulièrement efficace dans les marchés directionnels. Toutefois, les marchés ne se sont pas toujours en tendance. Les cours d'un actif peuvent évoluer dans un range c'est-à-dire entre un support et une résistance tout deux horizontaux et assez proche.

Le Strangle est une stratégie d'option qui permet de profiter de ces configurations.

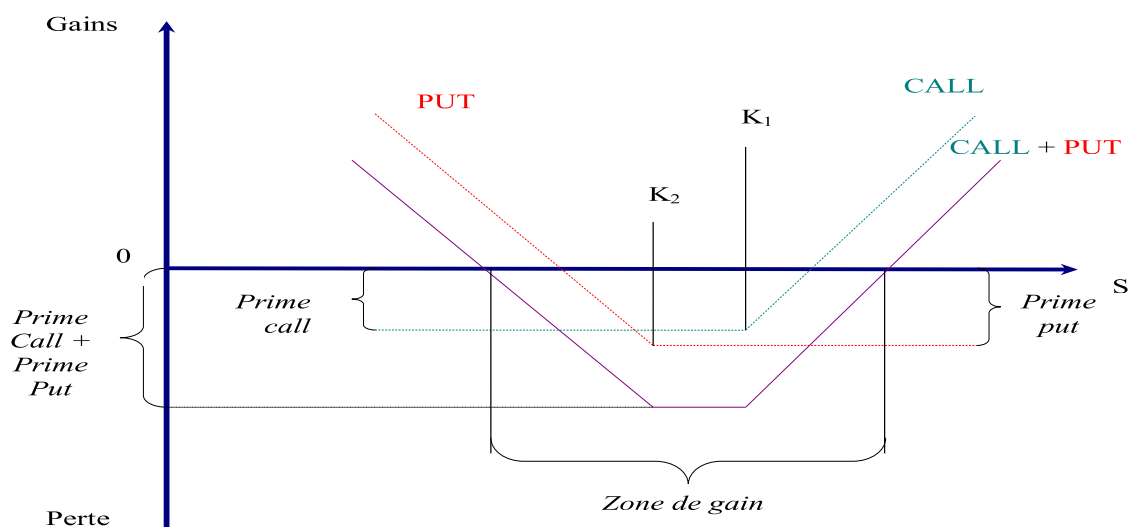
L'achat d'un strangle

L'achat d'un strangle correspond à l'achat (en ouverture position) simultané d'un call et d'un put de même échéance mais à des prix d'exercice différents. Au plus ces prix sont hors de la monnaie, au moins cher coûte le strangle. L'acheteur d'un strangle anticipe un marché très volatil indépendamment du sens de celui-ci. C'est précisément, ce qui peut être anticipé avant la publication d'une statistique.

Deux situations possibles :

- *Démarrage en hausse* (cassure de la résistance du range), vous vendez votre put avec une légère perte et vous conservez votre call (dont le gain compensera largement la perte du put).
- *Démarrage en baisse* (cassure du support du range), vous vendez votre call avec une légère perte et vous conservez votre put (dont le gain compensera largement la perte du call).

Schéma n° 7 : Le Strangle



Source : schéma élaboré à partir de : <http://www.trading-school.eu/glossaire-bourse/fiche-Strangle-106>

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de changeLa vente d'un strangle

La vente d'un strangle correspond à la vente (en ouverture position) simultanée d'un call et d'un put de même échéance mais à des prix d'exercice différents. Cette stratégie d'option permet de parier sur un maintien des cours dans le range.

A l'échéance, si les cours sont toujours dans le canal, les options n'ont plus de valeur temps (nous sommes à l'échéance) et elles n'ont plus de valeur intrinsèques puisqu'elles ont été acquise hors de la monnaie. La valeur de ces options est donc nulle. Le bénéfice correspond à la totalité des primes encaissées.

Cette stratégie est particulièrement risquée dans la mesure où le risque de perte est illimité (vente des options). Il est indispensable alors dans ce type de stratégie d'option de fixer un ordre stop.

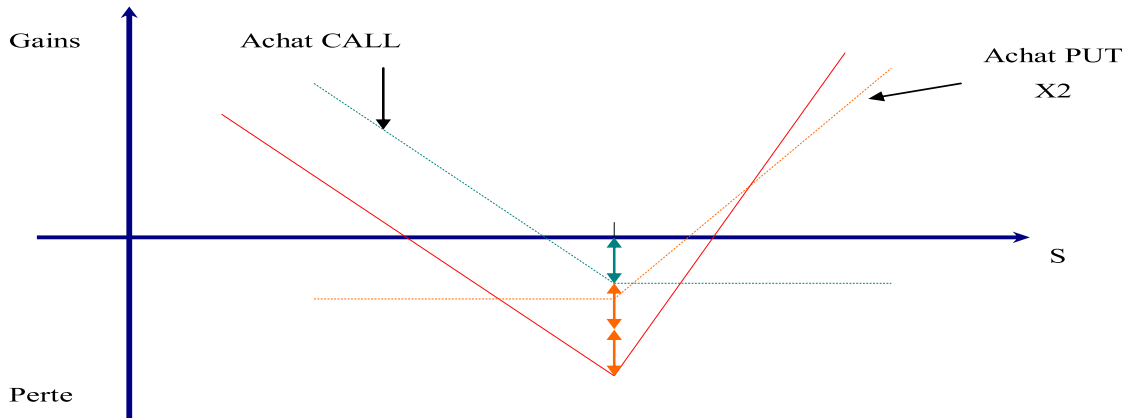
Dans le cas d'un strangle (achat ou vente), les options vendues ou achetées doivent être hors de la monnaie.

C-Les Strips et les Straps :

Les Strips et les Straps sont des stratégies dont la construction est proche de l'achat d'un straddle. Le straddle se réalise en achetant (en ouverture de position) simultanément un Call et un Put de même échéance et de même prix d'exercice tous deux à la monnaie.

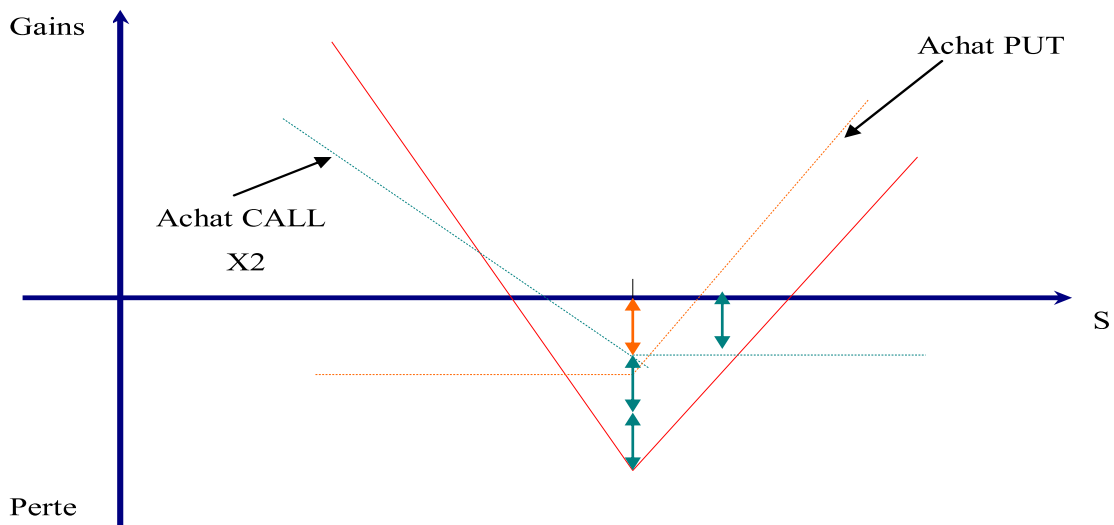
- Dans le cas d'un Strip, le trader prend une position longue sur un call et sur deux puts de prix d'exercice, cours spot de sous-jacent et échéance identiques.
- Le Strap implique une prise de position longue sur deux calls et sur un put (prix d'exercice, cours spot de sous-jacent, échéance identiques).

Schéma n° 8: Achat de Strap



Source : schéma élaboré à partir de :<http://www.trading-school.eu/glossaire-bourse/fiche-Straps-et-Strips-249> consulté le 28/12/2009

Schéma n° 9 : Achat de Strip



Source : schéma élaboré à partir de :<http://www.trading-school.eu/glossaire-bourse/fiche-Straps-et-Strips-249> consulté le 28/12/2009

L'objectif du strap et du strip est identique à celui du straddle, à savoir profiter de la forte variation du cours du sous-jacent. Cependant, en achetant soit deux calls soit deux puts, le trader estime que la variation des cours du sous-jacent est plus probable dans un sens. Ainsi,

le trader qui met en place un strip parie sur une forte variation du cours du sous-jacent qu'il estime plus probable à la baisse. Le trader qui construit un strap anticipe un fort mouvement, plus probable à la hausse.

3-4-Les avantages et les inconvénients des options de change :

La couverture optionnelle présente des avantages et des inconvénients:

1 -Les avantages de la couverture optionnelle:

- Garantit à l'acheteur de l'option un cours maximum d'achat (ou un cours minimum de vente);
- Souplesse d'utilisation (prix d'exercice, échéance);
- Permet de couvrir des positions de change conditionnelles (risques aléatoires);
- Permet à l'acheteur de profiter d'une évolution favorable des cours;
- Outil de gestion dynamique du risque de change: la revente de l'option est possible;
- Instrument de hors bilan (seule la prime est échangée lors de la conclusion du contrat).

2-Les inconvénients de la couverture optionnelle:

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

3-5 -Evaluation d'une option sur devises ¹ :

Le modèle de Garman et Kohlhagen (1983) est la première application directe des modèles pionniers de Black et Scholes (1973) et Merton (1973) (conçus initialement pour évaluer les options sur actions) à l'évaluation des options de change européennes ayant comme sous-jacent un taux de change au comptant. Garman et Kohlhagen ont assimilé la devise à un actif rapportant un dividende continu égal au taux d'intérêt étranger. Grâce à sa simplicité, le

¹ Mohamed DAOUES et autres, op-cit , p 274

modèle de Garman et Kohlhagen, s'est rapidement imposé dans les salles de marché et auprès des praticiens.

A-Le modèle de Garman et Kohlhagen (1983) :

Ce modèle, basé sur un raisonnement d'arbitrage, repose sur le principe de constitution d'un portefeuille sans risque composé d'une part d'options et d'autre part de l'actif sous-jacent. En l'occurrence, l'actif sous-jacent étant une devise, l'optique du modèle est de couvrir une position d'option par une position au comptant dans la devise concernée, dans la mesure où il existe une corrélation entre l'évolution du cours de change et celui du prix des options. Le portefeuille sans risque c'est-à-dire théoriquement insensible aux fluctuations du cours a comme rendement le taux d'intérêt domestique sans risque.

A côté d'hypothèses restrictives comme l'absence d'impôt et de coûts de transaction, la constance des taux d'intérêt, Garman et Kohlhagen ont défini une loi de comportement statistique du taux de change. Les fluctuations du cours sont décomposées en une partie déterministe et une partie aléatoire. Le taux de rendement instantané du taux de change est régi par l'équation suivante: $dS/S = \mu dt + \sigma dZ$

Avec S : Taux de change au comptant d'une unité de devise étrangère en terme de monnaie locale.

dS/S : Le taux de rendement instantané du taux de change.

μ : L'espérance, supposée constante, du taux de rendement instantané du taux de change.

σ : L'écart type annualisé, supposé constant, du taux de rendement instantané du taux de change. Ce paramètre appelé volatilité est une variable inobservable qu'il faut estimer à partir des observations passées des rendements du taux de change.

dZ : Un processus de Wiener standard suivant une loi normale.

La formule obtenue d'un call européen sur devise et la suivante :

$$C_t = S_t \times e^{-r_E \tau} \times N(d_1) - K \times e^{r_L \tau} \times N(d_2) \quad (1)$$

$$\text{Avec } d_1 = \frac{\ln[S/K] + (r_L - r_E + \frac{\sigma^2}{2})\tau}{\sigma\sqrt{\tau}}$$

$$\text{Et } d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{\tau}$$

$N(.)$: est la fonction de répartition de la loi normale centrée réduite ,

$$N(d) = \int_{-\alpha}^d \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-\frac{x^2}{2}} dx.$$

C_t : La valeur, à un instant t , d'un call européen sur devise étrangère.

K : Le prix d'exercice du call.

τ : La période de temps calculée en années (ou fraction d'années) séparant l'instant de la cotation t et l'échéance T , donc $\tau = T - t$.

r_L : Taux d'intérêt local, constant, pour l'échéance T exprimé en pourcentage annuel.

r_E : Taux d'intérêt étranger, constant, pour l'échéance T exprimé en pourcentage annuel.

Le prix de l'option de vente sur la même devise sous-jacente, de même prix d'exercice et échéance, est lié au prix de l'option d'achat par la relation de parité call-put suivante :

$$C_t - P_t = S \times e^{-r_E \tau} - K \times e^{-r_L \tau}$$

$$\text{Donc : } P_t = S_t \times e^{-r_E \tau} \times (N(d_1) - 1) - K \times e^{-r_L \tau} \times (N(d_2) - 1)$$

$$\text{Ou encore } P_t = K \times e^{-r_L \tau} \times N(-d_2) - S_t \times e^{-r_E \tau} \times N(-d_1) \quad (2)$$

B- Estimation de la volatilité d'une option sur devise :

La volatilité est la variable déterminante pour évaluer les options. La volatilité d'un cours de change reflète la variabilité de ses fluctuations au cours du temps. C'est un indicateur qui mesure la fréquence et les amplitudes de fluctuations autour de la moyenne au cours d'une période d'observation donnée.

En effet, pour évaluer une option avec le modèle de Graman et Kohlhagen, toutes les variables, au moment de la cotation sont observables sauf la volatilité qu'il faut estimer. Les méthodes basées sur la volatilité historique et la volatilité implicite sont les plus utilisées par les praticiens.

1- la volatilité historique :

C'est l'écart type des rendements quotidiens passés de l'actif sous-jacent de l'option. La démarche générale pour estimer la volatilité historique d'une devise comprend 7 étapes :

- Déterminer le point de départ du processus en fixant la date initiale t_0 .

Chapitre II : Les techniques de couverture du risque de change

- Retenir les cours de clôture passés d'une devise par rapport à la monnaie locale, notés S_t , et ce sur la plus grande période possible, une année étant en général une durée suffisante, ce qui correspond à environ 350 jours ouvrables et permet par conséquent d'obtenir 350 observations de S_t .

- Former les rendements continus quotidiens $R_t = \ln\left(\frac{S_t}{S_{t-1}}\right)$. Soit T le nombre des 349 rendements obtenus à partir des 350 observations de S_t .

- Déterminer la moyenne des rendements $\hat{\mu} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T R_t$

- Déterminer la variance des rendements $Var_h = \frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (R_t - \hat{\mu})^2$

- Calculer l'écart type des rendements quotidiens $\hat{\sigma}_h = \sqrt{Var_h}$

- Evaluer la volatilité historique comme étant l'écart type annualisé $\hat{\sigma}_h = \sqrt{T} \hat{\sigma}_h$

La principale faiblesse de la volatilité historique est l'hypothèse, rejetée empiriquement de sa constance dans le temps. Pour évaluer une option, il faut estimer la volatilité future et non passée, laquelle varie dans le temps.

2- la volatilité implicite :

La méthode retenue pour obtenir la volatilité implicite (Implied Standard Deviation) consiste à extraire la valeur de la volatilité à partir du prix coté et observé de l'option. La méthode consiste à introduire dans le modèle de Garman et Kohlhagen différentes valeurs de la volatilité fin d'approcher au plus près le prix observé de l'option. Ce mécanisme de convergence est réalisé par des approximations successives. La volatilité implicite permet de connaître l'anticipation des observateurs sur la variabilité future du cours.

Dans la pratique, étant donné que chaque option a sa propre volatilité implicite, les teneurs de marché, qui cotent les prix des options, utilisent une volatilité implicite moyenne déterminée de la manière suivante ¹:

¹- Yves SIMON, Samir MANNAI, op-cit, p 212,213

$$\overline{ISD} = \frac{\sum_{i=1}^n \omega_i ISD_i}{\sum_{i=1}^n \omega_i}$$

avec :

ISD_i , la volatilité implicite de l'option i .

ω_i , le poids de l'option i , évalué par exemple par le nombre de contrats négociés.

Empiriquement , les chercheurs ont constaté un biais au niveau des volatilités implicites .Cela traduit la réaction asymétrique (non linéaire) à la baisse ou à la hausse du marché .Cette non linéarité des marchés financiers a suscité un impressionnant développement de techniques statistiques non linéaires pour expliquer et prévoir le comportement du marché .Parmi ces techniques , les méthodes Garch ont connu un grand succès.

Conclusion :

La forte volatilité des cours de change oblige les opérateurs économiques dans le commerce international à se préoccuper des problèmes de couverture du risque de change .Plusieurs techniques sont utilisées, techniques internes ou externes, traditionnelles ou modernes ,ce que nous avons essayé de présenter à partir de ce chapitre.

Dans nombreux pays cependant, la réglementation des changes limite les possibilités de couverture. Au sein des opérateurs économiques, se développent les prévisions de change qui permettent une stratégie plus efficace.

En Algérie, avec la création du marché interbancaire, la valeur du Dinar est déterminée par le libre jeu de l'offre et de la demande. Le risque de change est désormais une réalité internationale.

A cet effet, nous essayerons dans la dernière partie de cette étude de présenter l'expérience algérienne dans le processus de la gestion des risques de change.

**Partie III : La Réalité Algérienne dans le Processus
de la Gestion des Risques de Change**

CHAPITRE I :

**L'EVOLUTION DU REGIME DE CHANGE
EN ALGERIE**

Introduction :

Depuis l'indépendance, l'évolution de régime de change en Algérie peut être décrite comme une adaptation des instruments de contrôle de la politique de change aux exigences propres à chaque phase de développement de l'économie algérienne.

L'Algérie s'est engagée depuis la fin des années 80 dans un programme de réformes économiques matérialisées par la mise en place d'un ensemble de mesures, entre autres celle relatives à la libération du régime de change en raison du rôle prédominant de la variable taux de change dans la régulation de l'ensemble des flux physiques et monétaire. Ainsi ce chapitre élucide l'itinéraire emprunté par les autorités économiques dans la détermination du taux de change.

On va aborder dans la première section, l'évolution des changes durant la période de contrôle de change. C'est une période marquée par un taux de change fixe doublé par un contrôle des changes.

L'ajustement progressif du taux de change inscrit dans le cadre du passage de l'Algérie vers l'économie de marché, ainsi que la mise en place d'un marché interbancaire des changes, l'objet de la deuxième section.

Section 1 : Période de contrôle de change (du 1962 à 1994) :

Au début de l'indépendance, L'Algérie était rattachée à la zone franc, sa monnaie était librement convertible et transférable. Afin de limiter le fuite de capitaux, le contrôle de change et la réglementation des opération du commerce extérieur furent institués dès 1963 .Cependant, ce n'est que vers la fin des années 1960 , que le contrôle de change et la convertibilité administrative de la monnaie nationale ont été institués d'une monnaie stricte ¹.

Cette période est caractérisée par deux types de régime de change :

- Régime de change fixé par rapport a une seule monnaie
- Régime de change fixé par rapport a un panier de monnaies

1-1 Régime de change fixé par rapport à une seule monnaie :1-1-1 - Appartenance a la zone franc (1962-1963) :

Au lendemain de l'indépendance, l'Algérie faisait encore partie de la zone franc qui est régie par les règles de change suivantes

- Un contrôle des changes à l' occasion des transactions commerciales vis-à-vis des régions situées hors de la zone franc;
- Une liberté totale du commerce extérieur et de transfert de capitaux a l'intérieur de cette zone.

Face aux risques générés par la fuite massive des capitaux et aux déséquilibres de la balance des paiements, il fut urgent d'instituer un contrôle de change. Cette mesure est apportée par le décret n° 63-111 du 19 octobre 1963 qui précise que l'Algérie quitte la zone franc pour gérer de manière autonome ses politiques monétaires et de change. Le contrôle instauré interdisait aux résidents la constitution d'avoirs monétaires financiers et immobiliers à l'étranger à partir de leurs activités en Algérie et rendait obligatoire la cession des ressources en devises provenant du rapatriement du produit des exportations à la Banque centrale.

1-1-2- Ancrage par rapport au Franc français (1964-1973) :

Les changements de la politique de change intervenus à la fin de 1963 se sont concrétisés par l'institution du dinar algérien (en place du franc algérien adopté depuis l'indépendance) par la loi 64-111 du 10 avril 1964. Il était défini à parité fixe avec le franc français à raison

¹ Mohamed KENNICHE ,*Analyse de l'évolution du taux de change du dinar en rapport avec l'ajustement structurel de l'économie algérienne* , Thèse de doctorat d'Etat , Université d'Oran , 2003, p 193

d'un dinar pour un franc et un poids d'or fin de 180 mg. Les valeurs des autres monnaies par rapport au dinar étaient définies par référence à leur parité avec le franc dans le cadre du système de BRETTON WOODS.

Les inconvénients de cette politique se sont fait sentir suite à la dévaluation du franc français de 1969 par rapport au dollar engendrant ainsi la dépréciation du dinar par rapport aux monnaies principales.

Avec l'effondrement du système de BRETTON WOODS et les conséquences auxquelles il a donné lieu à savoir, le flottement généralisé des monnaies et la démonétisation de l'or, l'Algérie a été amenée à revoir sa politique de change des 1973.

1-2 Régime de change fixé par rapport à un panier de monnaie (1973-1994):

Suite à l'effondrement de BRETTON WOODS et le flottement généralisé des monnaies qui s'en suivi, l'Algérie change le système de cotation du dinar en optant pour la parité des taux de change par rapport à un panier de quatorze (14) monnaies étrangères pondérées selon l'ordre d'importance de la devise en question dans la structure des échanges commerciaux et financières avec l'Algérie.

La pondération des monnaies du panier était fonction de la part de la monnaie dans les échanges commerciaux (la monnaie comme unité de compte et moyen de paiement) et de la répartition par devise de la dette extérieure (la monnaie comme réserve de valeur). De ce fait, le dollar américain occupait une place relativement importante dans le panier (pondération autour de 40%) à partir du moment où sa présence était prédominante dans les recettes d'exportation (95% des recettes proviennent de l'exportation des hydrocarbures qui sont libellées en USD sur le marché mondial) et le service de la dette.

1-2-1- Politique de change passive (1973-1986):

Ce qui caractérise cette politique est le fait que la parité de la monnaie nationale soit fixée en totale négligence des soubassements économiques et financiers de cette monnaie.

L'orientation en matière de politique de change pendant cette période a permis une stabilité du dinar algérien mais alors une stabilité artificielle due à une gestion administrée du taux de change déconnectée de la réalité des fondamentaux économiques comme l'érosion du pouvoir d'achat intérieur du dinar. En effet, l'Algérie a financé pendant longtemps par la création

monétaire les déficits budgétaires qui, accumulés, ont créé une situation de surliquidité dans l'économie. Cette surliquidité aggravée par l'incapacité des entreprises publiques à rembourser leurs dettes du fait de leur très faible productivité a accru les tensions inflationnistes longtemps contenues par un système de contrôle des prix.

La parité du dinar maintenue administrativement par le contrôle des changes n'avait pas reflété ces fondamentaux économiques, en réalité, elle était surévaluée. En outre, cette parité administrative favorisait un laxisme dans les politiques économiques et financières intérieures du moment que le taux de change ne constituait pas une contrainte.

Donc, d'une part, le pouvoir d'achat du dinar à l'extérieur est soit stable soit réévalué grâce au contrôle des changes et l'effet d'appréciation du dollar vis-à-vis des autres monnaies du panier, et d'autre part son pouvoir d'achat intérieur se dégrade. Les conséquences de cette situation sont les suivantes :

- La perte de compétitivité des marchandises locales par rapport aux marchandises importées.
- Les restrictions d'accès au marché de change accompagnées de politiques de contingentement des importations ont donné naissance au marché de change parallèle de devises qui couvre des besoins d'importation à usage spéculatif ou de consommation superflue.
- Du fait du poids du dollar dans le panier de référence, son appréciation par rapport aux autres monnaies du panier durant la première moitié des années 1980 a provoqué une appréciation réelle d'environ 50% du dinar algérien, ce qui a eu pour effet de miner la compétitivité des exportations hors hydrocarbures.

1-2-2 - Politique de change active (1986-1994) :

Jusqu'en 1986, année du contre-choc pétrolier, il n'y avait eu aucun changement d'orientation quant aux moyens et objectifs de la politique de change. Mais, avec cet événement subi par l'Algérie et qui a impliqué la baisse des recettes d'exportation et le resserrement de la contrainte extérieure, il n'était plus possible de maintenir la même

Chapitre I : L'évolution du régime de change en Algérie

politique de change. L'Algérie a du tenter de compenser la baisse des recettes pétrolières par des emprunts à l'étranger et le renforcement des restrictions sur les importations. En parallèle, les autorités de l'époque ont adopté une politique de change active.

Cette politique consistait à ajuster le taux de change pour éliminer la surévaluation du dinar, cet ajustement commençant par des dévaluations rampantes (glissement de parité) non annoncées.

A- Glissement progressif du dinar :

Les autorités avaient effectué dès 1987 une série de dépréciations du Dinars vers la baisse, comme le montre le tableau ci-après:

Tableau n° 9 : Evolution du taux de change du dinar par rapport au Dollar américain
(La période 1987-1990, trimestriellement)

Désignation	Trimestre	Dotation DZD/USD	Evolution DZD/USD (en % de 1986=100)
1987	I	4,668	96,782
	II	4,851	100,580
	III	5,082	105,370
	IV	4,936	102,342
1988	I	5,297	109,827
	II	5,965	123,678
	III	6,601	136,865
	IV	6,731	139,560
1989	I	7,066	146,506
	II	7,712	159,900
	III	8,094	167,820
	IV	8,032	166,535
1990	I	7,967	165,187
	II	8,731	181,028
	III	9,492	196,806
	IV	12,191	252,767

Source : FMI, statistiques financières internationales (différentes éditions)

Il ressort du tableau ci-dessus que la politique de glissement du dinar est menée jusqu'au bout traduisant, comme nous l'avons souligné, l'éventuel appui du FMI. Ce qui prouve sans conteste la ferme volonté des autorités monétaires à gérer le taux de change de manière plus active. A cette occasion, il est à noter qu'en ayant pour fond un programme de stabilisation

macro-économique soutenu, ce recours s'est caractérisé par la signature du premier accord stand-by en 1989. Mais, en raison de l'augmentation spectaculaire du prix du pétrole jusqu'à 40 \$ le baril à la suite de la guerre du golfe en 1990, l'accord n'a pas eu lieu.

On observe que, tout au long de la période 1987-90, l'évolution en baisse continue du taux de change se faisant lentement puis s'accélérait à grande vitesse le dernier trimestre de 1990 en atteignant 12,191 DZD pour un dollar américain; soit une baisse de l'ordre de 150% par rapport à 1986.

Les conséquences de cette dévaluation rampante ont été particulièrement néfastes au cours de cette période:

1- Le glissement progressif du dinar a engendré, en particulier, des pertes de change considérables aux opérateurs économiques pouvant paralyser toutes les activités de production, et partant, les investissements. C'est la raison pour laquelle on créa un fonds de stabilisation des changes pour aider à atténuer et à compenser les graves pertes pour l'économie nationale. Par ailleurs, la tendance à la baisse du dinar provoquerait l'érosion des avoirs en dinars convertibles. A cet effet, ces comptes furent remplacés par des comptes en devises au profit de toutes les branches sauf des hydrocarbures (le règlement 90-02 du 08 septembre 1990).

2 - Au cours de ces années, en raison, entre autres, de la libération progressive des prix adoptée par les autorités du pays à partir de 1986, le rythme de l'inflation s'est accéléré fortement.

3- Sur le plan externe, la balance des opérations courantes a subi une détérioration de 1985 à 1989 à cause de la dégradation du prix du pétrole, et partant la baisse des recettes d'exportations d'hydrocarbures. A la fin de 1990, une amélioration de cette balance a été enregistrée avec un excédent de 1,35 milliards de dollars. Ceci est à lier à la guerre du golfe qui a induit des relèvements des prix du pétrole. Rappelons, à cette occasion, les fluctuations des cours du baril après avoir présenté la situation de la balance courante au cours de cette période, comme suit :

Tableau n° 10 : Evolution du compte des opérations courantes (en milliards de dollars)

	1986	1987	1988	1989	1990
Exportation de biens et services	8,11	9,39	8,36	10,08	13,40
Importation de biens et services	11,78	9,28	9,74	11,07	11,48
Balance des biens et services	-3,67	0,11	-1,38	-0,99	1,92
Revenu de capital (net)	-1,43	-1,53	-2,01	-1,89	-2,09
Transferts courants (nets)	-1,80	1,49	1,51	1,73	1,53
Balance courante	-3,30	0,07	-1,88	-1,15	1,35

Source : Banque d'Algérie

A la lumière de ces résultats aussi négatifs reflétant en grande partie la dépendance de l'économie algérienne à un produit unique, l'adoption d'une stratégie réaliste pour améliorer les exportations hors hydrocarbures s'impose de façon impérative.

4 - Les effets sur la balance des paiements d'une économie en transition se définissent aussi à travers la manière dont la contrainte des réserves de changes est affectée.

L'on remarquera, que le niveau des réserves en devises est tombé dangereusement bas. Ces réserves ont baissé à moins de 80 millions de dollars pour atteindre l'équivalent de moins de vingt cinq jours pour 1990. De ce fait, la reconstitution d'un matelas de réserves de change doit être l'objectif principal des autorités algériennes.

5 - Pour ce qui concerne l'analyse de la balance des capitaux, l'accent est mis sur l'élément principal de cette balance pour l'Algérie. Il s'agit de la dette extérieure qui a constitué l'une des préoccupations majeures intéressant aussi bien les profanes que les spécialistes, et ce, compte tenu l'évolution baissière des recettes pétrolières depuis 1986.

B- Les dévaluations officielles :1- La dévaluation de 1991 :

Face à la détérioration de la situation économique, les autorités algériennes se sont engagées en 1991 dans le programme d'ajustement macro économique appuyé par le FMI.

Ce programme articulé autour d'une politique rigoureuse de gestion de la demande et une dépréciation sensible du dinar visant le réalignement des prix relatifs et ouverture de l'économie ; ainsi en septembre 1991 les autorités monétaires ont procédé à une première dévaluation officielle du dinar par rapport au dollar de l'ordre de 22%, ainsi le cours du dinar est passé à 18.5 DZD pour 1 USD.

Cette dévaluation a eu pour effet le rapprochement du cours du dinar sur le marché officiel de celui du marché parallèle.

En effet, l'écart qui a été de 5 au milieu des années 1980 est passé à 2 en 1991.

De 1991 à 1994, le taux annuel moyen de dépréciation du dinar s'établissait autour de 4 % portant le cours officiel du dinar à environ 24 dinars pour un dollar. Cependant cette relative stabilité ne reflétait pas les forces réelles de l'économie.

Ce précédé peut être mieux illustré, en ce référant au tableau suivant :

Tableau n°11 : Evolution du taux de change du dinar après la dévaluation de 1991 et de celle de 1994

Année	Cotations		Evolution (1990=100)	
	DZD/USD	DZD/FRF	DZD/USD	DZD/FRF
1991	21 ,765	4,029	185,65	184,9
1992	22,440	4,156	192,20	190,7
1993	23,966	4,092	205,27	187,7
1994	42,972	7,897	368,00	362,4

Source : Banque d'Algérie

Si l'on observe l'évolution de la balance commerciale de plus près on aperçoit que les résultats très positifs avec recul peuvent être expliqués, entre autres, par un double effet: la baisse des exportations pétrolières et non pétrolières et la hausse des importations. Autrement dit, jusqu'à la veille de la deuxième dévaluation (1994), le taux de couverture des importations par les exportations était plus que totale, mais en enregistrant une détérioration notable de plus de 42% entre 1991 et 1993, comme cela apparaît du tableau suivant, ainsi:

Tableau n°12 : Evolution des résultats globaux du commerce extérieur Algérien (1991-1994)

Unité	Désignation	1991	1992	1993	1994
Millions USD	Importation	7681	8406	8788	9365
Millions USD	Exportation	12101	10837	10091	8340
Millions USD	Balance commerciale	4420	2431	1303	- 1025
%	Taux de couverture	157,54	128,92	114,83	89,05

Source : Centre National de l'informatique et des Statistiques (CNIS)

Concernant les réserves de change, elles sont constituées principalement d'or et de devises, les réserves de change ont connu une amélioration sensible des 1991 atteignant 1,6 MRDS de dollars (soit 2 mois d'importation de biens et services). Par la suite, la reconstitution des réserves de change s'est poursuivie de presque 1,5 milliards de dollars en 1992 et 1993, niveau légèrement inférieur à celui de 1991 (soit 1 mois et 25 jours d'importations). En 1994, elles ont atteint 2,64 MRDS de dollars (soit plus de 2 mois et 27 jours d'importation de biens et service), comme l'atteste le tableau suivant:

Tableau n° 13: Evolution des réserves de change en valeur et en mois d'importation (1991- 1994)

Désignation	Unité	1991	1992	1993	1994
Réserves en devises	MRDS USD	1,61	1,51	1,47	2,64
Réserves en mois d'importation biens et services	mois	2,03	1,80	1,86	2,9

Source : Banque d'Algérie

Les progrès réalisés, quoi que toujours insuffisants, dans la constitution d'un niveau confortable de devises permettent de préserver la stabilité du «panier—dinar» vis à vis des autres monnaies du fait qu'on est encore inséré dans un système de taux de change fixe. Par

ailleurs, cela permettait également de consolider la position extérieure de l'Algérie, et portant, de concrétiser dans les plus brefs délais, la convertibilité du dinar.

2- La dévaluation de 1994 :

Pour la première fois depuis la crise financière de 1986, l'Algérie a frôlé une situation de cessation de paiement consécutivement à la conjonction des problèmes cités précédemment et d'autres. A titre indicatif, il a été avancé qu'en 1994 le creusement du déficit courant était considérable puisque les recettes atteignant seulement 8 milliards de dollars alors que le service de la dette dépassaient les 9 milliards de dollars.

A cet égard, les autorités algériennes se trouvaient contraintes de recourir à d'autres apports financiers du FMI et de procéder au rééchelonnement de la dette. Nonobstant son rôle capital à œuvrer de concert avec les créanciers et les débiteurs, le FMI exigerait en parallèle l'engagement de l'Algérie, dans une lettre d'intention, à appliquer un programme d'ajustement structurel.

Conçu, généralement, pour instaurer les éléments constitutifs d'une économie de marché, ce programme est constitué d'un ensemble de mesures et de réformes sur les plans internes. Au parallèle, cet engagement s'est concrétisé par la signature d'un accord stand-by approuvé le 27 mai 1994 dont le montant était de l'ordre de 1 milliard de dollars pour une durée possible de se renouveler ultérieurement.

En termes plus clairs, comme le fait judicieusement observer *Dr Mourad Goumiri*, "les autorités économiques ont procédé à une série d'ajustement du levier prix dans le cadre d'une politique à étages successifs. En effet, après la hausse des prix d'un certain nombre de produits dits de première nécessité (qui continueront à augmenter en fin d'année afin d'atteindre l'équilibre souhaité) c'est autour du prix de l'argent (taux d'intérêt créditeurs et débiteurs) puis et au prix des devises (taux de change) qui ont fait l'objet d'un glissement de l'ordre de 10% au début de l'année, puis d'une dévaluation de 40,17% au mois d'avril, soit un

total de quelques 50%¹. Par rapport au panier de monnaies sur lequel il était aligné dans cet ordre d'idée, l'on affirme qu'il n'y a pas d'accord entre le FMI et un pays où il n'est pas prévu que ce dernier dévalue sa monnaie nationale, c'est à dire réduire sa valeur par rapport aux monnaies étrangères².

Section 2 : Période de libération de régime de change (de 1994 à ce jour) :

La libéralisation de régime des changes a été entamée en avril 1994 dans le cadre de la mise en application du programme de stabilisation économique (Stand by).

2-1-Le Mécanisme de Fixing :

Reconnaissant la nécessité de renforcer sensiblement la compétitivité de l'économie algérienne, l'ajustement du taux de change a été grandement réactivé ; et ce moyennant un régime obéissant à une discipline du marché.

A cet égard, l'évolution progressive du système de détermination du taux de change vers le marché interbancaire des changes a été précédée par l'institution, grâce à l'instruction n° 94 - 61 du septembre 1994, d'un système de "Fixing".

A- Définition et mode opératoire :

Le Fixing est défini comme un système de cotation par enchère, basé sur des séances quotidiennes réunissant les représentants des banques commerciales sous la présidence de la banque d'Algérie³. L'organisation des séances de Fixing du taux de change du dinar, applicables à partir du jeudi septembre 1994, est du ressort exclusif de Banque d'Algérie avec la participation des représentants des banques commerciales résidant bien entendu.

Cela étant, le déroulement des opérations de cotation s'effectue de la façon suivante :

1- A l'ouverture de chaque séance (hebdomadaire puis quotidienne), les représentants des banques primaires se retrouvent autour d'un représentant de la banque d'Algérie à 11 heures

¹ Goumiri Mourad , Rééchelonnement ,crédit stand by :Répercussions sur les EPE ,Mutation-N°8 ,p 46

² Benachenou , Réformes économiques , Dette et Démocratie , P139

³ A.HIOUANI , **Le marché international en Algérie** , Media-Bank , n°24 ,1996, p 3

au siège de la banque d'Algérie L'intervention de chacune des parties participantes s'opère selon leurs positions respectives dans ce nouveau dispositif de fixage du taux de change du dinar. D'un côté, la banque centrale, en tant qu'adjudicataire, annonce le taux de change plancher ainsi que le montant de devises exprimé dans la monnaie "pivot", le dollar américain, qu'elle est en mesure de vendre à ce taux. De l'autre côté, les banques, qui centralisent les demandes de leurs clients, feront leurs soumissions. A l'intérieur, chaque banque précise montant qu'elle désire acquérir en même temps que les prix qu'elle est prête à payer.

2 - L'atteinte d'un taux d'équilibre ne peut pas s'obtenir automatiquement .L'équilibre peut nécessiter des révisions successives jusqu'à l'adéquation de l'offre et de la demande quasi-parfaite. Ceci est conforme au cas où l'offre émanant de la banque d'Algérie s'avérerait inférieure à la demande des banques ; et les ajustements se poursuivront jusqu'à son équilibre final. Par contre, si le montant offert par la banque d'Algérie est ou supérieur à la demande émanant des banques commerciales, le cours du dinar qui sera fixé pour cette séance de fixage sera celui du moins - disant, c'est à dire le taux le plus bas proposé par ces banques.

B - Faits et Résultats :

Alors que les autorités monétaires s'efforçaient de réunir les conditions permettant d'assurer un passage réussi vers l'économie de marché, les premiers résultats révélaient qu'il est énormément difficile de maîtriser certains déséquilibres macro-économiques.

Nonobstant, le concours incontestable du FMI qui en la signature, d'abord de l'accord stand-by en avril 1994, puis de l'accord de facilité de financement élargi (FFE) en Mai 1995 dans le cadre de réformes structurelles à moyen terme, la baisse du prix du pétrole et du dollar américain en 1995 ont négativement influencé les recettes d'exportation en hydrocarbures, et partant, réduit les marges de manœuvre des décideurs et gestionnaires, en particulier la gestion du taux de change et de l'endettement.

Quoiqu'il en soit, il est encore tôt pour porter un jugement adéquat sur le fonctionnement du système de Fixing. Cela n'empêche pas de souligner certains faits et résultats ayant marqué notre économie sur la période allant de l'application de nouveau mode de gestion à la mise place du marché des changes.

Chapitre I : L'évolution du régime de change en Algérie

Le tableau suivant présente les principaux résultats obtenus au cours de la période en considération ; ainsi :

Tableau n°14 : Etat des indicateurs économiques

Désignation	Unités	1995
Indice des prix à la consommation	%	15
Balance des opérations courantes en valeur	MRD USD	2,23
Balance des opérations courantes /PIB	%	5,4
Solde budgétaire /PIB	%	1,4
Dette totale	MRD USD	32,5
Dette totale/PIB	%	78,6
Service de la dette /Recettes d'exportation	%	42,5
Réserves de change en mois d'importation	Mois	2,1
Taux de change moyen	DA/USD	47,66

Source : Bouzemlal Faiza, La détermination du taux de change à Travers la parité du pouvoir d'achat Cas de l'Algérie, Mémoire de Magister , Alger ,1999, p 162

A la lecture du tableau ci - dessus, il ressort les constatations suivantes :

1 - On remarque, en effet, que malgré une baisse remarquable de l'inflation à taux annuel à 15% à la fin de 1995 (contre 39% en 1994), ce taux reste fort élevé par rapport à la norme internationale (moins de 3%). Cette amélioration est due essentiellement "à la forte dépréciation du dinar et à l'ajustement des prix administrés des produits subventionnés".

2 - En matière d'assainissement des finances publiques, les progrès réalisés étaient de taille. En effet, l'adoption d'une politique budgétaire prudente a permis de réduire le déficit jusqu'à 1,4% en 1995 (contre 7,71% en 1993). Et cela, en dépit de la baisse des recettes fiscales issues des hydrocarbures qu'à induit la chute des cours du pétrole.

3 - Les résultats du commerce extérieur enregistrés en 1995 font ressortir une tendance davantage à la baisse ; et ce pour les mêmes raisons citées plus haut. En effet, le solde des opérations courantes s'est détérioré à concurrence de 2,23 milliards de dollars qui est de 5,4% du PIB. Pour ce qui concerne, toutefois, la balance commerciale, le taux couverture des importations par exportations s'est amélioré légèrement, passant de 89% en 1994 à 95,16% en 1995.

4- Les réserves de change sont toujours faibles, n'assurant que deux mois d'importation en biens et services .Cette faible amélioration n'est que la conséquence de l'allègement de l'endettement et taux accords conclu avec les institutions internationales.

5- Malgré la détente financière obtenue suite au rééchelonnement effectué en 1994 , l'Algérie eut recours une deuxième fois au rééchelonnement en juillet 1995 .A cet effet , le ratio du service de la dette par rapport aux recettes d'exportation a été ramené à 42 ,5% après avoir atteint 85,5% .Son recours au club de paris¹ lui a permis de conclure 17 accords bilatéraux de rééchelonnement de la dette publique .En effet , conformément à cet accord , la durée totale du remboursement s'étalera sur 17 années pour l'assiette 1995 (soit la moitié du total de la dette rééchelonnée) et de 15 ans pour l'assiette de l'année 1997 (20% du total).Alors que du club de Londres ,elle a pu conclure en juin 1996 le rééchelonnement de la dette privée portant sur un montant de 3,2 milliards de dollars , la durée du rééchelonnement est de 16 années (12,5 années pour la partie de la dette déjà reprofilé en 1992 et en 1993) avec un délai de grâce de 6,5 années .

En définitive, l'amélioration substantielle de ces indicateurs économiques conjuguée aux mutation profondes que connaissent le cadre institutionnel et réglementaire sont de nature à permettre d'entamer, de façon satisfaisante, la deuxième étape dans le processus de mise en place des mécanismes de marché dans détermination du change .Il s'agit de l'institution du marché interbancaire des changes.

2-2- Le marché de change interbancaire :

La levée du monopole de l'Etat sur le commerce extérieur dès le début de l'année 1991 marque le début de l'abondant du régime de contrôle et de l'administration du marché de change. Sur le plan juridique, l'instauration de la libre convertibilité de la monnaie nationale et du marché de change interbancaire en Algérie n'a été effective qu'en décembre 1995.

A- Cadre réglementaire :

¹ Il y a donc lieu de relever que le club de Paris comprend 16 pays concernés par les négociation de la dette publique de l' Algérie .Il s'agit de Allemagne, Autriche , Belgique, Canada, Danemark, Espagne, Etat-Unis,Finland,France, Hollande, Italie, Japon, Norvège, Portugal, Suède et la Suisse.

La Banque d'Algérie a procédé à la promulgation de textes réglementaires qui régissent le marché de change, il s'agit notamment de :

- Le règlement 95-07 du 23 décembre 1995 modifiant et remplaçant le règlement 92-04 du 22 mars 1992 relatif au contrôle des changes ;
- Le règlement 95-08 du 23 décembre 1995 relatif au marché des changes ;
- L'instruction 78/95 du 26 décembre 1995 portant règles relatives aux positions de change ;
- L'instruction 79/95 du 26 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché des changes.

A- Définition :

Le marché de change interbancaire est défini d'une manière classique (comme tous les marchés de change) par le lieu où les banques et les établissements financiers négocient librement des opérations d'achat ou de vente de devises contre de la monnaie nationale, pour leur compte ou pour leurs clients.

Selon le règlement de la Banque d'Algérie, la convertibilité du dinar reste limitée aux opérations du compte courant ainsi qu'au paiement des dépenses de soins et d'éducation; lorsque ces deux dernières opérations sont réalisées à l'étranger.

Sur le marché de change interbancaire du dinar, les cours de change se déterminent suivant l'offre et la demande des devises. Cependant, la banque d'Algérie est autorisée à intervenir au moyen des recettes d'hydrocarbures, pour éviter que les cours de change du dinar atteignent des niveaux indésirables.

B- Organisation:

Le marché de change interbancaire du dinar comprend deux compartiments: le premier concerne les opérations de change au comptant et le second les opérations de change à terme. Pour ce deuxième compartiment, la livraison des devises se fait suivant un cours de change et un délai fixé par les deux parties lors de la transaction. Ce délai peut varier de 3 jours à une année.

A l'heure actuelle, Le marché de change interbancaire du dinar demeure encore inachevé. Le marché des opérations de change à terme n'est pas encore ouvert bien qu'il soit prévu dans le règlement de la Banque d'Algérie de 1995. Le compartiment réservé aux produits dérivés et au swap sur des devises est également inexistant.

C- L 'offre et la demande du marché de change interbancaire du dinar :

L'offre de devises sur le marché de change interbancaire provient:

- des interventions de la Banque d'Algérie lors des opérations d'achat de monnaie nationale (cession de devises)
- de la part des recettes d'exportation hors hydrocarbures, que tout exportateur en Algérie est tenu de céder contre de la monnaie nationale.
- des crédits financiers ou emprunts en devise, contractés par les banques et les établissements financiers pour leur compte ou pour leurs clients.
- des sommes provenant d'achat sur le marché de change interbancaire du dinar.

La demande de devises sur le marché de change interbancaire sert à couvrir les opérations courantes des banques et établissements financiers ainsi que celles de leurs clients. Ces opérations sont limitées au financement que nécessitent les opérations d'exportation hors hydrocarbures, à la couverture des importations et au paiement du service de la dette extérieure.

D-Fonctionnement du marché de change interbancaire :

Les banques et les établissements financiers sont autorisés, dans le cadre de la réglementation du contrôle du commerce extérieur et des changes à ¹:

- Vendre aux banques non-résidentes la monnaie nationale contre des devises étrangères librement convertibles,

¹ Article 7 de l'instruction 79/95 du 26 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché des changes, Banque d'Algérie.

Chapitre I : L'évolution du régime de change en Algérie

- Vendre des devises étrangères librement convertibles contre la monnaie nationale détenue dans un compte en dinars convertibles,
- Acheter et vendre des devises étrangères librement convertibles contre des devises étrangères librement convertibles,
- Acheter et vendre entre intermédiaires agréés du marché interbancaire des changes des devises librement convertibles contre monnaie nationale.

Les ressources en devises laissées à la disposition des banques et des établissements financiers afin d'intervenir sur le marché sont ¹:

- Les recettes provenant des exportations hors hydrocarbures et produits miniers, à l'exclusion de la partie revenant à l'exportateur conformément à la réglementation en vigueur ;
- Les sommes provenant de tout crédit financier ou d'emprunt en devises contracté par les intermédiaires agréés pour leur besoin propre ou pour celui de leur clientèle ;
- Les sommes provenant d'achats effectués sur le marché des changes.²

Les banques peuvent faire appel à ces ressources, pour couvrir leurs opérations courantes ou celles de leur clientèle, à savoir ²:

- Le refinancement et les avances sur recettes provenant des exportations hors hydrocarbures et produits miniers ;
- La couverture d'acomptes non finançables relatifs aux contrats d'importation ;
- La couverture, en cash, d'importations de biens ou de services ne bénéficiant pas de financement extérieur ;
- Le paiement des échéances de dettes extérieures ;
- Toutes autres obligations de paiement conformes à la réglementation.

E- Surveillance du marché de change interbancaire :

La surveillance du fonctionnement du marché de change interbancaire est une des missions de la Banque d'Algérie.

¹ Article 4 du règlement 95-08 du 23 décembre 1995 relatif au marché des changes, Banque d'Algérie.

² Article 5, de l'instruction 78/95 du 26 décembre 1995 portant règles relatives aux positions de change, Banque d'Algérie.

L'instauration du marché interbancaire des changes était accompagnée par l'introduction de normes prudentielles relatives aux positions de change.

A ce titre, les positions de change sont déterminées à partir des éléments suivants :

- Les éléments d'actif et de passif libellés en devises étrangères, y compris les intérêts courus, à payer ou à recevoir, échus ou non échus ;
- Les opérations de change au comptant et à terme ;
- Les opérations d'achat et de vente de titres ainsi que d'instruments financiers à terme libellés en devises étrangères ;
- Les différences d'intérêts courus, à payer ou à recevoir, échus ou non échus, relatifs aux opérations de hors bilans ;
- Les intérêts à payer ou à recevoir non courus relatifs à des opérations de bilan et de hors bilan lorsqu'ils ont fait l'objet d'une opération de couverture ;
- Les garanties et engagements similaires libellés en devises étrangères lorsqu'ils sont certains d'être appelés ou d'être irrévocable.

Sont exclues dans le calcul des positions de change :

- Les opérations dont le risque de change est supporté par l'Etat,
- Les positions structurelles, c'est à dire les immobilisations corporelles et incorporelles, les titres de participation, les titres de filiales ainsi que la dotation des succursales à l'étranger.

Les banques et établissements financiers sont tenus de respecter en permanence les règles prudentielles suivantes :

- Un rapport maximum de 10 % entre le montant de leur position longue ou courte dans chaque devise étrangère et le montant de leurs fonds propres ;
- Un rapport maximum de 30 % entre la plus élevée des sommes des positions longues ou des positions courtes pour l'ensemble des devises et le montant de leurs fonds propres¹.

Le risque lié au non-respect de ces ratios peut entraîner une perte de crédibilité de la politique de change du dinar et une grave crise financière. Le Mexique, les pays asiatiques, le

¹ Article 3 de l'instruction 78/95 du 26 décembre 1995 portant règles relatives aux positions de change, Banque d'Algérie.

Brésil, l'Argentine et plus récemment le Venezuela sont des exemples qui témoignent de ce genre de situation.

Afin de répondre à ces obligations, les banques et établissements financiers intervenant sur le marché interbancaire des changes doivent disposer :

- D'un système permanent de mesure permettant d'enregistrer immédiatement les opérations en devises et de calculer les résultats ainsi que les positions de change globales et les positions de change par devise étrangère ;
- D'un système de surveillance et de gestion des risques encourus faisant apparaître les limites fixées par les responsables autorisés et les conditions dans lesquelles ces limites sont respectées ;
- D'un système de contrôle permanent visant à vérifier le respect des procédures internes nécessaires pour assurer le respect des deux dispositions précédentes¹.

Les banques et établissements financiers ont l'obligation d'adresser quotidiennement à la Banque d'Algérie (Direction Générale des Relations Financières Extérieures, DGRFE) une déclaration reprenant leurs positions de change par devise étrangère².

Ils se doivent également d'établir régulièrement les états statistiques suivants³:

- Etat quotidien des transactions de change ;
- Etat des transactions de change par date d'échéance ;
- Etat récapitulatif des opérations de change par devises et date d'échéance ;
- Situation quotidienne de trésorerie par devise ;
- Situation périodique de trésorerie par devise ;
- Situation quotidienne de trésorerie devise (c/v en Dinars) ;
- Situation périodique de trésorerie devise (c/v en Dinars).

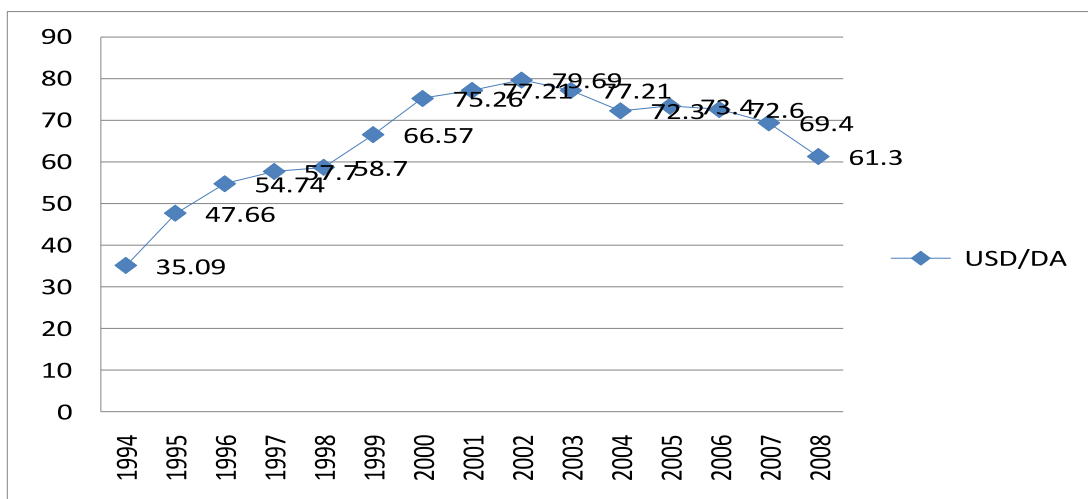
¹ Article 2, de l'instruction 78/95 du 26 décembre 1995 portant règles relatives aux positions de change, Banque d'Algérie.

² Article 11, de l'instruction 78/95 du 26 décembre 1995 portant règles relatives aux positions de change, Banque d'Algérie.

³ Article 41 de l'instruction 79/95 du 26 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché des changes, Banque d'Algérie.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution de taux de change par rapport au dollar , il indique que le cours de change USD/DZD a augmenté pendant l'année 1995 en raison de la mise en oeuvre de la convertibilité commerciale du dinar dans l'année précédente (la libéralisation des paiements au titre des importations a été effective en 1994). On observe une augmentation du taux de change de 1994 à 2002 ,ce qui explique que les pouvoirs publics ne cessent de modifier la réglementation relative à la convertibilité du dinar algérien ,dans le but d'aboutir à long terme à la convertibilité totale .Cette convertibilité étant indispensable pour la promotion d'un environnement favorable aux investissements des non résidents dans un climat de détente et de stabilité du taux de change .

Graphique n°1 : L'évolution des cours USD/DZD : de 1994 à 2008



Source : statistique financière international (FMI)

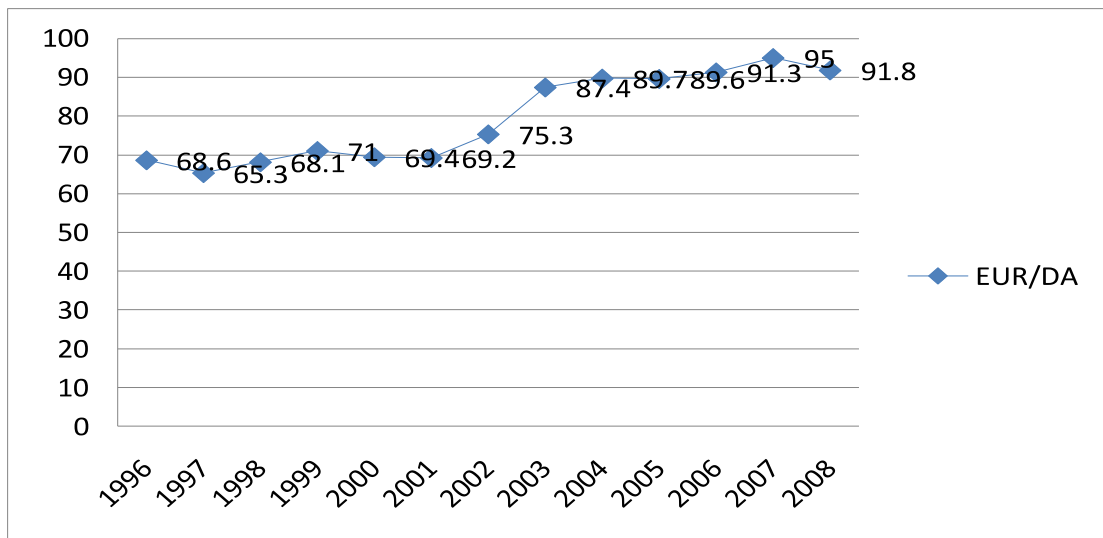
Il ressort aussi qu'avec l'entrée de l'euro, l'adaptation à cette nouvelle monnaie a été plus rapide en Algérie que dans certains pays de l'union monétaire. Les conséquences du passage à l'euro se sont, surtout et en premier lieu fait ressentir sur le marché parallèle des devises ou circule le gros de la masse monétaire de devises qui rentre sur le marché algérien (voir le graphique n° 2).

Le passage à la monnaie unique européenne, a permis à l'économie nationale de tirer quelques avantages ,parmi lesquels , un renforcement de la concurrence économique entre

Chapitre I : L'évolution du régime de change en Algérie

partenaires de service de la zone euro dans la mesure où seuls les critères de performance et de fiabilité d'un bien seront appréciés, le risque de change étant annihilé, les coûts des biens et services en provenance des pays de l'union européenne ont été, plus ou moins améliorés : une amélioration des coûts de refinancement du fait de l'élargissement du marché.

Graphique n°2 : L'évolution des cours EUR/DZD : de 1996 à 2008



Source : statistique financière internationale (FMI)

Conclusion :

Après cet aperçu des différentes étapes de l'évolution de régime des changes en Algérie, on remarque que le système de cotation utilisé par les autorités monétaires pendant la période de contrôle des changes vise à :

- Protéger l'économie nationale des fluctuations des autres monnaies.
- Réaliser les ajustements nécessaires aux différentes crises traversées par le pays, puisque la gestion de taux de change du dinar algérien, et le traitement des opérations qui en découlaient étaient restées purement administratifs, ne reflète en aucun cas sa valeur réelle.

En fin que les autorités monétaires ont porté certains assouplissements à la régulation des changes permettant aux banques commerciales d'intervenir directement sur le marché interbancaire des changes pour la couverture des besoins de leurs clientèles, par le biais de la banque d'Algérie.

Cet assouplissement ne pouvait avoir lieu sans la dévaluation du dinar. Celle –ci est devenue inéluctable en raison de l'importance du déséquilibre extérieur et de flagrantes distorsions des prix relatifs qui ont pénalisé les exportations et encouragé les importations.

CHAPITRE II :

**PRESENTATION ET ANALYSE DE L'APPLICATION DES
TECHNIQUES DE COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE EN
ALGERIE**

Introduction :

L'Algérie s'est engagée dans la voie de la libéralisation de son économie ; et ce , à travers les programmes de stabilisation puis les politiques d'ajustement structurel .Mais l'application des différentes mesures devrait sous forme des dévaluations successives de la valeur de la monnaie nationale, ce qui entraîne les opérateurs économiques algériens à subir des pertes de changes considérables, conduisant les autorités monétaires d'introduire des mesures correctives pour de mieux gérer ce risque.

A ce titre, nous allons essayer dans ce chapitre de procéder à l'étude de la gestion des risques de change en Algérie et de citer dans la première section les différentes techniques de couverture applicable par les entreprises économiques algériennes.

On va présenter dans la deuxième section une étude d'un échantillon de certaines entreprises algériennes face au risque de change.

Nous verrons par la suite la couverture des risques dans un pays voisin- Tunisie, en proposant la possibilité de mettre en place d'un système de couverture en Algérie .

Section 1 : Les techniques de couverture des risques de change en Algérie :

L'Algérie a connu pendant les périodes de restructuration et de la baisse des prix de pétrole une grande pénurie de devises faisant ainsi baisser la valeur du dinar par rapport aux devises étrangères. C'est pourquoi la banque centrale a mis en place des techniques de couverture du risque de change qui se sont limitées au change à terme (achat à terme uniquement). Ce dernier a été défini pour la première fois par le règlement 91-07 du 14 août 1991 portant les règles et les conditions de change.

L'achat à terme de devises a revêtu deux formes :

2.1. L'achat à terme avec décaissement à échéance :

L'instruction 30-91 du 27 octobre 1991 a fixé les conditions et modalités de l'achat à terme de devises. Il consiste en l'engagement du client à acheter à terme des devises qui serviront à la couverture des paiements extérieurs, le décaissement des dinars ainsi que la livraison des devises ne se font qu'à la levée du terme².

L'achat à terme peut être engagé à tout moment, à la demande du client, pour une durée comprise entre 3 mois et 36 mois.

La banque commerciale joue uniquement le rôle d'intermédiaire entre son client et la Banque d'Algérie (qui détermine le cours à terme applicable). A ce titre, elle perçoit une commission d'achat à terme de devises de 0,25 % du montant en dinars de la transaction .

2.2. L'achat à terme avec décaissement immédiat :

L'instruction 28-93 du 1er avril 1993 a fixé les conditions et modalités de l'achat à terme avec décaissement immédiat. Cette technique ne diffère de l'achat à terme avec décaissement à échéance que par le fait du décaissement des Dinars à la conclusion du contrat, les devises sont évidemment livrées à échéance. Ainsi, le cours appliqué pour toutes les échéances n'est autre que celui observé le jour de l'introduction de la demande d'achat auprès de la Banque d'Algérie, soit le cours spot du jour.

*Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie*

Suite à la modification en 1994 du cadre réglementaire régissant le commerce extérieur, la Banque d'Algérie a procédé à l'abrogation des deux instructions 30-91 et 28-93 relatives aux conditions et modalités d'achat à terme de devises.

Section 2 : L'entreprise algérienne face aux risques de change :

Afin d'illustrer l'impact de l'absence d'un système de couverture contre le risque de change sur les entreprises algériennes, nous allons étudier un échantillon de certaines entreprises publiques et privées ayant des transactions avec l'étranger.

2-1- La méthodologie de l'étude :

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

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

A- Le questionnaire :

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

Ce questionnaire était destiné aux entreprises publiques et privées qui entretiennent des relations avec l'étranger. Parmi ces entreprises, il y a des filiales d'entreprises étrangères multinationales. Il leur a été adressé dans la période août /septembre 2010.

B- Choix d'échantillon :

Nous avons prévu un échantillon de taille minimale de 100 entreprises. Malheureusement 20 seulement ont donné suite à notre questionnaire (voir le tableau n°15)

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

Tableau n°15 : Type des entreprises

Type de l'entreprise	Nombre	Pourcentage (%)
Publique	10	50
Privée	10	50
Somme	20	100

Le tableau n°15 montre que le nombre des entreprises publiques est le même avec le nombre des entreprises privées, qui signifie la forte libéralisation du commerce extérieur et la forte participation du secteur privé dans les activités économiques du pays.

Tableau n°16 : Répartition des entreprises par le secteur d'activité

Secteur d'activité	Nombre	Pourcentage (%)
Industries	7	33,33
Commerces	3	14,28
Services	6	28,57
Autres	5	23,80
Somme	20*	100

Comme le montre le tableau n°16, les entreprises appartiennent à différents secteurs d'activités : travaux publics, céramique, matériaux de construction, cosmétique, audio visuel, industrie mécanique, transport, informatique, agro-alimentaire et commerce multiple.

Tableau n°17: Nature des transactions avec l'étranger

Nature des transactions avec l'étranger	Nombre	Pourcentage (%)
Importation	20	100
Exportation	0	0
Somme	20	100

Comme le montre le tableau n°17, les entreprises participantes sont caractérisées par un volume important de transaction avec l'étranger, une moyenne de 700.000 USD par an.

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

Toutes ces entreprises sont importatrices. Pour la majorité des entreprises, les opérations du commerce extérieur représentent un pourcentage important dans le total d'activité, soit une moyenne de 42,14%.

B- Les obstacles de l'étude :

Cela est principalement dû à :

- La courte durée pour la préparation du mémoire ;
- La période (août 2010) qui est une période de congé ;

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

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

Avec un taux de réponses de 20 %, nous ne pouvons prétendre à une étude exhaustive.

Toutefois, nous avons tenu à présenter les résultats de notre questionnaire car le peu d'entreprises qui ont répondu et même celles qui n'ont pas répondu (par écrit) ont manifesté leurs intérêts quant au sujet.

2-1- L'analyse des résultats de l'étude :

A- L'exposition au risque de change :

Les entreprises participantes réalisent l'essentiel de leurs transactions en Euro (66,66 %). Avec un pourcentage faible en Dollar américain (33,34 %).

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

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

Tableau n°18: Structure des transactions par devises

Devises de transactions avec l'étranger	Nombre	Pourcentage (%)
Euro	20	66,66
Dollar	10	33,34
Yen	/	/
Autres	/	/
Somme	34*	100

* ce nombre représente le nombre des réponses.

Les entreprises importatrices interrogées sont exposées au risque de change de différentes manières (voir le tableau n°18) :

- 15,78 % des entreprises sont exposées au risque de change dans le cadre de leurs importations pour la revente en l'état ;
- 39,47 % des entreprises sont exposées au risque de change dans le cadre de leurs importations de biens d'équipements et de pièces de rechanges (pour leurs propres besoins).
- 42,10 % des entreprises sont exposées au risque de change dans le cadre de leurs importations de matières premières ;

Tableau n°19 : Domaines des importations

Domaines des importations	Nombre	Pourcentage (%)
Importations pour la revente en l'état	6	15,78
Importations d'équipements de production et pièces de rechange	15	39,47
Importations des matières premières	16	42,10
Autres	1	2,63
Somme	38*	100

* ce nombre représente le nombre des réponses.

Comme le montre le tableau n°20 les paiements des transactions à l'étranger sont effectués :

- 58,33 % en cash ;
- 41,66 % par un financement.

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

Tableau n°20 : Méthode de paiements des transactions avec l'étranger

Méthode de paiements des transactions avec l'étranger	Nombre	Pourcentage (%)
En cash	14	58,33
Par un financement	10	41,66
Autres	/	/
Somme	24*	100

* ce nombre représente le nombre des réponses.

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

B- Les stratégies de couverture du risque de change par les entreprises :

Dans leurs politiques globales de gestion, uniquement 55 % des entreprises prévoient une "stratégie" de couverture contre le risque de change. En fait, celles-ci se limitent à la planification de leurs transactions. La majorité des entreprises étant contraintes au renouvellement des stocks ou l'approvisionnement des matières premières. Le reste des entreprises (45 %) ne prévoient rien (voir le tableau n°21).

Tableau n° 21: Stratégies de couverture du risque de change par les entreprises

Stratégies Type d'entreprise	Oui		Non		Indifférent		Somme	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Publique	5	45,45	5	55,55	0	0	10	100
Privée	6	54,54	4	44,44	0	0	10	100
Somme	11	55	9	45	0	0	20	100

Dans le cadre de leurs opérations avec l'extérieur, 90 % des entreprises prennent en considération les prévisions sur les taux de change (voir le tableau n°22).

Tableau n°22 : Prévisions sur les taux de change

	Nombre	Pourcentage (%)
Oui	18	90
Non	2	10
Indifférent	/	/
Somme	20	100

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

Le tableau n° 23 montre que 80 % des entreprises répondantes ne sont pas aidées par leurs fournisseurs en matière de risque de change.

Tableau n°23: L'aide des fournisseurs étrangers

L'aide des fournisseurs étrangers	Nombre	Pourcentage (%)
Oui	4	20
Non	16	80
Indifférent	/	/
Somme	20	100

Le tableau n° 24 montre que 20 % des entreprises reçoivent des aides sous forme de termaillage (75 %) ou de clauses d'indexation (25 %).

Tableau n° 24 : Méthode de l'aide des fournisseurs étrangers

Méthode de l'aide des fournisseurs étrangers	Nombre	Pourcentage (%)
Termaillage (avance ou report des paiements)	3	75
Le choix de la monnaie de facturation	/	/
Les clauses d'indexation	1	25
Autres	/	/
Somme	4	100

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

C- Conjonctures :

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

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

Tableau n° 25 : L'impact des évolutions récentes des taux de change sur les résultats de l'entreprise

L'impact des évolutions récentes des taux de change sur les résultats de l'entreprise	Nombre	Pourcentage (%)
Perte de change	20	100
Gain de change	/	/
Néant	/	/
Somme	20	100

100 % des entreprises ont subi une perte de change à cause des évolutions récentes des cours de change.

La perte des changes est estimée comme le montre le tableau n°26 :

- Importante par 25 % des entreprises ;
- Moyenne par 65 % des entreprises.
- Négligeable 10 % des entreprises.

Tableau n° 26 : L'estimation des pertes de change

L'estimation des pertes de change	Nombre	Pourcentage (%)
Importante	5	25
Moyenne	13	65
Négligeable	2	10
Somme	20	100

Le tableau n° 27 montre que 65 % des entreprises n'ont pas pris de mesures pour faire face au risque de change.

Il est à signaler que 15 % des entreprises ont pris des mesures préventives avec une estimation des cours les plus défavorables lors de la mise en place de leurs opérations d'importation. Les 20 % restant répercutent les pertes de change sur les prix.

Tableau n° 27 : Prendre des mesures pour faire face au risque de change

Prendre des mesures pour faire face au risque de change	Nombre	Pourcentage (%)
Oui	3	15
Non	13	65
Indifférent	4	20
Somme	20	100

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

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

D- Les perspectives:

Le tableau n°28 montre que 100 % des entreprises estiment que la mise en place d'un système de couverture contre le risque de change est une nécessité.

Tableau n° 28: La mise en place d'un système de couverture contre le risque de change

La mise en place d'un système de couverture contre le risque de change	Nombre	Pourcentage (%)
Une nécessité	20	100
N'a pas d'importance	/	/
Indifférent	/	/
Somme	20	100

Le tableau n°29 montre que 90 % des entreprises affirment qu'elles utiliseront le change à terme si leurs banques le leur proposent. Uniquement 10 % y sont indifférentes.

Tableau n° 29: Proposition d'utiliser les opérations de change à terme par les entreprises

Proposition d'utiliser les opérations de change à terme par les entreprises	Nombre	Pourcentage (%)
Oui	18	90
Non	/	/
Indifférent	2	10
Somme	20	100

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

*Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie*

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

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

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

Section 3 : La couverture du risque de change en Tunisie et la possibilité de la mise en place d'un système de couverture en Algérie :

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

Le change à terme est l'instrument le plus utilisé à travers le monde, par sa simplicité de fonctionnement et de mise en place. Nous allons nous intéresser à l'expérience de la Tunisie, où le change à terme a été introduit progressivement. Ensuite nous allons étudier la possibilité de mettre en place d'un système de change à terme en Algérie.

3-1-La couverture du risque de change en Tunisie :

Pour la Tunisie, la couverture contre les risques de change a connu une importante évolution notamment avec la mise en place des nouvelles réglementations de change. Pour appréhender ces nouveaux instruments de couverture, nous présenterons le cadre réglementaire de la mise en place d'un marché de change et des techniques de couverture en Tunisie, ainsi que les évolutions récentes des transactions sur le marché des changes tunisien.

A-Cadre réglementaire :

Le marché des changes tunisien est un marché exclusivement interbancaire puisque seules les banques y ont accès en plus de quelques entreprises pour des opérations bien déterminées, les institutions financières non bancaires et la clientèle privée n'y ont pas accès.

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

B-L'évolution des transactions sur le marché des changes tunisiens :

Le marché des changes en Tunisie a enregistré en 2009 une baisse de 21% du volume global des transactions réalisées au comptant sous l'effet, principalement, de la baisse des échanges avec l'extérieur. Cette évolution a concerné aussi bien les transactions devises contre dinar que les opérations devises contre devises.

En revanche, les opérations de change à terme ont enregistré une hausse de 14% tandis que les transactions de swaps devises contre dinar ont porté sur un faible volume par rapport à celui réalisé en 2008.

1 – Opération au comptant :

L'évolution des échanges avec l'extérieur, au cours de l'année 2009, s'est répercutée sur le volume des transactions des changes au comptant qui a enregistré une baisse de 10.356 MDT ou 21% par rapport à l'année 2008, atteignant 39.497 MDT.

Cette baisse a concerné aussi bien les transactions devises contre dinar que les transactions devises contre devises. Le tableau et le graphique ci-après présentent l'évolution des transactions au comptant sur le marché des changes.

*

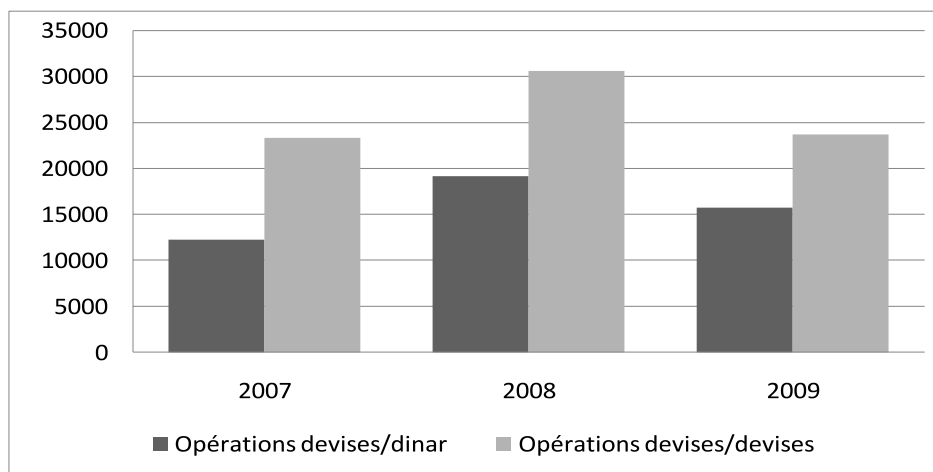
Tableau n°30 : Evolution des opérations de change au comptant

Désignation	2007	2008	2009	Variation en MDT	
				2008/2007	2009/2008
Opérations devises / dinars	12.238	19.211	15.775	6.973	-3.436
Opérations devises / devises	23.328	30.642	23.722	7.314	-6 920
Total	35.566	49.853	39.497	14.287	-10.356

Source : 51^{ème} rapport de la BCT, 2009

Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie

Graphique n°3: Evolution des opérations de change au comptant

a) Opérations devises contre dinar :

Les transactions de change devises contre dinar ont atteint 15.775 MDT en 2009, soit en moyenne 62,6 MDT par jour contre 19.211 MDT et 77,5 MDT, respectivement, une année auparavant, en baisse de 3.436 MDT ou 18%.

La part des échanges interbancaires dans le total des transactions devises/dinar s'est située en 2009 à 88% contre 12% pour celle des opérations avec la Banque centrale de Tunisie contre, respectivement, 83% et 17% en 2008 ; ce qui reflète la liquidité du marché.

L'intervention de la Banque centrale s'est élevée à 1.904 MDT en 2009 contre 3.238 MDT en 2008, en baisse de 1.334 MDT. De même, les transactions sur le marché interbancaire ont enregistré une baisse de 2.102 MDT.

S'agissant de la répartition des opérations interbancaires par catégorie de banques, les banques résidentes ont dominé l'activité de ce secteur de marché avec une part de 79% du volume global contre 21% pour les banques offshores. Le tableau et le graphique ci-après retrace l'évolution des parts de la BCT et du marché change interbancaire.

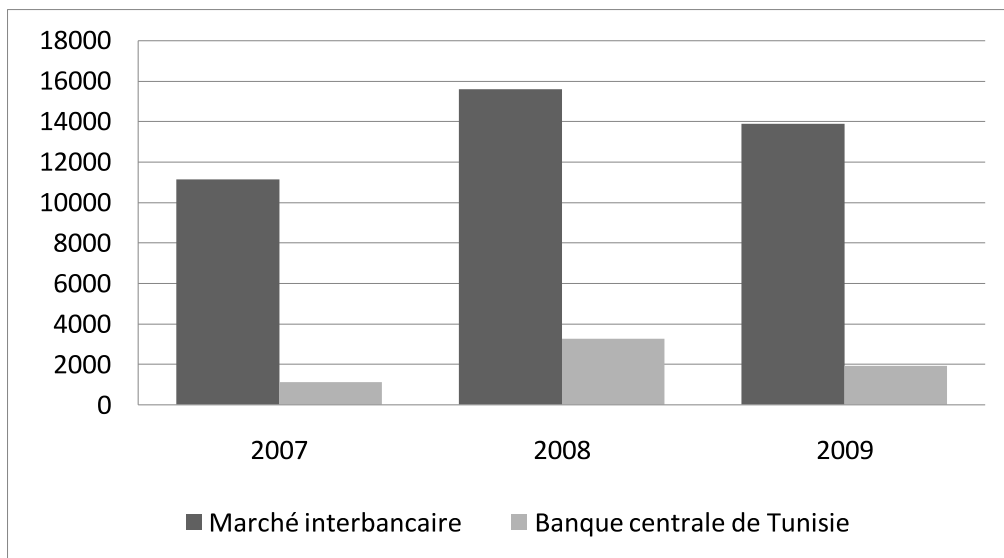
Tableau n° 31: Evolution des parts de la BCT et du marché change interbancaire

Désignation	2007	2008	2009	Variation en MDT	
				2008/2007	2009/2008
Marché interbancaire	11.128	15.973	13.871	43,5	- 13,2
Banque Centrale de Tunisie	1.110	3.238	1.904	191,7	- 41,2
Total	12.238	19.211	15.775	57,0	- 17,9

Source : 51^{ème} rapport de la BCT, 2009

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

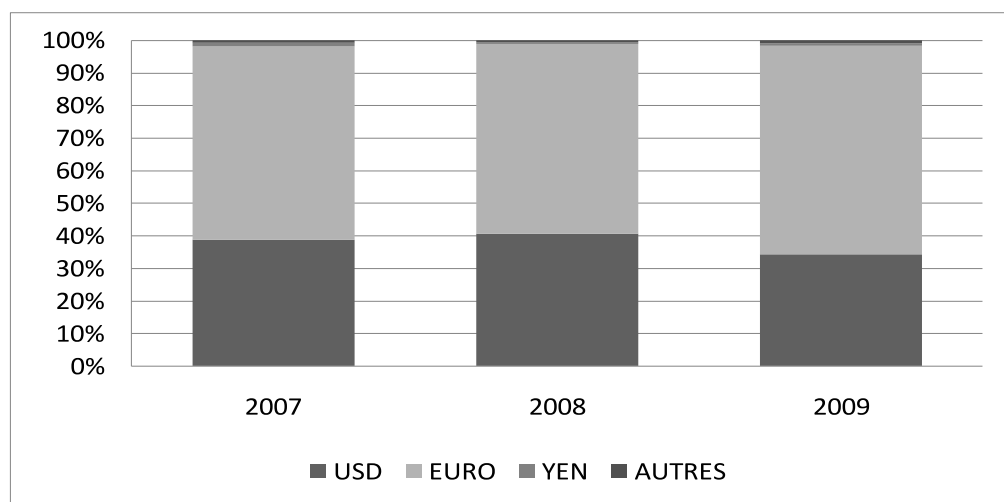
Graphique n°4 : Evolution des parts de la BCT et du marché change interbancaire



Au niveau de la répartition par devise, la part des transactions dollar/dinar du volume total a enregistré une baisse, pour s'inscrire à 34% en 2009 contre 41% en 2008.

En revanche, la part des opérations euro/dinar est passée, d'une année à l'autre, de 58% à 64%. Quant à celle des opérations en yen, elle a gardé le même niveau, soit 1%. Le tableau et le graphique ci-après présentent la répartition par devise des transactions sur le marché des changes au comptant.

Graphique n°5: Répartition par devise des transactions sur le marché des changes au comptant



Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie

Tableau ° 32: Répartition par devise des transactions sur le marché des changes au comptant

Année	Devise	Marché interbancaire		Banque Centrale de Tunisie		Total	
		Montant en MDT	Part en %	Montant en MDT	Part en %	Montant en MDT	Part en %
2007	USD	4.376	39,3	364	32,8	4.740	38,7
	EURO	6.561	59,0	717	64,6	7.278	59,5
	YEN	122	1,1	0	0	122	1,0
	AUTRES	69	0,6	29	2,6	98	0,8
	Total	11.128	100,0	1.110	100,0	12.238	100,0
2008	USD	6.049	37,9	1.735	53,6	7.784	40,5
	EURO	9.742	61,0	1.468	45,3	11.210	58,4
	YEN	115	0,7	0	0	115	0,6
	AUTRES	67	0,4	35	1,1	102	0,5
	Total	15.973	100,0	3.238	100,0	19.211	100,0
2009	USD	4.885	35,2	529	27,8	5.414	34,3
	EURO	8.765	63,2	1.324	69,5	10.089	64,0
	YEN	127	0,9	0	0	127	0,8
	AUTRES	94	0,7	51	2,7	145	0,9
	Total	13.871	100,0	1.904	100,0	15.775	100,0

Source : 51^{ème} rapport de la BCT, 2009b) Opérations devises contre dinar convertible :

Le volume des transactions de change devises contre dinar convertible, réalisées entre les Intermédiaires Agréés et les correspondants étrangers, a diminué de 21% en 2009, soit le montant de 2.266 MDT contre 2.878 MDT en 2008.

Les achats de dinars convertibles par les correspondants étrangers ont représenté 77% du volume global contre 23% pour les ventes (respectivement 67% et 33% une année auparavant).

c) Opérations devises contre devises :

Les opérations de change devises contre devises ont atteint 23.722 MDT en 2009 contre 30.642 MDT en 2008, en baisse de 6.920 MDT ou 23%. De même, leur part dans le volume global des transactions de change au comptant est revenue, d'une année à l'autre, de 61% à 60%.

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

Les opérations effectuées avec les correspondants étrangers ont représenté 96% de l'ensemble des transactions devises contre devises en 2009 contre 94% en 2008.

2 – Opérations à terme :

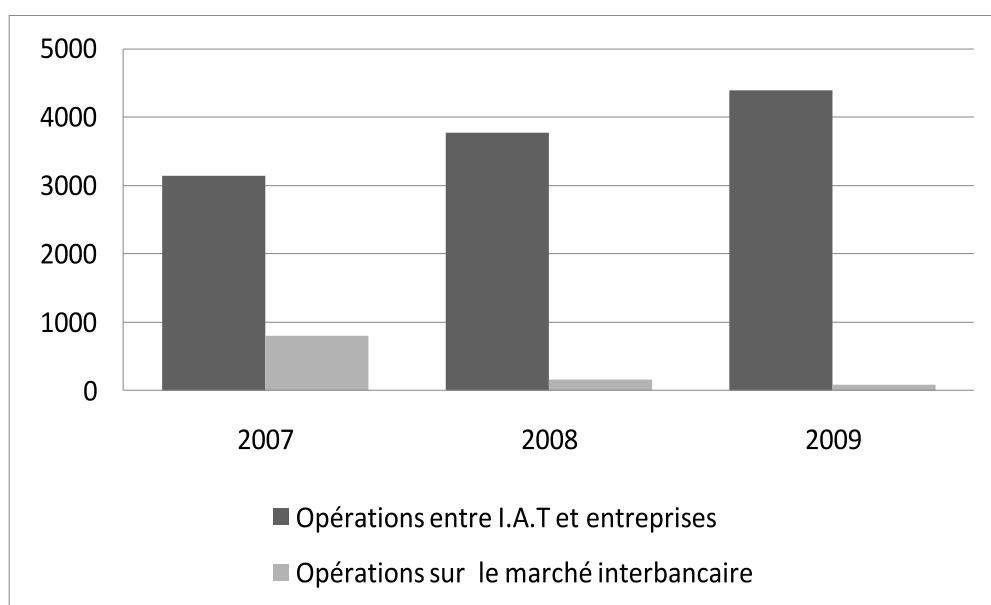
Le volume total des opérations de change à terme est passé de 3.928 MDT en 2008 à 4.469 MDT en 2009, enregistrant une hausse de 541 MDT ou 14%. Cette évolution pourrait être liée à la volatilité des taux de changes enregistrée au cours de la période sous revue. La part des opérations effectuées entre les I.A.T et les entreprises dans le volume global est passée, d'une année à l'autre, de 96% à 98%. La part des transactions en couverture des importations (ventes par les banques aux entreprises) dans le volume global s'est située à 82% contre 18% pour celles en couverture des exportations ; soit les mêmes niveaux que celles de l'année écoulée.

Tableau n°33 : Evolution des transactions à terme (en MDT)

Désignation	2007	2008	2009	Variation en MDT	
				2008/2007	2009/2008
Opérations entre I.A.T et entreprises	3.138,9	3.767,6	4.386,7	628,7	619,1
Opérations sur le marché interbancaire	801,8	160,0	82,1	-641,8	-77,9
Total	3.940,7	3.927,6	4.468,8	-13,1	541,2

Source : 51^{ème} rapport de la BCT, 2009

Graphique n°6 : Evolution des transactions à terme (en MDT)



**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

Les opérations de vente à terme par les I.A.T, relatives à la couverture contre le risque de change encouru par les importateurs, ont enregistré une hausse de 507 MDT. Ces opérations ont été, essentiellement, libellées, à parts égales, en dollar américain et en euro (48%).

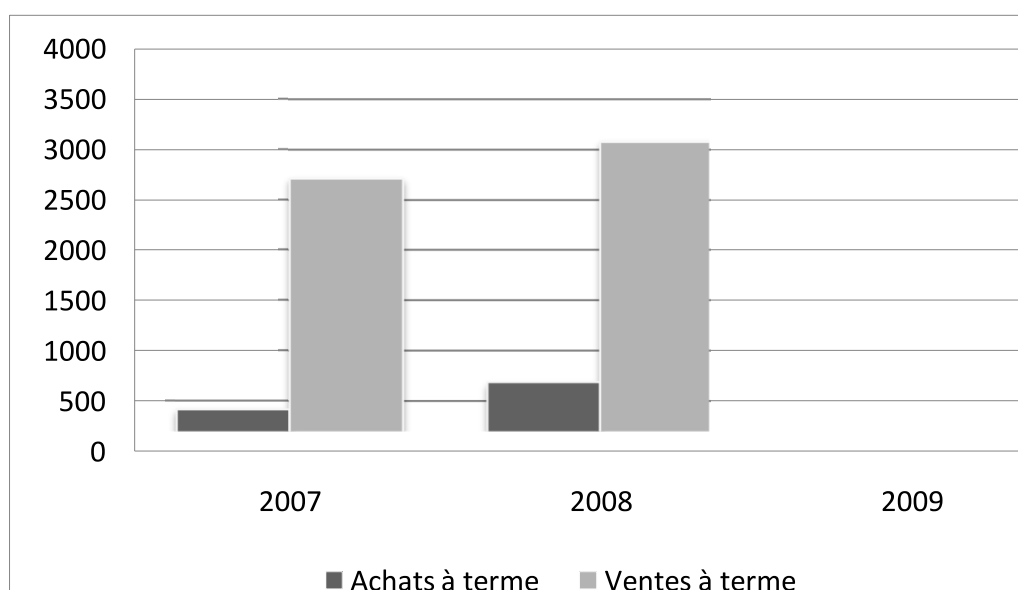
De même, les opérations d'achat à terme, en couverture des exportations, ont enregistré un accroissement de 113 MDT en 2009. La part des opérations libellées en euro a atteint 56% contre 41% pour le dollar américain.

Tableau n°34 : Volume des achats et ventes à terme des Intermédiaires Agréés aux entreprises

Désignation	2007	2008	2009
Achats à terme	422,0	688,3	800,9
Ventes à terme	2.716,9	3.079,3	3.585,8
Total	3.138,9	3.767,6	4.386,7

Source : 51^{ème} rapport de la BCT, 2009

Graphique n°7 : Volume des achats et ventes à terme des Intermédiaires Agréés aux entreprises



**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

3 – Opérations de Swap de change devise contre dinar :

Le volume des opérations de swap de change est revenu de 1.565,4 MDT en 2008 à 821,5 MDT en 2009, en baisse de 743,9 MDT. S'agissant d'un instrument de couverture contre le risque de change et de gestion de trésorerie, cette évolution pourrait être due, d'une part, à l'existence d'autres moyens de couverture du risque de change, tels que les comptes professionnels en devises ou le change à terme et, d'autre part, à l'excédent de la liquidité bancaire. Le volume cumulé de ces opérations depuis leur création, en juin 2001, s'est élevé à 9.962 MDT, soit une moyenne annuelle de 1.234 MDT.

La part des opérations de swap de change réalisées avec les correspondants étrangers s'est située à 47% contre 46% pour celles effectuées entre les intermédiaires agréés et les entreprises et 7% pour les transactions réalisées sur le marché interbancaire.

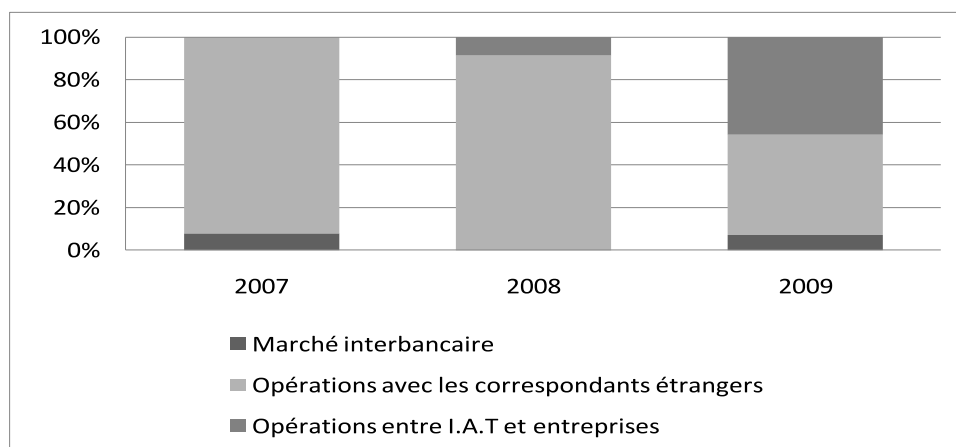
Les transactions de swap de change ont été libellées à concurrence de 53% en euro et 47% en dollar américain.

Tableau n°35 : Evolution des opérations de Swap de change devise contre dinar

Désignation	2007	2008	2009	Variation en MDT	
				2008/2007	2009/2008
Marché interbancaire	132,3	3,2	58,5	-129,1	55,3
Opérations avec les correspondants étrangers	1.560,5	1.426,9	387,2	-133,6	-1.039,7
Opérations entre I.A.T et entreprises	3,0	135,3	375,8	132,3	240,5
Total	1.695,8	1.565,4	821,5	-130,4	-743,9

Source : 51^{ème} rapport de la BCT, 2009

Graphique n°8 : Evolution des opérations de Swap de change devise contre dinar



3-2-La possibilité de mettre en place le change à terme en Algérie :

A- Cadre réglementaire :

- Les opérations de change à terme sont autorisées : Règlement 95-07, article 27 ; elles sont définies : Instruction 79/95, article 13 ;
- Pour ce faire, il a été institué un marché des changes : Règlement 95-08, article 1 ; il a été défini : Instruction 79/95, article 2;
- Le marché des changes comprend deux compartiments, dont l'un au comptant et l'autre à terme : Règlement 95-08, article 2 ; Instruction 79/95, articles 3, 4 et 5;
- Les banques disposent de certaines ressources en devises qu'elles peuvent ne pas céder à la banque d'Algérie dont les montants achetés sur le marché des changes et 50% des recettes des exportations hors hydrocarbures : Règlement 95-08, article 4 ;
- Les deux catégories précédentes de devises doivent impérativement être utilisées pour couvrir les opérations courantes de la banque ou de sa clientèle : Règlement 95-08, article 5 ;
- Les soldes de trésorerie devises doivent être placés au jour le jour auprès de la banque d'Algérie : Instruction 79/95, article 42. Sur ces placements les banques reçoivent une rémunération de 0,5 % l'an : Instruction 01 du 20 février 1991, article 5;
- Les soldes des comptes correspondants doivent être impérativement nuls (obligation de rapatriement): Règlement 95-07, article 29;
- La prise de positions de change par les banques est autorisée (dans le cadre des opérations de change au comptant et à terme) : Instruction 78/95;
- Les taux de change sont déterminés sur le marché par le libre jeu de l'offre et la demande : Règlement 95-08, article 8 ; Instruction 79/95, article 8 ;

B- La procédure de l'achat à terme :

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

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

- Achat des devises au comptant sur le marché des changes ou auprès de la clientèle exportatrice.
- Vente à terme du montant acheté.
- Rapatriement auprès de la banque d'Algérie du montant acheté.
- A l'échéance du terme, livraison de ce montant en règlement de la vente à terme.

En suivant cette procédure, nous aboutissons aux résultats suivants :

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

Exemple:

Imaginons que la société algérienne Cevital a conclu un contrat d'importation de machines en France le 09 janvier 2008 pour un montant de 250 300 ,00 Euro dont la livraison doit s'effectuer dans un délai de 03 mois.

1- Domiciliation bancaire :

Cevital (importatrice) : BEA banque

L'entreprise française (exportatrice) : ABC Paris banque

2-Mode de paiement :

Le paiement du contrat doit s'effectuer dans un délai de 03 mois (le 28 janvier 2008) par un crédit documentaire.

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**3- La société algérienne Cevital face au risque de change :

Pour illustrer la manifestation du risque de change et sa couverture ; nous allons proposer trois procédures de paiement que Cevital peut choisir :

A- Règlement au comptant :

Supposons que Cevital choisit le paiement immédiat dont le cours de change au moment de la négociation du contrat EUR/DZD est égale 91,30 .

Cevital donc doit payer un montant de : $250\,300,00 \times 91,30 = 22\,852\,390,00$ DZD

On remarque que Le paiement au comptant permet à la société importatrice Cevital d'éviter des pertes de change en cas d'une appréciation du cours de change EUR/DZD.

B-La non couverture :

Supposons que Cevital choisit la non couverture contre le risque de change, donc elle subit probablement des pertes de change en cas d'une dépréciation du dinar par rapport à l'Euro le jour de livraison de marchandises (le 28 avril 2008).

Imaginons que le cours de change au moment du règlement du montant du contrat est de EUR/DZD = 95,40 .Donc, Cevital doit payer le 28 avril 2008 un montant de :

$$250\,300,00 \times 95,40 = 23\,878\,620,00 \text{ DZD}$$

Soit une perte de change de : 1 026 230,00 DZD

C-La couverture par l'achat à terme :

La société Cevital demande de la BEA d'acheter à terme le montant 250 300,00 euro pour un délai de 03 mois dès que Cevital est réglé le contrat de l'importation de machines.

La BEA achète à terme ce montant sur le marché des changes dont le cours de change EUR/DZD est égale à 91,30. Donc, la banque BEA est en position de change longue avec une valeur de 250 300 ,00 Euro.

La BEA vend à terme ce montant et elle détermine le cours de change à terme comme suit :

- La BEA rapatrie le montant auprès de la banque centrale (Banque d'Algérie) avec un taux d'intérêt de 0,5%, donc elle soldé sa compte par l'opération d'achat à terme.

**Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie**

- La BEA emprunte le montant 250 300 ,00 Euro en dinar sur le marché monétaire pour un délai de 03 mois avec un taux d'intérêt de 3,5%.

Le cours de change à terme est calculé comme suit :

Cours à terme = Cours au comptant \pm Escompte (ou la prime)

On calcule l'escompte pour un délai de 03 mois par la différence entre les taux d'intérêt :

$$(3,5 - 0,5) \times 90 / 36000 = 0,0075$$

Donc :

Le cours de change à terme est : $91,30 + 0,0075 = 91,3075$

Supposons que la banque BEA perçoit une prime de 0,5% , alors le cours de change à terme devient : $91,3075 \times 1,005 = 91,7940$

Le 28 avril 2008, la société Cevital recevra de sa banque le montant 250 300 00 Euro dont le cours de change EUR/DZD est égale 91,7940 (22 976 038 ,20 DZD) pour le règlement du contrat d'importation de machines.

On remarque que la change à terme permet à la société Cevital de bénéficier un gain de change de : $250 300,00 \times (95,40 - 91,7940) = 902 581,80$ DZD

C- Les contraintes et les limites à la mise en place du change à terme :

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

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

- Aucun article ne définit explicitement la relation banque/client au sein du marché des changes. Cela reste sous-entendu.

- La réglementation ne spécifie ni les opérations, ni à partir de quelle date l'opération de change à terme peut être effectuée.

- Les limites sur les positions de change perdantes ne sont pas spécifiées.

*Chapitre II : Présentation et analyse de l'application des techniques de couverture
du risque de change en Algérie*

- L'instruction 78/95 portant règles relatives aux positions de changes n'a pas été actualisée : elle impose des limites sur les positions de change dans des devises qui n'existent plus (FRF, DEM,...).
- Aucun article ne spécifie que les banques peuvent ou pas procéder à la vente de devises au comptant ou à terme au titre des opérations dont elles ne sont pas domiciliataires.
- Le marché des changes algérien est un marché monopolistique du fait qu'il soit largement dominé par un seul offreur (la Banque d'Algérie). La totalité des recettes des exportations d'hydrocarbures continuent à être cédées obligatoirement à la Banque d'Algérie. Les intermédiaires agréés ne sont autorisés à disposer que de 50 % des recettes d'exportation hors hydrocarbures. Ce qui représente un sérieux handicap pour le développement du marché spot et limite le marché forward.
- Absence d'un marché monétaire de devises ce qui représente un sérieux handicap pour le marché de change quant à :
 - La rentabilisation des excédents en devises (ce qui aurait permis de diminuer le prix de l'achat à terme de devises).
 - L'emprunt de devises pour pouvoir structurer et offrir aux exportateurs les ventes à terme de devises.

Conclusion

En conclusion, il s'avère que tous les entreprises économiques qui effectuent des transactions au-delà de leurs frontières sont exposées à une série de risques qui diffèrent selon leur position d'importateur ou d'exportateur.

Par ailleurs, n'oublions pas que, la volatilité des cours de change oblige acheteurs et vendeurs à se préoccuper d'avantage de la couverture du risque de change grâce aux techniques internes et externes précitées.

En Algérie, les entreprises économiques ne disposent pas de techniques de couverture assez efficaces et ont donc recours le plus souvent au choix de la monnaie de facturation et tentent d'agir sur les délais de paiement. Devant ces méthodes assez primaires qui sont loin d'être satisfaisantes, l'instauration d'autres techniques plus modernes s'avère indispensable dans le monde du commerce international d'aujourd'hui.

Devant cette situation et en l'absence d'instruments de couverture, on a proposé le change à terme qui s'avère l'instrument le plus réaliste étant donné la simplicité et la possibilité de sa mise en place.

Conclusion Générale

CONCLUSION GENERALE :

Notre recherche , nous a permis d'élucider les questions de la problématique à travers deux types d'analyses distinctes , descriptives et analytique de la gestion des risques de change en Algérie , et ce après avoir consacré deux partie théoriques à l'évolution des régime des change en général et les théories explicatives de la formation du taux de change, aux techniques de couverture des risque de change ,en particulier , successivement .

Nous avons analysé de façons brèves les différents épisodes de l'histoire monétaire internationale en procédant par le régime d'étalon-or jusqu'à la mise en œuvre du flottement organisé après l'effondrement du système de BRETTON WOODS, en passant par le système monétaire européen ainsi que l'évolution spécifique des régimes de change dans les pays en voie de développement. En ce qui concerne les différentes théories de détermination du taux de change, nous avons relevé qu'aucune théorie ne peut prétendre fournir une explication entière des fluctuations du taux de change.

En ce qui concerne les techniques de couverture des risque de change , l'objet de la deuxième partie de cette étude ,nous avons pu apprécier le progrès considérable accompli par la théorie financière au cours de la dernière décennie dans le domaine des produits financiers, le développement de la théorie financière combinée à la créativité des institutions financières en matière de produits dérivés offrent aux trésoriers des opportunités illimitées en matière de gestion des risques de change.

Les entreprises sont confrontées au risque de change dès que participent au commerce international. Ce risque menace sérieusement la survie de l'entreprise par l'importance des pertes qu'il peut engendrer.

La forte volatilité des cours de change oblige les entreprises à se préoccuper des problèmes de couverture du risque de change .Plusieurs techniques sont utilisées, traditionnelles et modernes.

Conclusion générale

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

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

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

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

Le glissement continu de dinar entamé en 1986, les deux dévaluations de 1991 et 1994 ainsi que les fluctuations actuelles ont pesé lourdement sur les entreprises algériennes qui participent au commerce international. Ces entreprises ont enregistré d'importantes pertes de change.

Le sondage que nous avons effectué nous a permis de faire le point sur la situation des certaines entreprises. Ainsi, la couverture de risque de change se trouve-t-elle au cœur des préoccupations de nos entreprises qui affichent d'ailleurs une réelle volonté de recourir aux différentes techniques de couverture et au change à terme en particulier.

Conclusion générale

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

Résultats de la recherche :

Notre recherche de la gestion des risques du change en Algérie nous a permis d'énoncer les résultats suivants:

La globalisation des dernières décennies, caractérisée par la mobilisatrice, l'institutionnalisation de l'épargne, le passage d'un régime de change fixe au régime de change flottant et la multiplication des instruments de gestion des risques, a eu des incidences à la fois paradoxalement favorables et défavorables pour les entreprises. Parmi les effets défavorables, on peut citer: L'apparition de nouveaux risques et l'accroissement des risques existants. Comme éléments favorables, il convient de souligner : Une meilleure identification et appréciation des risques, ainsi qu'une gestion plus rigoureuse et plus dynamique de ces risques.

Les entreprises dont l'activité est extravertie, courent, en sus des risques domestiques ou classiques, des risques liés à l'environnement international et au caractère même de l'opération qu'elle entreprend. Parmi le large éventail des risques à l'international, on peut citer entre autres: Le risque Pays, le risque de contrepartie, le risque de change...etc.

Pour ce qui est du risque de change, il est tantôt subi, comme une conséquence inévitable d'opération économique normale, tantôt recherché par des prises de position que l'on dit spéculatives. Dans la situation où il est subi, il peut être éliminé ou limité par différentes techniques de couverture.

Donc, la gestion du risque de change est devenue un souci majeur pour les entreprises économiques pour qu'elles soient performantes et compétitives.

Pour le cas de l'Algérie, les opérateurs ne disposent pas de techniques de couverture assez efficaces et ont donc recours le plus souvent au choix de la monnaie de facturation et tentent d'agir sur les délais de paiement. Cela est principalement dû à:

Conclusion générale

-Le glissement progressif du dinar suivi par une double dévaluation a entraîné l'apparition de la notion de risque de change au sein des entreprises économiques algériennes. Le cours USD/DZD est par conséquent passé à 42,89, engendrant ainsi des pertes de change considérables qui ont affecté sensiblement l'équilibre financier des entreprises.

- Le système de couverture des risques de change crée par la banque d'Algérie a été abandonné en raison de facteurs structurels et conjoncturels tels que: le manque des ressources en devises, la non convertibilité du dinar, ...

- La non convertibilité du dinar a contraint les opérateurs économiques de recourir au marché parallèle des devises, ce qui a entraîné des déséquilibres entre le taux de change officiel et celui du marché parallèle.

- L'absence d'un marché monétaire de devises, ce dernier est considéré comme un facteur clé pour redynamiser et accroître l'activité du marché des changes.

- La couverture par l'achat à terme nécessite un marché monétaire efficace qui permet d'effectuer des opérations de prêts et d'emprunt de devises et la convertibilité du dinar.

-Le marché du change interbancaire algérien est un marché monopoliste du fait qu'il soit largement dominé par un seul offreur (la banque d'Algérie). La totalité des recettes des exportations d'hydrocarbures continuent à être cédées obligatoirement à la banque d'Algérie. Les intermédiaires agréés ne sont autorisés à disposer que 50% des recettes d'exportation hors hydrocarbures, ce qui représente un sérieux handicap pour le développement du marché spot et limite le marché forward .

Suggestions et propositions :

Vu les résultats obtenus de cette modeste recherche, et pour une gestion plus rigoureuse et plus dynamique permettant aux opérateurs économiques de se couvrir contre les risques de change, nous conseillons les autorités tutelles à :

- Réviser de certaines lois et réglementations relatives au marché de change et intégrer des lois qui permettent aux opérateurs économiques d'intervenir librement sur le marché des changes.
- Créer un marché monétaire de devises qui permet de redynamiser l'activité du marché interbancaire des changes.

Conclusion générale

- Laisser une sorte de liberté aux banques commerciales d'intervenir aux marchés des changes internationaux.
- Fixer la valeur du dinar algérien non seulement par rapport au dollar, mais aussi par rapport aux autres monnaies étrangères tels le yen, l'euro,etc.
- Créer un système d'information efficace au niveau des banques, des établissements financiers et des opérateurs économiques pour mieux appréhender l'environnement du marché des changes.

Bibliographie

BIBLIOGRAPHIE:

I- Les Ouvrages :

- 1) Bourguimat.h, Finance internationale, PUF,Paris,1995.
- 2) Cherif Mondher ,Les taux de change, Paris,2002.
- 3) C.Descamps et J.Soichot, Gestion Financière Internationale, Paris, litec, 1995.
- 4) D.Eiteman et autres, Gestion et Finance Internationale, France, Pearson Education, 10^{ème} ed, 2004.
- 5) G.Bramouillé et D.Augey, Economie Monétaire, Paris, Dalloz, 1998.
- 6) Habib Bebayer, Finance internationale, Dar elAdib , oran .
- 7) Hocine BENISSAD, Cours d'Economie Internationale, Algérie, OPU.
- 8) HY.Simon, Encyclopédie des Marchés Financiers, Paris, Economica, T: 1, 1997.
- 9) H.De la Bruslerie, Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques, DALLOZ, Paris, 1997.
- 10) Jossete Peyrarad, Gestion financière internationale, VUIBERT, Paris, 1999.
- 11) J.Bouruet et Y.Zenou, Monnaies et Système Monétaire, Paris, Breal, 7^{ème}ed, 1990.
- 12) Jean Albert Collomb, Finance de marché, Ed.ESKA, Paris ,1998.
- 13) J.B.Ferrari, Economie Financière Internationale, Paris, collection Amphi, 2000.
- 14) J.Longate , P.Vanhove ,C.Vipery, Economie générale, DUNOD, Paris ,2002.
- 15) J.P. Fougère et C.Voisin, Le Système Financier et Monétaire International, Paris, Nathan, 3^{ème} ed, 1994,
- 16) M.Beaud, l'Economie Mondiale dans les années 80, Paris, la découverte, 1989.
- 17) P.H.BRETON et A.D. SCHOR , La dévaluation, France , PUF,1976.
- 18) Mohamed DAOUAS, Amel CHENOUI ZENAIDI, Monia GHARBI TRABELSI, Techniques financières internationales et couverture du risque de change, Centre de Publication Universitaire, Tunis, 2007.

BIBLIOGRAPHIE

- 19) Michel Jura, Technique financière internationale, DUNOD, Paris, 1999.
- 20) Maurice Debeauvais, Yvon Sinnah, La gestion globale du risque de change, nouveaux enjeux et nouveaux risques, Economica, Paris.
- 21) M. Sion, Gérer la trésorerie et la relation bancaire, Ed. Dunod, Paris, 1998.
- 22) P. Aroyo et P. d'Arvisenet, le Marché des Changes, Paris, Dunod, 1994.
- 23) Patrice Fontaine, Gestion financière internationale, DALLOZ, Paris, 1997.
- 24) Peyrard J., Risque de change et gestion de l'entreprise, Paris, 1986.
- 25) P. Desbrières et E. Poincelot, Gestion de trésorerie, Ed. Management, Paris, 1999.
- 26) Philippe D'arvisenet, Finance internationale, ed DUNOD, Paris, 2004.
- 27) P.R. Krugman et M. Obstfeld, Economie Internationale, Paris, 2001.
- 28) P. Prissert, P. Garsuault, S. Priami, Les opérations bancaires avec l'étranger, La revue banque éditeur, Paris, 1995.
- 29) P.H. Lindert et T. Pugel, Economie Internationale, Paris, Economica, 1997.
- 30) Y. Simon et D. Lautier, Techniques Financières Internationales, Paris, Economica, 2003.
- 31) Yves SIMON, Marché des changes et gestion du risque de change, DALLOZ, Paris, 1995.
- 32) Yves imon, Samir Mannai, Techniques financières internationales, Paris, 2002.
- 33) Zvi Robie et Robert Merton, Finance, Paris, 2007.

II-Mémoire de Magister :

- 34) Benyoucef Fatma, La politique de change en Algérie, Thèse de Magister en sciences de gestion, Université d'Alger, 2005.
- 35) Bouzemlal Faiza, La détermination du taux de change à travers la parité du pouvoir d'achat Cas de l'Algérie, Thèse de Magister en sciences de gestion, Ecole Supérieur de commerce, 1999.

- 36) Chenaar Samia ,Les techniques de couvertures de risque de change appliquées au cas de la Sonatrach ,Thèse de Magister en sciences de gestion, Ecole Supérieur de commerce,1999.

III-Mémoire de Doctorat :

- 37) Mohamed Kenniche, Analyse de l'évolution du taux de change du dinar en rapport avec l'ajustement structurel de l'économie algérienne, Thèse de Doctorat d'Etat en sciences économiques, Université d'Oran, 2003.

V- Lois et Règlements :

- 38) Règlement N° 90-02 du 08 septembre 1990 fixant les conditions d'ouverture et de fonctionnement des comptes devises des personnes morales.
- 39) Règlement N° 91-07 du 14 août 1991 portant règles et conditions de change.
- 40) Règlement N° 94-10 du 12 avril 1994 modifiant le règlement N° 90-02 fixant les conditions d'ouverture et de fonctionnement des comptes devises des personnes morales.
- 41) Règlement N° 95-07 du 23 décembre 1995 modifiant et remplaçant le règlement 92-04 du 22 mars 1992 relatif au contrôle des changes.
- 42) Règlement N° 95-08 du 23 décembre 1995 relatif au marché des changes.
- 43) Instruction N° 01 du 20 février 1991 relative aux conditions de rémunération des comptes devises.
- 44) Instruction N° 30-91 du 27 octobre 1991 fixant les conditions et modalités pratiques d'achat à terme de devises.
- 45) Instruction N° 28-93 du 1er avril 1993 fixant les conditions et modalités pratiques d'achat de devises à terme avec décaissement immédiat de Dinars.
- 46) Instruction N° 14-94 du 09 avril 1994 abrogeant les instructions N° 30-91 du 27 octobre 1991 et 28-93 du 1er avril 1993 relatives aux conditions et modalités d'achat à terme de devises
- 47) Instruction N° 22-94 du 12 avril 1994 fixant le pourcentage des recettes d'exportation hors hydrocarbures et produits miniers ouvrant droit à l'inscription aux comptes devises des personnes morales.

BIBLIOGRAPHIE

- 48) Instruction N° 61-94 du 28 septembre 1994 instituant le fixing pour la détermination de la valeur du Dinar par rapport aux devises étrangères.
- 49) Instruction N° 78/95 du 26 décembre 1995 portant règles relatives aux positions de change.
- 50) Instruction N° 79/95 du 26 décembre 1995 portant organisation et fonctionnement du marché des changes.
- 51) Instruction N° 02-96 du 06 février 1996 relative à la déclaration à la Banque d'Algérie des opérations de change.
- 52) Instruction N° 03-98 du 21 mai 1998 complétant l'instruction N° 22-94 du 12 avril 1994 fixant le pourcentage des recettes d'exportation hors hydrocarbures et produits miniers ouvrant droit à l'inscription aux comptes devises des personnes morales.

I- Liste des tableaux :

N°	Le titre	Page
Tableau n° 1	Parité du Dollar par rapport au Mark allemand	10
Tableau n°2	Les réserves d'or des Etats-Unis en milliard de Dollars	12
Tableau n°3	Dévaluation et réévaluation des monnaies en pourcentage	13
Tableau n°4	Composition de l'ECU en 1998	16
Tableau n°5	Liste des parités fixes de l'EUROLAND	18
Tableau n°6	Cours croisés des principales monnaies	34
Tableau n°7	Principe d'une couverture sur le marché des Futures de devises pour un exportateur	75
Tableau n° 8	Principe d'une couverture sur le marché des Futures de devises pour un importateur	76
Tableau n°9	Evolution du taux de change du dinar par rapport au Dollar américain(La période 1987-1990, trimestriellement)	103
Tableau n°10	Evolution du compte des opérations courantes (en milliards de dollars)	105
Tableau n°11	Evolution du taux de change du dinar après la dévaluation de 1991 et de celle de 1994	106
Tableau n°12	Evolution des résultats globaux du commerce extérieur Algérien (1991- 1994)	107
Tableau n°13	Evolution des réserves de change en valeur et en mois d'importation (1991- 1994)	107
Tableau n°14	Etat des indicateurs économiques	111
Tableau n°15	Type des entreprises	124
Tableau n°16	Répartition des entreprises par le secteur d'activité	124
Tableau n°17	Nature des transactions avec l'étranger	124
Tableau n°18	Structure des transactions par devises	126
Tableau n°19	Domaines des importations	126
Tableau n°20	Méthode de paiements des transactions avec l'étranger	127
Tableau n°21	Stratégies de couverture du risque de change par les entreprises	127
Tableau n°22	Prévisions sur les taux de change	127
Tableau n°23	L'aide des fournisseurs étrangers	128
Tableau n°24	Méthode de l'aide des fournisseurs étrangers	128
Tableau n°25	L'impact des évolutions récentes des taux de change sur les résultats de l'entreprise	129
Tableau n°26	L'estimation des pertes de change	129
Tableau n°27	Prendre des mesures pour faire face au risque de change	129
Tableau n°28	La mise en place d'un système de couverture contre le risque de change	130

Tableau n°29	Proposition d'utiliser les opérations de change à terme par les entreprises	130
Tableau n°30	Evolution des opérations de change au comptant	132
Tableau n°31	Evolution des parts de la BCT et du marché change interbancaire	133
Tableau n°32	Répartition par devise des transactions sur le marché des changes au comptant	135
Tableau n°33	Evolution des transactions à terme (en MDT)	136
Tableau n°34	Volume des achats et ventes à terme des Intermédiaires Agréés aux entreprises	137
Tableau n°35	Evolution des opérations de Swap de change devise contre dinar	138

II- Liste des Schémas :

N°	Le titre	Page
Schéma n°1	les principaux intervenants au marché des changes	28
Schéma n°2	Profil des gains et pertes d'un acheteur d'option d'achat « Call »	84
Schéma n°3	Profil des gains et pertes d'un vendeur d'option d'achat « Call »	85
Schéma n°4	Profil des gains et pertes d'un acheteur d'option de vente « Put »	86
Schéma n°5	Profil des gains et pertes d'un vendeur d'option de vente « Put »	87
Schéma n°6	Stratégie du <i>straddle</i>	88
Schéma n°7	Le Strangle	89
Schéma n°8	Achat de Strap	91
Schéma n°9	Achat de Strip	91

III- Liste des graphs :

N°	Le titre	Page
Graph n°1	L'évolution des cours USD/DZD : de 1994 à2008	118
Graph n°2	L'évolution des cours EUR/DZD : de 1996 à2008	119
Graph n°3	Evolution des opérations de change au comptant	133
Graph n°4	Evolution des parts de la BCT et du marché change interbancaire	134
Graph n°5	Répartition par devise des transactions sur le marché des changes au comptant	134
Graph n°6	Evolution des transactions à terme (en MDT)	136
Graph n°7	Volume des achats et ventes à terme des Intermédiaires Agréés aux entreprises	137
Graph n°8	Evolution des opérations de Swap de change devise contre dinar	138

Annexes

ANNEXE N° 1 : L'Arbitrage bilatéral.

Soit la cotation suivante : 1 USD = 1.29955 EUR en Europe
1 USD = 1.29960 EUR à New York

Un cambiste qui dispose en Europe de 10 000 000 d'Euros aura à les vendre à New York où le prix est plus cher. Pour savoir combien valent-ils en Dollar en Europe, ces 10 000 000 Euros, on peut les convertir par une règle de trois, en appliquant la cotation donnée de la manière suivante :

1 usd = 1.29955 eur } on déduit que :
X usd = 10 000 000 eur } X usd . 1.29955 eur = 1 usd . 10 000 000 eur

$$X_{\text{usd}} = \frac{1 \text{ usd} \cdot 10\,000\,000 \text{ eur}}{1.29955}$$

$$X_{\text{usd}} = 7\,694\,971.3 \text{ usd}$$

Donc les 10 000 000 d'Euros valent 7 694 971.3 Dollars en Europe.

Ce cambiste aura à les vendre à New York où la cotation du Dollar par rapport à l'Euro est plus élevée qu'en Europe.

Le prix de vente des 7 694 971.3 usd à New York est :

1 usd = 1.29960 eur } on déduit que :
7 694 971.3 usd = X eur } X eur . 1 usd = 1.29960 eur . 7 694 971.3 usd

$$X_{\text{eur}} = \frac{1.29960 \text{ eur} \cdot 7\,694\,971.3 \text{ usd}}{1 \text{ usd}}$$

$$X_{\text{eur}} = 10\,000\,384 \text{ eur}$$

C'est-à-dire que les 10 000 000 d'Euros dont disposait le cambiste en Europe, valent 10 000 384 Euros à New York, d'où le cambiste tire un profit égal à :

$$10\,000\,384 - 10\,000\,000 = 384 \text{ Euros.}$$

ANNEXE N° 2 : L'Arbitrage triangulaire :

Soit la cotation suivante :

$$1 \text{ usd} = 1.29955 \text{ eur}$$

$$1 \text{ usd} = 1.85755 \text{ GBP}$$

$$1 \text{ GBP} = 0.69970 \text{ eur}$$

Si un cambiste est chargé de vendre 1 000 000 d'Euros au profit de son client du Royaume-Uni, deux possibilités s'offrent à lui :

- La première est un marché direct entre la Livre Sterling et l'Euro :

en appliquant la règle de trois, les 1 000 000 d'Euros valent 1 429 184 GBP du moment que :

$$\left. \begin{array}{l} 1 \text{ usd} = 0.69970 \text{ eur} \\ X_{\text{GBP}} = 1\,000\,000 \text{ eur} \end{array} \right\} \text{ on déduit que :}$$
$$X_{\text{GBP}} \cdot 1\,000\,000 \text{ eur} = 1 \text{ GBP} \cdot 1\,000\,000 \text{ eur}$$

$$X_{\text{GBP}} = \frac{1 \text{ GBP} \cdot 1\,000\,000 \text{ eur}}{0.69970 \text{ eur}}$$

$$X = 1\,429\,184 \text{ GBP}$$

- La deuxième possibilité est un marché intermédiaire, on fait appel au Dollar américain ; on convertit les 1 000 000 d'Euros en Dollar et on obtient :

$$\left. \begin{array}{l} 1 \text{ usd} = 1.29955 \text{ eur} \\ X_{\text{usd}} = 1\,000\,000 \text{ eur} \end{array} \right\} \text{ on déduit que :}$$
$$X_{\text{usd}} \cdot 1.29955 \text{ eur} = 1 \text{ usd} \cdot 1\,000\,000 \text{ eur}$$

$$X_{\text{usd}} = \frac{1 \text{ usd} \cdot 1\,000\,000 \text{ eur}}{1.29955 \text{ eur}}$$

$$X_{\text{usd}} = 769\,497.13 \text{ usd}$$

On convertit la somme obtenue (769 497.13 usd) en Livre Sterling, et on obtient :

$$\left. \begin{array}{l} 1 \text{ usd} = 1.85755 \text{ GBP} \\ 769\,497.13 \text{ usd} = X \text{ GBP} \end{array} \right\} \text{ On déduit de ces deux équations que :}$$

$$X \text{ GBP} \cdot 1 \text{ usd} = 769\,497.13 \text{ usd} \cdot 1.85755 \text{ GBP}$$

$$X \text{ GBP} = \frac{769\,497.13 \text{ usd} \cdot 1.85755 \text{ GBP}}{1 \text{ usd}}$$

$$X \text{ GBP} = 1\,429\,379.3 \text{ GBP}$$

Si on compare cette somme (1 429 379.3GBP) à la somme obtenue de la première possibilité (1 429 184 GBP), on s'aperçoit que le cambiste peut dégager un gain égal à :

$1\,429\,379.3 \text{ GBP} - 1\,429\,184 \text{ GBP} = 195.3 \text{ GBP}$ par rapport à la première possibilité.

ANNEXE N°3

Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

Université d'Oran

Ecole Doctorale d'Economie et de Management

Questionnaire

Dans le cadre de la préparation de notre mémoire de magister en sciences économiques sous le thème « **La gestion des risques de change en Algérie** », nous mettons entre vos mains ce questionnaire auquel nous vous prions de répondre et nous vous remercions d'avance pour votre contribution.

1- Caractéristiques de l'entreprise :

- 1- Nom d'entreprise :
- 2- Situation Géographique :
- 3- Capital :
- 4- Votre entreprise est :
 - Publique.....
 - Privée.....
- 5- Votre secteur d'activité :

2- Transactions avec l'étranger :

- 1- Volume moyen annuel des transactions avec l'étranger :(en contre valeur dollar)
 - 2- Nature des transactions :
 - Importations.....
 - Exportations.....
 - 3- Pourcentage des opérations du commerce extérieur (importations et exportation) par rapport au total d'activité :%
 - 4- Structure des transactions par devise :
 - Euro%
 - Dollar%
 - Yen%
 - Autres%
- Précisez

3- L'exposition au risque de change :

- 1- L'exposition de votre entreprise au risque de change, dans le domaine des importations, a son origine dans :

- Importation pour la revente en l'état.....
- Importation de matières premières.....
- Importation de biens d'équipements et de pièces de rechanges (propre besoin)...

2- Vos opérations d'importations sont effectuées en fonctions de :

- Vos besoins.....
- L'évolution des taux de change.....

3- Vos paiements sont effectués :

- En cash
- Par un financement.....

4- Stratégie :

1- Dans votre politique globale de gestion, prévoyez vous une stratégie de couverture contre le risque de change ?

- Oui
- Non
- Indifférent.....

2- Dans le cadre de vos opérations avec l'extérieur, prenez vous en considération les prévisions sur les taux de change ?

- Oui
- Non

Si non, Pourquoi ?.....

3- Vos fournisseurs vous aident-ils en matière de risque de change ?

- Oui
- Non

Si oui, comment ?

- Termillage (avance ou report des paiements).....
- Le choix de la monnaie de facturation.....
- Les clauses d'indexation.....

- Autres.....

Précisez.....

5- Conjoncture :

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

- Perte de change

- Gain de change

- Néant.....

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

- Importante

- Moyenne

- Négligeable

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

- Oui

- Non

4- Avez vous pris des mesures pour faire face au risque de change ?

- Oui

- Non

Si oui, précisez.....

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

- Oui

- Non

6- Perspectives :

1- Après la libéralisation du commerce extérieur, comment estimez-vous la mise en place d'un système de couverture contre le risque de change ?

- Une nécessité
- N'a pas d'importance
- Indifférent

2- Si votre banque vous propose des opérations de change à terme de devises, utiliseriez-vous cet instrument ?

- Oui
- Non
- Indifférent.....

RESUME :

La Globalisation des dernières décennies, caractérisée par la mobiliérisation, l'institutionnalisation de l'épargne et la multiplication des instruments de gestion des risques, a eu des incidences à la fois paradoxalement favorables et défavorables pour les entreprises. Parmi les effets défavorables, on peut citer: L'apparition de nouveaux risques et l'accroissement des risques existants. Comme éléments favorables, il convient de souligner : Une meilleure identification et appréciation des risques, ainsi qu'une gestion plus rigoureuse et plus dynamique de ces risques.

Les entreprises dont l'activité est extravertie, courent, en sus des risques domestiques ou classiques, des risques liés à l'environnement international et au caractère même de l'opération qu'elle entreprend. Parmi le large éventail des risques à l'international, on peut citer entre autres: Le risque Pays, le risque de contrepartie, le risque de change...etc.

Pour ce qui est du risque de change, il est tantôt subi, comme une conséquence inévitable d'opération économique normale, tantôt recherché par des prises de position que l'on dit spéculatives. Dans la situation où il est subi, il peut être éliminé ou limité par différentes techniques externes précitées.

Pour le cas de l'Algérie, les opérateurs ne disposent pas de techniques de couverture assez efficaces et ont donc recours le plus souvent au choix de la monnaie de facturation et tentent d'agir sur les délais de paiement. Devant ces méthodes assez primaires qui sont loin d'être satisfaisantes, l'instauration d'autres techniques plus modernes s'avère indispensable dans le monde du commerce international d'aujourd'hui.

Mots clés :

International, Monnaie; Système monétaire; Régime de change; Taux de change; Risque de change; Marché de change; Délais de paiement; Forwards; Swaps.