

Ecole des Hautes Etudes Commerciales

EHEC

**Mémoire de fin d'études en vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences Commerciales**

Option : Affaires Internationales

THEME:

**L'impact du taux de change sur la
rentabilité De l'entreprise**

**Etude de Cas : EURL
ALLOUCHE EXPORT/IMPORT**

Présenté par :

M. Houssam Eddine GUEMRI

Encadré par :

Mme Ibetisseme BRAHITI

Maitre de conférences à EHEC

8^{ème} promotion

Juin 2021

Ecole des Hautes Etudes Commerciales

EHEC

**Mémoire de fin d'études en vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences Commerciales**

Option : Affaires Internationales

THEME:

**L'impact du taux de change sur la
rentabilité De l'entreprise**

**Etude de Cas : EURL
ALLOUCHE EXPORT/IMPORT**

Présenté par :

M. Houssam Eddine GUEMRI

Encadré par :

Mme Ibetisseme BRAHITI

Maitre de conférences à EHEC

8^{ème} promotion

Juin 2021

Résumé

Les fluctuations du taux de change peuvent affecter d'une manière favorable ou défavorable la rentabilité de n'importe quelle entreprise exerçant le commerce international.

L'étude a pour objectif de déterminer le cadre théorique à la fois du taux de change et de la rentabilité ; Et clarifier l'impact des fluctuations des taux de change sur la rentabilité de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT à travers une étude standard. L'étude théorique est parvenue à mettre en évidence l'importance du taux de change dans l'influence sur la rentabilité des entreprises en tant que moyen de règlement des transactions économiques étrangères. .

Les résultats obtenus grâce à cette étude montrent que la rentabilité est défavorablement affectée par la dépréciation du dinar, et ce parce qu'EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT est une entreprise importatrice plus tôt que exportatrice.

Mot clés :

Taux de change, marché des changes, rentabilité, risque de change, couverture, ALLOUCHE EXPORT/IMPORT EURL.

ملخص:

إن التقلبات في أسعار الصرف يمكنها أن تؤثر بطريقة مواتية أو غير مواتية على مردودية أي مؤسسة تعمل في مجال التجارة الدولية

تهدف الدراسة إلى تحديد الإطار النظري لكل من سعر الصرف و المردودية ؛ وتوضيح مدى تأثير تقلبات أسعار الصرف على مردودية مؤسسة مطاحن عمر بن عمر عبر دراسة قياسية. وتوصلت الدراسة النظرية إلى إبراز أهمية سعر الصرف في التأثير على مردودية المؤسسات باعتباره وسيلة لتسوية المعاملات الاقتصادية الأجنبية، كما توصلت الدراسة إلى ضرورة تغطية مخاطر تغيرات أسعار الصرف لتجنب تأثيرها عبر مجموعة من الأدوات.

النتائج المتحصّل عليها من خلال هذه الدراسة تبين أن المردودية تتأثر بطريقة غير مواتية بانخفاض الدينار و هذا لان مؤسسة علوش للاستيراد و التصدير تعتبر مستوردة أكثر منها مصدرة.

كلمات مفتاحية

سعر الصرف، سوق الصرف، مردودية، خطر سعر الصرف، تغطية، مؤسسة علوش للاستيراد و التصدير

Summary:

Fluctuations in the exchange rate can affect in a favorable or unfavorable manner the profitability of any company engaged in international trade.

The aim of the study is to determine the theoretical framework for both the exchange rate and profitability; and clarify the impact of exchange rate fluctuations on the profitability of the EURL ALLOUCHE EXPORT / IMPORT Company through a standard study. The theoretical study succeeded in highlighting the importance of the exchange rate in influencing the profitability of companies as a means of settling foreign economic transactions. .

The results obtained from this study show that profitability is adversely affected by the depreciation of the dinar, and this because EURL ALLOUCHE EXPORT / IMPORT is an importer rather than an exporter.

Key words:

Exchange rate, foreign exchange market, profitability, foreign exchange risk, hedging, ALLOUCHE EXPORT / IMPORT EURL.

Dédicace

Je dédie ce modeste travail de fin d'études aux personnes les plus chères à mon cœur :

A Mes Chers Parents qui ont consacré le meilleur de leur vie à mon éducation et ma formation

Mes chers Sœurs : Djemana, Ghada, Ritage

A toute ma famille sans exception.

A tous mes amis : Hamza, Firas, Rostom, Amin, Abdelhak, Yacine, Abdrahim, Saad, Aymen, Abd allah, Naser Eddine, Khalil, Yakoub, Nidal, Choib, Aïmen, Achour, Hakim

A tous ceux qui me sont chers.

Remerciement

Plus par conviction personnelle que par esprit de conformisme, je saisis cette précieuse opportunité pour exprimer ma profonde gratitude aux personnes qui ont contribué à ma formation et à la réalisation du présent travail.

*Je tiens tout d'abord à remercier **ALLAH** le tout puissant de m'avoir donné la foi et de m'avoir permis d'en arriver là.*

Je tiens à remercier, tout particulièrement mon encadrant à l'EHEC, la professeur Brahiti Ibetissem, pour avoir accepté d'assurer l'encadrement de ce projet de fin d'étude. Il a su à la fois me prodiguer d'utiles conseils et m'accorder une grande liberté dans l'organisation de ce travail.

Il me sera également d'une ingratitude de ne remercier de manière spéciale mes encadrants à la Banque CPA, qui ont été attachés au bon déroulement du stage, je cite Mr.Mousaab, pour m'avoir guidé durant mon parcours, je les ai tellement harcelés de questions qu'ils méritent mille fois mes remerciements.

Bien plus, j'adresse avec tout le respect et l'estime que cela se doit de requérir, mes profondes gratitude à l'équipe professorale de l'EHEC pour tout le temps qu'elle nous a consacré pour leurs conseils précieux, leur aide et leur appui durant le cycle d'études.

Que les membres de jury, trouvent ici l'expression de mes reconnaissances de m'avoir fait l'honneur en acceptant de juger mon travail. Un Merci, encore une fois, à toute personne ayant contribué de près ou de loin à la réalisation de ce travail, m'offrant ainsi une occasion pour découvrir le monde du travail, d'apprendre l'esprit de ponctualité, de confirmer les techniques acquises à l'entreprise et de se préparer à affronter la vie active.

Finalement, je tiens à exprimer mon profonde gratitude à nos familles qui nous ont toujours soutenues et à toutes les personnes qui, de près ou de loin, ont participé à l'élaboration de ce mémoire.

Liste des figures

<i>Figure 1: Typologie des régimes de changes : le triangle de Mundell (triangle d'incompatibilité)</i>	<i>36</i>
<i>Figure 2: Les soldes intermédiaires de gestion.....</i>	<i>64</i>
<i>Figure 3: La relation entre les trois formes de rentabilité (d'exploitation, économique, financière).....</i>	<i>69</i>
<i>Figure 4: Position de change longue.....</i>	<i>77</i>
<i>Figure 5: Position de change fermée.....</i>	<i>78</i>
<i>Figure 6: Position de change courte</i>	<i>78</i>
<i>Figure 7: Compensation bilatérale.....</i>	<i>87</i>
<i>Figure 8: L'organigramme général de CPA</i>	<i>104</i>
<i>Figure 9: Le diagramme de l'agence de CPA 333</i>	<i>105</i>

Liste des tableaux

Tableau 1: La dénomination des devises	7
Tableau 2: Parités de change des monnaies avec l'or.....	31
Tableau 3: Principes du système de Bretton-Woods	32
Tableau 4: Evolution (en%) des régimes de changes dans les pays émergents.....	51
Tableau 5: Tableau des soldes intermédiaires de gestion	62
Tableau 6: Indicateurs de marge d'exploitation.....	65
Tableau 7: Indicateurs de rentabilité d'exploitation	66
Tableau 8: Méthode soustractive du calcul de la CAF.....	70
Tableau 9: Méthode additive du calcul de la CAF.....	71
Tableau 10: Cas d'importation.....	74
Tableau 11: Cas d'exportation	74
Tableau 12: Le tableau de la position de change.....	80
Tableau 13: Tendances de la devise et les décisions à prendre.....	88
Tableau 14: Evolution du capital social du CPA	101
Tableau 15: Importation de l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT.....	108
Tableau 16: Exportation de l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT.....	109
Tableau 17: Bilan résumé de l'année 2015.....	110
Tableau 18: Bilan résumé de l'année 2016.....	110
Tableau 19: Bilan résumé de l'année 2017.....	111
Tableau 20: Bilan résumé de l'année 2018.....	111
Tableau 21: Bilan résumé de l'année 2019.....	111
Tableau 22: Bilan résumé de l'année 2020.....	111
Tableau 23: Tableau du compte de résultat 2015	112
Tableau 24: Tableau du compte de résultat 2016	112
Tableau 25: Tableau du compte de résultat 2017	113
Tableau 26: Tableau du compte de résultat 2018	113
Tableau 27: Tableau du compte de résultat 2019	114
Tableau 28: Tableau du compte de résultat 2020	114
Tableau 29: La rentabilité financière durant la période (2015-2020).....	115
Tableau 30: La rentabilité économique durant la période (2015-2020).....	116
Tableau 31: La rentabilité commerciale durant la période (2015-2020).....	117
Tableau 32: Evolution des pertes de changes et leur pourcentage dans les charges financières durant la période (2015-2020).....	118
Tableau 33: Evolution des gains de change de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT durant la période (2015-2019).....	120
Tableau 34: Calcul de l'ANC de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT durant la période (2015-2019).....	122
Tableau 35: Calcul de l'ANC de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT dans le cas de stabilité des cours USD/DZD et EUR/DZD durant la période (2015-2019).....	123
Tableau 36: L'ANC dans le cas d'une appréciation du dinar durant la période (2015-2019).....	125

Liste des abréviations

AUD : Le Dollar Australien.

BNA : Banque Nationale d'Algérie.

BRI : Banque Des Règlements Internationaux.

CA : Chiffre d'affaires.

CAD : Le Dollar Canadien.

CAF : Capacité d'Autofinancement.

CHF : Le Franc Suisse.

CPA : Caisse Populaire d'Algérie.

DA : Dinar Algérien.

DKK : La Couronne Danoise.

DZD : Le Dinar Algérien.

EBE : Excédent Brut d'Exploitation.

EUR: L'Euro.

EURL : Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée.

FMI: Fonds Monétaire International.

Forex : Forex Foreign Exchange.

GBP : La Livre Sterling.

HKD : Le Dollar de Hong Kong.

ISO : Organisation Internationale de Standardisation.

JPY : Le Yen Japonais.

NOK : La Couronne Norvégienne.

PME : Petites et Moyennes Entreprises.

PMI : Petites et Moyennes Entreprises Industrielles.

RUB : Le Rouble Russe.

SEK: La Couronne Suédoise.

SFI : Système Financier International.

SGD: Le Dollar de Singapour.

SME : Système Monétaire Européen.

SPA : Société Par Action.

SWIFT: Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication.

TARGET 20: Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system 2.

TCE : Taux de Change Effectif.

TCEN : Taux de Change Effectif Nominal.

TCER : Taux de Change Effectif Réel.

TCN : Taux de Change Nominal.

TCR : Taux de Change Réel.

USD : Le Dollar Américain.

ISO : Organisation Internationale De Normalisation.

Sommaire

Introduction	1
Chapitre1 : Conceptualisation du marché des changes	6
Section 1 : le marché des changes	7
Section 2 : Le taux de change.....	24
Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec la fluctuation du taux de change.	51
Section 1 : La rentabilité de l'entreprise.....	53
Section 2 : La gestion du risque de change	70
Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise.....	95
Section 1 : Présentation du Crédit populaire d'Algérie	96
Section 2 : Etude de cas d'une entreprise «ALLOUACHE AMAR EXPORT, EURL»	107
Conclusion générale.....	105



Introduction Générale

Introduction Générale

Introduction Générale

Les nations aujourd'hui sont plus liées que jamais due La montée en puissance du phénomène de la mondialisation, de globalisation des économies, ainsi que, les nouvelles orientations des politiques économiques de chaque pays vers la libéralisation des échanges, de ce fait, le niveau des échanges internationaux a augmenté. Cette montée dans les échanges internationaux, a été expliquée par la théorie de libre échange, qui est une doctrine économique recommandant la libéralisation du commerce international, en conséquence, l'élimination de tout obstacle à la libre circulation des biens entre les pays.

Dans cet espace économique globalisé et instable, les entreprises sont sujettes à plusieurs risques tels que les risques de gestion, de prévisions, de liquidité et risque de compétitivité. Ces phénomènes ont pour effet de réduire la rentabilité de l'entreprise, voir remettre en question sa pérennité. De plus, les entreprises exerçant des échanges à l'échelle internationale sont sujettes à un autre type de risque, représenté par le risque de change Car ces échanges sont effectués avec des monnaies différentes ce qui pose un problème de règlement, qui doit se faire en devise. D'où la nécessité de passer par le taux de change qui change constamment afin de pouvoir régler ses paiements. Le risque de change est devenu un problème critique et vital. Donc il est primordial pour toute entreprise engagée dans les échanges internationaux de se couvrir et de se protéger contre les fluctuations inévitables du taux de change. C'est à dire elle doit bien gérer le risque de change pour éviter les pertes colossales qui peuvent affecter sa rentabilité et donc réduire son résultat.

Tout cela remet en question la rentabilité et la valeur de toute entreprise. Si ce risque de change est négligé.

Ce cheminement nous mène à poser la problématique suivante :

« Quel est l'impact de la variation du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise? »

La réponse à cette question principale appelle des réponses aux questions secondaires suivantes :

1. Quels sont les déterminants du taux de change ? 2. Et quels sont les facteurs qui contrôlent sa volatilité? 3. Quels sont les types de risque de change ? Et quels sont les techniques utilisées pour se couvrir contre ce risque? 4. Quel est l'impact de la variation du taux de change sur la rentabilité de l'entreprise ?

Les hypothèses:

La présente étude est réalisée sous les hypothèses suivantes :

Hypothèse 1 : l'importance du taux de change peut se manifester lorsqu'il s'agit de devises, et sa volatilité a été contrôlée par une série de facteurs liés aux économies des pays ;

Introduction Générale

Hypothèse 2 : le taux de change a un impact sur la rentabilité financière de l'entreprise ;

Hypothèse 3 : le taux de change a un impact sur la valeur patrimoniale de l'entreprise ;

Objectif de l'étude :

L'objectif de notre travail est d'étudier l'impact de la variation du taux de change sur la rentabilité financière et la valeur patrimoniale de l'entreprise CPA banque. De relever les causes de la variation du taux de change et d'exposer les techniques internes et externes permettant de se couvrir contre le risque de change.

L'importance de l'étude :

Nous pouvons résumer l'importance de notre étude dans les points suivants :

- Démontrer comment le taux de change est déterminé ;
- Quels sont les facteurs qui influencent sa valeur afin de pouvoir expliquer son évolution actuelle et anticiper celle du futur ;
- Quelles sont les différentes techniques utilisées pour la couverture contre le risque de change ;
- Expliquer la performance financière et ses diverses méthodes de calcul.

Justifications et déterminant de l'étude:

Les justifications et limites de l'étude sont les suivantes:

- Le sujet relève de notre spécialisation en finance d'entreprise dans le cadre de notre orientation de recherche dans l'aspect analyse financière;
- Manque d'études sur ce sujet, notamment sous l'aspect de son traitement en termes normalisés ;
- Enrichir la Bibliothèque nationale algérienne.

La méthodologie :

Les principales méthodes utilisées sont :

1. La méthode descriptive : cette méthode nous servira à décrire le taux de change et la rentabilité et l'identification de leurs différents aspects, leur analyse et la relation entre eux, ainsi qu'une description des différentes méthodes de couverture contre les risques de change.
2. La méthode analytique : cette méthode consiste à interpréter et analyser des données recueillies. Elle nous aidera à analyser les différents facteurs qui déterminent le taux de change.

Introduction Générale

Quant aux techniques utilisées, nous avons utilisé deux techniques :

1. La technique documentaire : ou nous nous sommes servi d'une documentation et d'ouvrages généraux comprenant les livres, les articles, les références électroniques, les mémoires des étudiants et toute autre documentation qui pourra nous fournir les informations en rapport avec le secteur extérieur du pays.

2. La technique statistique et économétrique : Nous avons eu recours à ces techniques pour étudier l'impact du taux de change sur la valeur d'une entreprise qu'on prendra comme cas pratique.

Le présent travail a été subdivisé en trois chapitres, où nous traitons chaque chapitre en trois sections, et chaque section en trois sous-sections. Le premier chapitre était intitulé: Généralités sur le taux de change, qui comprenait une introduction et des principes fondamentaux sur le taux de change, des concepts liés au taux de change et à son marché à ses systèmes, théories, ainsi que les politiques qui l'expliquent.

Alors que le deuxième chapitre était intitulé: La rentabilité et sa relation avec les fluctuations des taux de change, à travers lequel nous traitons les bases du rapport coût-efficacité en termes de concepts et d'analyse, puis expliquons l'effet des fluctuations du taux de change sur le rendement et le taux de change. Méthodes de comptabilisation, et nous avons également fourni les moyens de couverture et de protection contre les risques de ces fluctuations.

Le troisième et le dernier chapitre a été consacré au cas pratique au sein de la banque CPA BANQUE, intitulé « L'étude de l'impact de la variation du taux de change sur la rentabilité de l'entreprise ».



Chapitre 1 :
Conceptualisation du marché
des changes

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Introduction

Le change est l'acte par lequel on échange les monnaies de différentes nations. Les monnaies prennent les mêmes formes que la monnaie à l'intérieur d'un pays. L'acte de échanger passe dans place bien déterminé dite le marché de change.

Le marché de change évolue du jour en jour dans contexte de développement mondial, l'ouverture de l'économie et la libéralisation des flux de capitaux et les échanges commerciaux. Ce qui rend le risque inhérent à l'opération de change de plus en plus élevé.

Dans ce chapitre, nous procédons dans un premier lieu à une exposition des différents concepts du marché de change. En deuxième lieu, nous présentons les différents intervenants, et nous essayons d'analyser différents compartiments. En dernier lieu, nous nous arrêtons sur les comportements adoptés par les acteurs.

Nous intéressons ensuite à la notion du taux de change ainsi que les régimes de change existants. Enfin nous expliquons les déterminants du taux de change.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Chapitre1 : Conceptualisation du marché des changes

Section 1 : le marché des changes

Le marché des changes est l'un des plus gros marchés mondial, il assure la confrontation de l'offre et de la demande des devises et révèle leurs cours en termes de monnaie nationale. Dans cette section nous essaierons d'expliquer les concepts théoriques du marché des changes.

Sous-section 1 : présentation du marché des changes

1 Définition du marché des changes

Le marché des changes, appelé aussi le marché des devises, est le lieu sur lequel s'échangent les devises, c'est à dire les monnaies étrangères convertibles. Il est donc le marché sur lequel se retrouvent tous les participants désireux de vendre ou d'acheter une devise contre une autre. Dans le jargon financier il est souvent question du Forex pour désigner le marché des changes; contraction des termes anglais FOREIGN EXCHANGE.¹

D'autres opérations se déroulent sur ce marché comme les opérations à terme sur taux d'intérêt, ou encore les opérations de swap, ces dernières ne constituent pas des opérations de change mais elles sont classées dans ce marché car elles sont souvent libellées en devise.

Et selon Dominique Plihon, « Le marché des changes est le plus important des marchés. Pour beaucoup, il apparaît également comme le plus parfait des marchés, sur lequel l'information circule vite et où les opérations sont effectuées sans obstacles ».²

2 Les principales devises négociées sur le marché des changes

Dans le marché des changes, on distingue les devises mineures qui représentent les devises moins négociées sur le marché des changes et les devises majeures tels que l'euro, la livre sterling et le dollar.

2.1 La dénomination des devises

L'Organisation Internationale de Standardisation (ISO) a identifié les devises via un code alphabétique commun dans toutes les places financières, afin de faciliter les opérations de change.

Le tableau ci-dessus présente quelques exemples :

Tableau 1:La dénomination des devises

Monnaies	code
Le dollar américain	USD

¹ Mondher Chérif, « Les taux de change », édition Revue Banque, Paris, 2002, P : 30.

² PLIHON Dominique, « Le taux de change » 6ème Ed, éd LA DECOUVERTE, Paris, 2012, P : 06.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

L'euro	EUR
le yen japonais	JPY
le dollar canadien	CAD
la livre sterling	GBP
le rouble russe	CHF
le franc suisse	RUB
Le dinar algérien	DZD

Source : Yves Simon, Christophe Morel, « Finance Internationale », édition Economica, 11^{ème} édition, Paris, 2015, P : 25

2.2 L'échange des devises

Il existe une gradation dans l'importance des différentes devises utilisées sur le marché des changes.

Le dollar (USD) est la monnaie de référence. C'est en effet contre la devise américaine que s'effectue la plus grande partie des transactions sur toutes les places financières.

L'euro (EUR) et le yen (JPY) ont une véritable dimension internationale. Ces devises sont cotées contre le dollar par toutes les grandes banques sur de nombreuses places financières. Leur rôle international n'est toutefois pas complet, car il est parfois difficile de trouver du yen sur certaines places européennes ou de l'Amérique du Sud.

La livre sterling (GBP), le franc suisse (CHF), le dollar canadien (CAD), le dollar australien (AUD), le dollar de Hong Kong (HKD), le dollar de Singapour (SGD), la couronne suédoise (SEK), la couronne danoise (DKK) et la couronne norvégienne (NOK) sont négociés de façon plus au moins continue par de nombreuses banques sur plusieurs places financières internationales.³

La hiérarchie des devises dans la cotation est exprimée comme suite :

1. EUR contre toutes les devises ;
2. GBP contre toutes les devises sauf l'EURO ;
3. USD contre toutes les devises sauf l'EURO et le Livre Sterling.

³ Yves Simon, Christophe Morel, « Finance Internationale », édition Economica, 11^{ème} édition, Paris, 2015, P : 25.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

3 Caractéristiques du marché des changes

3.1 Un marché-réseau dominé par quelques places financières

A la différence des marchés boursiers, qui ont une localisation géographique précise, le marché des changes ne connaît pas de frontières : il y a un seul marché des changes dans le monde. Les transactions sur devises se font aussi bien et en même temps à Paris, Tokyo, Londres ou New York. De par son caractère planétaire, le marché des changes est donc une organisation économique sans véritable réglementation ; elle est auto-organisée par les instances publiques et privées qui y interviennent.

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

3.2 La détermination du taux de change

La confrontation entre l'offre et la demande permet la détermination d'un prix qui est le taux de change entre deux monnaies.

Ce marché permet donc de déterminer le taux de change entre deux monnaies : « Le marché des changes assure la confrontation des offres et demande de devise et relève leurs cours en terme de monnaie nationale ».

3.3 Un marché dominé par les banques

Trois groupes d'agents opèrent sur le marché des changes : le premier groupe est constitué par les entreprises, les gestionnaires de fonds et les particuliers ; le deuxième réunit les autorités monétaires (banques centrales) ; le troisième groupe rassemble les banques et les courtiers qui assurent le fonctionnement quotidien du marché. Les agents du premier groupe n'agissent pas directement mais transmettent aux banques des ordres dits "de clientèle" pour l'achat ou la vente de devises. C'est le marché de détail (transactions entre les banques et leurs clients) Les autorités monétaires interviennent sur le marché pour réguler les cours (achat-vente de devises) et éventuellement réglementer les opérations de change (contrôle des changes). Les cambistes des banques et les courtiers sont les seuls intervenants privés à opérer directement sur le marché. Pour cette raison, le marché des changes est d'abord un marché interbancaire de gros. En 1998, près de 90 % des opérations cambiales sont réalisées entre les banques et les autres intermédiaires financiers.

3.4 Le plus grand marché financier au monde

Au cours des dernières années, le marché des changes s'est fortement développé et s'est agrandi pour passer d'un marché essentiellement interbancaire où les banques centrales et les banques commerciales dominent sur les transactions à un marché impliquant plusieurs autres acteurs tel que les institutions financières et non financières. En plus, l'intégration des particuliers dans le

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

marché qui n'était pas possible jusqu'en 2005 grâce à l'avènement du trading électronique et à l'apparition des traders en détail.⁴

3.5 Marché en continu

Le marché des changes est un marché mondial qui fonctionne 24h/24, 7 j/7 (alors que d'autres marchés sont soumis aux horaires d'ouverture des Bourses), c'est-à-dire qu'il est possible d'acheter et de vendre les devises 24h/24, 7j/7 du dimanche 20 h 15 GMT au vendredi 22h 00 GMT. Dès son ouverture le lundi matin en Australie à la fin de l'après-midi à New York, le marché de change donc ne dort jamais.

3.6 Le marché financier le plus liquide

Selon les chiffres publiés par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) dans son rapport trimestriel de décembre 2016, le volume quotidien des transactions sur le marché des changes est estimé à 5 070 milliards USD, cela est du fait que ce marché le plus vaste et le plus liquide au monde en termes de volume de transactions

De plus, le marché des change est un marché totalement dématérialisé, c'est-à-dire que toutes les opérations d'achat et de vente des devises s'effectuent par un simple jeu d'écriture entre les comptes bancaires, et qu'ils sont réalisés grâce à des systèmes d'enregistrement, de compensation et de règlement-livraison tel que : Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) et le système européen : Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer system 2 (TARGET 2) .

Ainsi, les transferts de devises peuvent se réaliser via les comptes de correspondance que possède la banque grâce au système de comptes Nostro/Loro.

Nostro : un compte nostro signifie les avoirs détenus par une banque chez un autre établissement.

Loro : un compte loro signifie les avoirs placés par les autres établissements dans une banque.

3.7 Un marché risqué dominé par les opérations à terme

Le risque de change est le risque de perte en capital lié aux variations futures du taux de change. Depuis les années soixante-dix, ce risque s'est fortement accru avec le flottement généralisé des monnaies et le développement des transactions commerciales et financières internationales. L'existence de variations des changes entraîne deux types d'attitudes différentes de la part des intervenants sur le marché : certains groupes ne souhaitent pas parier sur ce que seront les taux de change dans le futur. Ils sont exposés à un risque de change dans le cours de leurs activités ordinaires et recherchent une couverture à leur position créditrice ou débitrice. D'autres groupes estiment pouvoir prendre une position exposée à un risque de change pour réaliser un gain. Il y a

⁴ Laurence Abadie, Catherine Mercier - Suissa « Finance Internationale », édition : Armand Colin, Paris, 2011, P : 37-40.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

alors spéculation sur l'évolution future des changes au moyen d'opérations d'arbitrages. Dans la réalité, les opérations cambiales mêlent à des degrés divers couverture et spéculation et les mêmes individus peuvent adopter ces deux attitudes. Le contrat de change à terme est le principal moyen de se couvrir ou de spéculer sur le marché des changes. Ce qui explique pourquoi il domine le contrat de change au comptant : en 1998 63 % des opérations des marchés des changes sont des opérations à terme et 37 % seulement des opérations au comptant. Un contrat de change à terme est un accord pour échanger une monnaie contre une autre à une date future à un prix fixé aujourd'hui, le taux de change à terme. Il existe différents contrats de change à terme : les contrats basés sur les opérations traditionnelles, terme bancaire et "swap" cambiste, sont les plus répandus (57 % des opérations des marchés des changes en 1998) ; ceux basés sur les autres produits dérivés, "futures" et options sur devises restent encore marginaux (6 % des opérations en 1998).

3.8 Les types de transaction

Les achats et ventes de devises dans le marché des changes peuvent s'effectuer de deux manières : soit au comptant qui veut dire que les devises sont échangées instantanément mais la livraison effective des fonds a lieu dans un délai maximum de deux jours ouvrés. Soit à terme dont la livraison aura lieu dans un délai prédéterminé supérieur à deux jours ouvrés.

Sous-section 2 : Les acteurs du marché des changes

1 Les acteurs de marché du change :

Les acteurs du marché des changes sont classés en cinq catégories :

1. Les banques
2. Les entreprises,
3. Les investisseurs institutionnels,
4. Les banques centrales,
5. La clientèle privée,
6. Les courtiers.

Les trois premiers sont alternativement spéculateurs, hedgers, ou arbitragistes. Les banques centrales agissent pour des motivations bien spécifiques tandis que les courtiers jouent un rôle parfois négligé.⁵

⁵ Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », édition : Ellipses, Paris, 1989, P : 39.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

1.1 Les banques

En zone franc, les résidents sont obligés de réaliser leurs opérations de change avec les banques ayant qualité d'intermédiaire agréé. Cette disposition renforce le rôle de ces dernières sur le marché des changes.

Les banques, qui sont des participants **majeurs** au marché des changes, peuvent être tour à tour arbitragistes, « **hedgers** » ou spéculateurs. Il est bien sûr toujours malaisé de définir la motivation qui dicte l'exécution de telle ou telle opération.

Rien en effet ne ressemble plus à une opération de change qu'une autre opération de change. Le plus souvent, les banques commerciales dont la vocation est de tirer profit d'opérations réalisées avec une clientèle d'entreprises commerciales ou industrielles seront principalement des « **hedgers** ». Cela signifie qu'elles retourneront relativement rapidement les achats ou ventes de devises de la clientèle sur le marché. Elles le feront dans des délais variables : le plus souvent en quelques secondes ou quelques minutes pendant lesquelles elles adoptent un comportement de spéculation. Ce comportement peut être dicté par l'impossibilité de couvrir exactement et dans l'instant toutes les opérations, mais peut aussi être délibéré dans le but d'améliorer le profit né de l'activité clientèle.

Pour d'autres banques, dites de «trésorerie», l'activité clientèle ne représente qu'un apport marginal, les profits étant dérivés quasi exclusivement de prises de position. Ces banques, nées avec la déréglementation, sont des structures légères capables de réaliser des profits ou des pertes importantes assez rapidement et ce d'autant plus que le marché est agité et les écarts de cours rapides et importants.

Au cœur de l'innovation financière, les banques commerciales ou les banques de trésorerie sont bien placées pour entretenir une activité d'arbitrage, en utilisant leur savoir-faire et leur présence sur de nombreux marchés.

Enfin, signalons un fait parfois occulté : les banques sont aussi des entreprises et les plus importantes, ayant une stature internationale, peuvent intervenir sur le marché des changes pour leur compte propre en tant qu'investisseur ou emprunteur.⁶

1.2 Les entreprises

Exerçant une activité d'importation et d'exportation ou de négoce libellée en devises, elles ont une vocation naturelle à intervenir sur le marché des changes. A celles-ci s'ajoutent celles, de plus en plus nombreuses, qui empruntent en devises ou celles qui ont développé une activité de spéculation.

La plupart des entreprises n'interviennent sur le marché que par l'intermédiaire des banques pour des raisons réglementaires ou pratiques. Nous avons évoqué plus haut l'obligation faite aux

⁶ Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 39-40.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

résidents de la zone franc d'avoir recours à un intermédiaire agréé. D'autres raisons pratiques : importance des transactions ou nécessité d'utiliser les conseils de spécialistes placés en permanence sur le marché font que la plupart des entreprises préfèrent recourir aux banques.

Les importateurs, en risque à la hausse de la devise du contrat ou les exportateurs en risque à la baisse peuvent adopter une attitude prudente de « hedger » et couvrir systématiquement leur risque de change. Ce faisant, elles s'assurent un prix connu et certain exprimé dans leur monnaie nationale mais se privent de la possibilité de tirer parti d'une évolution favorable de la devise.

Dans notre exemple de l'exportateur de cacao ayant obtenu un contrat en sterling, la perspective d'une hausse anticipée du sterling, peut amener le trésorier à différer sa couverture. Il adopte alors un comportement de spéculateur dans l'intervalle de temps où il reste en position.

Si au contraire, il anticipe une baisse du sterling, il couvrira sa position en vendant le sterling contre CFA. Imaginons que le sterling vaille à ce moment 545 CFA et que dix jours plus tard son prix ait baissé à 530 en offrant la possibilité d'une remontée ultérieure.

Le trésorier peut alors être tenté de tirer profit de ce creux passager et déboucler sa couverture en encaissant un profit de $545 - 530 = 15$ CFA par sterling. Il se place dans une position de non-couverture et attend la remontée du sterling pour en tirer un nouveau profit. Quinze jours plus tard, si le sterling revient effectivement à un niveau de 543, il aura amélioré le prix de vente de sa marchandise à $543 + 15 = 568$ CFA sans que le sterling n'ait jamais atteint ce cours.

Il aura tour à tour été hedger et spéculateur en adoptant une stratégie de gestion dynamique de sa position de change.⁷

1.3 Les investisseurs institutionnels

Ils sont composés des investisseurs financiers institutionnels (comme les compagnies d'assurances) ont pour motif la diversification de leur gestion et des fonds spéculatifs et des investisseurs particuliers.

Les fonds spéculatifs se sont développés durant les trente dernières années et leur nombre a plus que doublé entre les années 2000 et 2007 passants de 3873 à 10096.⁸ Ils permettent à leur clientèle une rémunération supérieure à celle du marché.

Quant aux investisseurs particuliers dont le volume de transaction est de 5% du total des transactions sur le marché essayent au trading sur devises depuis l'avènement de l'internet à haut débit qui permet d'afficher des prix exécutables au temps réel.⁹

⁷ Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 40-41.

⁸ Laurence Abadie, Catherine Mercier - Suissa « Finance Internationale », Op.cit, P : 44.

⁹ Idem, P : 45.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

1.4 Les banques centrales

Elles interviennent en général contre le marché en vue d'objectifs économiques et monétaires. Leurs actions visent à maintenir les cours à un niveau ou dans une fourchette qu'elles affichent plus ou moins clairement. En tout état de cause, ces interventions directes effectuées sous forme d'achats ou de ventes massifs de devises ne constituent qu'une des armes dont elles disposent dans la poursuite de leur politique. Elles peuvent également peser sur les taux d'intérêt de leur monnaie nationale dont le niveau relatif en rend l'acquisition plus ou moins attrayante.¹⁰ En opérant sur ce marché, la banque centrale remplit trois fonctions principales :

1. La banque centrale exécute les ordres de sa clientèle : administration nationale, les banques commerciales, les organismes internationaux, les banques étrangères, ...
2. Elle assure sinon le contrôle, du moins la supervision du marché monétaire. Cette emprise est plus ou moins forte selon l'importance du contrôle exercé sur le marché et surtout l'importance des intervenants.
3. Elle influence la stabilité et l'évolution du cours de change, pour des raisons de politiques économiques et monétaires internes, d'une part, et d'autre part pour respecter certains engagements internationaux.

Le marché des changes interbancaires est indiscutablement le plus important et le plus liquide de tous les marchés financiers et non financiers. L'étude de la banque des règlements internationaux effectuée en Avril 1992 avec l'aide des 20 plus grandes banques centrales de la planète établit que le volume des transactions à cette époque, considérée par ailleurs comme particulièrement calme de 930 milliards de dollars par jour. (Yves SIMON, 1995).

1.5 La clientèle privée

Elle n'intervient pas directement sur le marché des changes. Elle procède à des achats et à des ventes des devises en s'adressant aux banques qui ont une activité de teneur de marché ou en utilisant les services des courtiers.

Les la clientèle privée regroupe trois catégories d'opérateurs :

- les opérateurs particuliers dont l'influence est tout à fait marginale, ils s'intéressent à la marge existante sur les différents marchés ;
- les entreprises industrielles et commerciales, souvent dénommées sociétés non financières. Elles confient leur crédibilité aux intermédiaires qui agissent à leurs noms mais pour le compte de ces institutions.
- Les institutions financières qui n'ont pas une présence permanente sur le marché monétaire ou qui ne disposent pas des fonds propres requis pour participer directement à ce marché.

¹⁰ Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 42.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

1.6 Les courtiers (Brokers)

Ils ne sont en principe que des intermédiaires dont le rôle consiste à mettre face à face deux contreparties dont l'une se porte vendeuse et l'autre acheteuse. Les courtiers sont rémunérés par une commission fixe (le courtage) calculée sur les volumes traités. Reliés par téléphone et par télex aux banques, ils centralisent les informations en provenance des différents participants et les répercutent aux autres. Leur rôle est nécessaire : il serait en effet impossible à chaque banque d'une place d'être en relation constante avec toutes les autres. La rapidité et la fiabilité sont les règles d'or de ce métier difficile, et permettent d'assurer une transmission extrêmement rapide et sûre de l'information.¹¹

Sous-section 3 : les compartiments du marché des changes

Le marché des changes se subdivise selon le type des opérations effectuées en trois parties : le marché au comptant, le marché à terme et le marché du dépôt

1 Le marché au comptant (spot market)

C'est le marché de gré à gré, non localisé qui fonctionne en continu (24h/24), sur lequel s'effectuent, d'une façon instantanée les opérations d'achat et de vente d'une monnaie contre une autre, et dont la livraison effective des fonds s'exécute dans un délai maximum de deux jours ouvrés.

Le dollar américain joue un rôle principal dans ce marché car la majorité des transactions effectuées impliquent cette devise.

1.1 La cotation

La devise qui s'échange contre une monnaie sur le marché des changes est soumise à une cotation déterminée par la confrontation de l'offre et de la demande de marché. Les cours sont donnés avec 4 chiffres après la virgule. La deuxième décimale est appelée « la figure »¹² et la dernière décimale est appelée « le pip » (ou point).

Il existe deux modalités de cotation des devises : au certain et à l'incertain

1.1.1 La cotation au certain

Qui consiste à indiquer le montant de devises étrangères pour une unité de monnaie nationale. Le sterling/USD est par exemple coté :

1 £= 1,70\$

¹¹Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 42.

¹² Catherine Karyotis, « l'essentiel de la bourse et des marchés de capitaux », édition Gualino, Lextenso, 4ème édition, France, 2014, P : 112.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Ce mode de cotation est répandu dans la plupart des pays d'influence anglo-saxonne : le dollar australien, le dollar néo-zélandais, le rand sud-africain etc. sont cotés au certain. Par convention, on appelle devise directrice la monnaie cotée au certain. Dans une cotation de sterling/USD, le sterling est donc la devise directrice.¹³

1.1.2 La cotation à l'incertain

Qui est la méthode inverse : elle consiste à exprimer le prix de la devise étrangère en monnaie locale. À Paris, par exemple, le dollar contre franc est coté : 1 USD = 6,4210 FF

Les cambistes désignent sous le terme de pips ou de points les deux derniers chiffres d'un cours, le chiffre précédant s'appelle la figure. Sur le marché interbancaire, la figure est généralement connue de tous, aussi les prix se cotent-ils en ne donnant que les pips. Si l'USD/FF vaut 6,4210, la figure est 2 et les cambistes coteront 10 pips.¹⁴

1.2 Le cours acheteur et le cours vendeur : l'importance du spread¹⁵

Sur le marché, il n'existe pas pour une devise, un seul prix mais deux : le cours d'achat et le cours de vente.

Ainsi une banque cotera le \$/FF à un client : 6,4210 - 6,4270.

Cela signifie qu'elle achète le dollar à 6,4210 et qu'elle le vend à 6,4270 l'écart entre les deux cours est le « spread ».

Quand une banque cote un prix à un client ou à une autre banque, elle a le spread « pour elle » puisqu'elle vend plus cher qu'elle n'achète. Si par contre elle cherche activement à déboucler une position, elle va solliciter d'autres banques et aura alors le spread « contre elle », elle achètera le USD au prix le plus élevé : 6,4270 dans l'exemple ci-dessus et vendra au prix le moins élevé : 6,4210.

La banque qui cote un prix a donc un avantage en terme de prix, en contrepartie, elle s'oblige à traiter quel que soit le sens (achat ou vente) choisi par celui à qui elle cote. Dans un marché où les cours décalent fortement et rapidement, cette obligation peut se révéler coûteuse.

Le spread est une notion fondamentale : il traduit à la fois la liquidité du marché et l'habileté du « coteur ».

Sur le marché, la liquidité varie avec : - les devises traitées, - le montant, - le moment.

Le risque de la banque qui cote augmente en effet avec la difficulté qu'elle aura à déboucler sa position. Ainsi, le marché traitant habituellement des montants standards de 1 à 5 millions d'USD,

¹³ Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 46.

¹⁴ Idem, P : 46

¹⁵ Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 46-48.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

une banque ne pourra facilement retourner les opérations de faible importance, de telles transactions donneront donc lieu à l'application d'un spread plus large.

De la même façon, pour des montants d'égale importance, les spreads seront réduits sur les devises les plus couramment traitées : USD/DM, USD/yen, USD/FF ou USD/sterling par exemple.

Outre le montant et la devise, le moment est un élément important dans la détermination du spread par le cambiste. Sur le marché qui travaille pratiquement 24 heures sur 24, interviennent tour à tour les participants des différentes zones horaires, asiatiques, européens puis américains. À chacune de ces zones, correspond bien sûr un intérêt particulier pour une devise, le dollar australien sera par exemple activement échangé aux heures où les cambistes australiens sont réveillés. À l'heure où l'Europe travaille, il sera quasiment absent des transactions. La liquidité de l'AUD/USD varie donc avec l'heure, les spreads cotés reflétant fidèlement cette variation.

Ces fluctuations de liquidité, liées au rythme circadien ne sont pas les seules. A certains moments, dans l'attente d'un chiffre économique important (balance commerciale US par exemple), le marché « se solidifie » littéralement quelques minutes avant sa publication, aucun participant ne souhaitant être contraint de prendre une position en cotant un prix à cet instant. Une fois le chiffre publié, (bon ou mauvais), le marché reprend dans une indescriptible excitation que suscitent des décalages de cours importants et rapides. Ces variations augmentent les risques du « coteur » qui élargira alors son « spread » afin d'atténuer les pertes auxquelles il s'expose.

La liquidité dépend donc non seulement des caractéristiques des transactions mais également du nombre et de l'attitude des acheteurs du marché des changes.

1.3 Les cours croisés¹⁶

Les marchés interbancaires ne traitent pratiquement que contre dollar, les banques sollicitées pour coter des prix exprimés en d'autres devises vont donc « fabriquer » elles-mêmes des cours reflétant le coût de leur couverture.

Ainsi une banque qui achète à l'un de ses clients du yen contre franc français effectue deux opérations sur le marché : - l'une en USD/yen : achat de USD/Vente de yen - l'autre en USD/FF : vente de USD/Achat de FF.

Ces deux opérations combinées sont bien équivalentes à une vente de yen contre franc couvrant l'achat de yen/FF au client.

Si à ce moment, le marché cote :

- le USD/yen 133,10-133,20 ;

¹⁶ Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 48-49.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

- le USD/FF 6,4800 - 6,4810.

La banque devra acheter le USD/yen à 133,20 et vendre le USD/FF à 6,4800, le prix auquel elle pourra céder le yen/FF sur le marché est donc de :

$$\frac{6,4810}{133,20} = 0,4865$$

A l'inverse, le prix auquel elle pourrait acheter le yen/FF ressort à :

$$\frac{6,4810}{133,10} = 0,04869$$

La cotation du yen/Paris est donc 0,04865 à 0,04869. On remarque que ces prix ont été obtenus en croisant les cours du FF et du yen contre dollar.

$$\begin{array}{cc} 133,10 & \times & 133,20 \\ & & \\ 6,4800 & \times & 6,4810 \end{array}$$

De là vient l'expression « cours croisés ».

Le calcul est différent si l'une des monnaies est cotée au certain ; les cours du sterling/FF seront calculés en multipliant le cours du sterling/USD et le cours du USD/FF.

Exemple : le marché cote :

Sterling/USD : 1,6900 1,6910,

USD/FF : 6,4800 6,4810.

On aura les équivalences suivantes :

- Achat de £/FF = Achat de £/\$ + Achat de \$/FF,

Soit cours d'achat £/FF = 1,6910 x 6,4810 = 10,9593.

- Vente de £/FF = Vente de £/\$ + Vente de \$/FF,

Soit cours de vente £/FF = 1,6900 x 6,4800 = 10,9512.

Si les deux monnaies sont cotées au certain, par exemple le sterling et le dollar australien :

£/USD : 1,6900 1,6910,

AUD/USD: 0,8155 0,8160.

On divisera les cours contre USD en les croisant et en faisant figurer la devise directrice ou numérateur.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Ainsi le cours du sterling contre AUD sera à l'achat de sterling :

$$\frac{1,6910}{0,8155} = 2,0736 \text{ AUD pour 1 sterling.}$$

Pour une vente de £ (le sterling étant la devise directrice) :

$$\frac{1,6900}{0,8160} = 2,0710.$$

Les calculs de cours croisés sont des mécanismes qui paraissent simples mais doivent être exécutés de façon rapide, les décalages de cours affectant deux devises doublent les risques du « coteur ».

Depuis quelque temps, la faiblesse du USD a amené bon nombre des participants au marché des changes à porter un intérêt particulier à l'évolution des « cross », au point que sur certains, un véritable marché s'est instauré. Ainsi en France, le DM/FF fait fréquemment l'objet de transactions interbancaires avec des spreads qui ne sont pas la simple multiplication de ceux sur le USD/DM et USD/FF.

Les cours les plus suivis sur le marché international sont le sterling/DM, le DM/yen, tandis que de nombreux autres font l'objet de véritables petits marchés locaux.

2 Le marché à terme (forward market)

C'est le second compartiment du marché des changes sur lequel les acteurs négocient les échanges (achat et vente) des devises et traitent les contrats pour un montant et un cours déterminés immédiatement mais le règlement de l'opération s'accomplit ultérieurement. Le terme peut varier entre 1, 3 ou 6 mois jusqu'à un an.¹⁷

Ce contrat est donc un accord entre les opérateurs pour échanger une monnaie contre une autre monnaie sur le marché des changes à terme, à une date future et à un prix fixé aujourd'hui.

Pour la cotation du marché des changes à terme, on distingue trois situations possibles :

- Le cours du terme est à la parité du comptant lorsque le cours de la devise et de la monnaie nationale sont identiques ;
- La devise cote un report lorsque son cours en monnaie nationale à terme est supérieur à celui au comptant, c'est-à-dire que le cours à terme fait prime) ;
- La devise cote un déport lorsque son cours en monnaie nationale est plus faible à terme, c'est-à-dire que le cours à terme est en perte.

Ainsi, ce marché a pour fonction principale de limiter les risques liés à la volatilité du taux de change, c'est-à-dire que les opérateurs peuvent se couvrir contre les risques de change à travers

¹⁷ Mondher Chérif, « Les taux de change », Op.cit, P : 34.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

plusieurs opérations réalisées sur ce marché et qui vont être expliquées dans le deuxième chapitre.

3 Le marché du dépôt

Ce marché est appelé aussi marché interbancaire, c'est le marché sur lequel s'effectuent les opérations de trésorerie en devises sous forme d'emprunts et de prêts.¹⁸

Les actifs négociés sur le marché du dépôt peuvent être classés en : transfert de dépôt bancaire qui constitue le principal actif utilisé dans les transactions sur le marché du dépôt, et le numéraire qui ne constitue qu'un élément accessoire.

3.1 Le transfert de dépôt bancaire¹⁹

Il s'agit d'un ordre de débiter un compte libellé dans une devise précise et de créditer simultanément un autre compte libellé en devise différente.

Les comptes débités et crédités pourront appartenir à un même opérateur comme ils peuvent appartenir à deux opérateurs différents.

Prenons l'exemple d'un exportateur français disposant d'un compte à l'agence BNP Paribas à New York, ce dernier peut demander à cette banque de vendre 10 000 \$ par transfert de dépôt bancaire et créditer simultanément son compte à la Société Générale de Paris ou dans n'importe quelle autre banque.

Suite à cette opération, le compte de l'exportateur à Paris sera crédité en euros (sa monnaie nationale) de 10 000 \$ valorisé au tri du marché à la date de l'opération.

3.2 Le numéraire²⁰ à définir

Ce sont des billets non productibles d'intérêt, cet actif est peu utilisé en par rapport le transfert de dépôt bancaire car le marché des billets est un secteur très marginal du marché des changes mais la demande des touristes oblige les banques à les détenir dans leur caisse.

Sous-section 4 : les comportements adoptés par les intervenants sur le marché des changes

Sur le marché des changes, lieu où s'échangent les devises, les banques, les entreprises où les investisseurs agissent pour des motivations généralement classées en trois catégories :

- La couverture ;
- L'arbitrage ;

¹⁸ Mondher Chérif, « Les taux de change », Op.cit, P : 34.

¹⁹ Yves Simon, Christophe Morel, « Finance Internationale », Op.cit, P : 36.

²⁰ Yves Simon, Christophe Morel, « Finance Internationale », Op.cit, P : 37

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

- La spéculation.

1 La couverture, ou « hedge »

Elle consiste à éliminer le risque en liquidant une position existante ou en créant une position strictement symétrique, les gains de l'une compensant les pertes de l'autre. Ainsi par exemple, une entreprise dont la monnaie de référence est le franc CFA ayant obtenu un contrat d'exportation de cacao pour 1 000 000 £ et se trouvant donc en risque à la baisse du sterling peut chercher à obtenir le paiement immédiat de son client afin de revendre au comptant ses sterling et annuler sa position de change. Bien entendu, pour des raisons commerciales évidentes, il lui sera généralement difficile d'obtenir de ses clients étrangers des paiements immédiats. L'entreprise peut couvrir son risque de change en créant une position symétrique : emprunt de sterling et vente comptant contre CFA, elle touche alors un certain montant de CFA qui est la contre-valeur certaine de son contrat d'exportation et remboursera son emprunt à réception des fonds en sterling de son client. La combinaison d'un emprunt et d'une vente de sterling a bien créé une position inverse à celle générée par le contrat d'exportation.²¹

2 L'arbitrage

C'est la réalisation d'un profit sans risque effectué par un opérateur généralement parfaitement informé et assez expérimenté pour tirer parti des imperfections d'un marché.

Supposons qu'à un instant donné, un opérateur obtienne les trois cotations suivantes :

- Dollar/FF : 6,4800
- Dollar/DM : 1,9200
- DM/FF : 3,3700

Il va d'abord :

- vendre le dollar contre franc à 6,48,
- acheter le dollar contre deutschmark à 1,92.

Ces deux opérations équivalent à vendre le deutschmark contre franc à :

$$\frac{6,48}{1,92} = 3,3750 \text{ FF pour un deutschmark}$$

Il va dans le même temps acheter le deutschmark contre FF sur le marché à 3,37 et réaliser ainsi un profit de :

$$3,3750 - 3,3700 = 0,0050 \text{ FF par deutschmark.}$$

²¹ Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 37.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Ce type d'arbitrage a le grand mérite d'être simple à comprendre ; il est en fait impraticable étant donné la rapidité de circulation de l'information et l'efficacité quasiment parfaite du marché des changes.

La fonction d'arbitragiste n'en a pas pourtant disparu ; elle est simplement devenue plus complexe et s'exerce à présent entre deux ou plusieurs instruments différents (taux, change, future, option...) ou entre compartiments de marché : franc domestique et eurofranc par exemple.²²

Il existe trois sortes d'arbitrage : l'arbitrage spatial, l'arbitrage sur taux d'intérêt, l'arbitrage sur les cours de change.

2.1 L'arbitrage spatial

Dans son principe, l'arbitrage peut être Bilatéral il s'agit de profiter du décalage du cours entre deux monnaies sur deux places, (par exemple, d'une forte demande d'euros contre dollars à New York qu'à Frankfort, de sorte que New York est acheteur net d'euros).

Triangulaire il s'agit de profiter du décalage du cours entre monnaies par l'intermédiaire du cours croisé avec des monnaies tierces, (par exemple, obtention de livres sterling en partant de l'euro mais en passant par le dollar).

2.2 L'arbitrage sur taux d'intérêt

Selon l'objectif recherché, on distingue l'arbitrage de placement pour obtenir un gain en intérêt plus élevé et l'arbitrage d'emprunt pour bénéficier de conditions moins onéreuses.

2.3 L'arbitrage sur les cours de change

Les cours des principales devises les unes contre les autres se forment sur les places financières en fonction de l'offre et de demande. Et généralement de très courte durée.

2.4 Le rôle des arbitrages

Les opérations d'arbitrage jouent un rôle essentiel dans le fonctionnement des marchés ; en tirant parti des différences entre places et entre marchés, les arbitrages tendent à éliminer les déséquilibres et à rendre les marchés « parfaits ». Ceci explique que les réglementations nationales des changes permettent généralement aux cambistes d'effectuer des arbitrages en toute liberté et sans limitation de montant.

En fin de compte, deux grandes tendances contradictoires s'opposent en permanence sur le marché des changes :

²² Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 37-38.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

- L'arbitrage exerce une force de convergence, si elle était seule à agir, finirait par faire disparaître toute différence de cours ; Les opérations de change liées aux transactions commerciales et financières internationales font surgir, à chaque instant, les divergences des comportements acheteurs et vendeurs. C'est notamment le cas des opérations de spéculation et de termaillage, dont on a vu qu'elles pouvaient avoir des effets déstabilisants sur l'équilibre du marché des changes.
- Les arbitragistes réalisent leur profit sur les différences instantanées des taux de change cotés en même temps sur différentes places financières.

3 La spéculation

Souvent confondue avec l'arbitrage, elle consiste à conserver ou créer une position dans le but d'en tirer profit. Un investisseur haussier sur le dollar achètera celui-ci dans l'espoir de le revendre plus cher dans le futur. Une telle prise de position ne va pas sans risque : si ses anticipations se révèlent erronées, il peut être contraint de les revendre à un prix inférieur et supporter une perte.

Les spéculateurs occasionnels ou professionnels conservent leurs positions pour des durées variables qui peuvent aller de la seconde au mois, voire plus.

Il existe des spéculateurs involontaires. C'est par exemple le cas des banques qui cotent des cours de change à leurs clients sans être assurées de pouvoir se couvrir montant pour montant et dans l'instant même.

Notons également que l'entreprise exportatrice de cacao, que nous avons prise en exemple plus haut, spéculerait si elle ne couvrait pas immédiatement sa position de change en livres sterling.

Sur le marché des changes, les opérations spéculatives sont sans aucun doute les plus nombreuses. On estime généralement entre 60 000 et 80 000 milliards de dollars le volume annuel des transactions de change effectuées dans le monde, celui des échanges de biens et devises est de l'ordre de 4 000 milliards soit environ 5 %, reste donc 95 % qui découlent d'activité d'arbitrage ou de spéculation. Malgré la réprobation qui reste attachée à ce type d'activité, on reconnaît de plus en plus aux spéculateurs le mérite de contribuer à la liquidité du marché sans pouvoir réellement peser durablement sur le cours des monnaies.²³

Il y a trois formes de spéculation : la spéculation sur le change au comptant et la spéculation sur le change à terme et la spéculation sur les devises.

3.1 La Spéculation sur le change au comptant

Lorsqu'une monnaie se déprécie rapidement, les spéculateurs s'en débarrassent en la vendant au marché.

²³Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC », Op.cit, P : 38-39.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

3.2 La Spéculation sur le change à terme

La spéculation sur le marché à terme consiste à parier non plus sur un écart entre le cours au comptant futur et le cours au comptant actuel, mais sur le niveau du cours au comptant futur par rapport au cours à terme.

3.3 La spéculation sur les devises

La spéculation consiste à réaliser des profits en faisant des prévisions sur les tendances du marché. Les spéculateurs prennent une position ouverte ou non couverte sur le marché et dénouent cette position une fois que le cours a évolué dans le sens qu'ils attendaient.

Ces positions spéculatrices contribuent à fausser les anticipations de l'évolution des taux de change.

3.4 Le rôle de la spéculation

Les opérations de change liées aux transactions commerciales et financières ne se distinguent pas toujours des opérations de change destinées à réaliser des gains en capital. Il existe, en effet toute une catégorie d'opérations qui, tout en ayant un lien apparent avec des transactions commerciales et financières, ont pour but de réaliser un profit.

Ainsi, les entreprises importatrices ou exportatrices qui ne couvrent pas leur position de change peuvent être considérées comme ayant un comportement spéculatif. En position longue sur la devise, l'entreprise (exportatrice) parie sur une appréciation de celle-ci ; en position courte, l'entreprise (importatrice) mise sur sa dépréciation.

Indépendamment de tout jugement moral, la spéculation est nécessaire au bon fonctionnement des marchés à terme car elle en assure la liquidité.

En effet, la spéculation soit menée au comptant ou à terme, l'opération est profitable.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Section 2 : Le taux de change

Les taux de change jouent un rôle majeur dans le développement économique de tout pays. Ils conditionnent l'équilibre extérieur, tant en raison de leur action sur la mobilité des capitaux, que de leur influence sur les flux des échanges des biens et services. De ce fait, La question du choix du régime de change optimal constitue un souci majeur de la politique économique. D'autre part, La balance des paiements comme document comptable qui retrace les transferts de devises en faveur de l'étranger et le rapatriement de devises en faveur du pays, renseigne sur la position de l'économie nationale au sein de l'économie mondiale. Les régimes de change déterminent ainsi les conditions de l'insertion internationale des économies. Dans ce chapitre, nous procédons dans un premier lieu à une exposition des différents concepts du taux de change. En deuxième lieu, nous présentons les différents régimes de change. En dernier lieu, nous nous arrêtons sur la définition et la structure de la balance des paiements.

Sous-section 1 : Notion du taux de change

1 Définition du taux de change:

Le taux de change est un des éléments importants, de toute politique économique et de choix d'un régime de change convenable, tous les agents économiques, ayant des activités avec l'étranger, ont toujours, besoin d'échanger leur monnaie nationale sur les marchés de change, qui est le lieu où, les différentes devises sont échangées, on définit alors, le taux de change comme le prix d'une devise par rapport à une autre.

En outre, les taux de change sont les prix relatifs des monnaies nationales, et dans un système de change flottant, ils peuvent naturellement être considérés, comme déterminés par l'interaction de l'offre et de la demande sur les marchés de change étrangers".²⁴

Une autre définition de l'OCDE, considère que les taux de change, sont les prix relatifs des monnaies nationales, dans un système de change flottant, ils peuvent être naturellement considérés comme déterminés par, l'interaction de l'offre et de la demande sur les marchés de change étrangers.²⁵

En revanche, le taux de change est l'expression, de l'unité de compte dans un pays en termes de l'unité de compte utilisée dans un autre. Or un nombre désignant un montant d'unité de compte, et par définition, le taux de change, est le prix d'une monnaie en termes d'une autre monnaie²⁶, c'est-

²⁴ Ward; M, (1 985). **Parités de pouvoir d'achat et dépenses réelles dans les pays de l'OCDE** (OCDE, Paris).

²⁵ OCDE, (1989), études économiques, disponible sur : https://www.oecd-ilibrary.org/fr/economics/etudes-economiques-de-l-ocde-france-1989_eco_surveys-fra-1989-fr, visité le 21/05/2021, à 17:50.

²⁶ Aglietta Michel, **Macroéconomie internationale**, édition Montchrestien, France, 1997, P : 45.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

à-dire une monnaie nationale contre une monnaie étrangère, ou vice versa, le rapport entre ces deux monnaies est un prix, qui représente selon cette définition le taux de change.

Ce prix est influencé par plusieurs facteurs: différentiel de taux entre les devises, différentiel de taux d'inflation entre les pays, situation économique, etc.²⁷ les facteurs précédents, ont des effets directs et indirects sur la formation du taux de change, donc, il résulte essentiellement de mécanismes économiques et financiers.

Une autre définition considère que le taux de change, soit le prix auquel une monnaie nationale peut être échangée contre une autre, c'est-à-dire, le rapport entre l'unité monétaire d'un pays et celle d'un autre pays, contre laquelle elle peut être échangée.²⁸

En outre, le taux de change est le prix déterminé par la confrontation des mouvements de capitaux, aussi, est établi sur le marché des changes. Ce prix, est exprimé entre deux monnaies, si et seulement si, se trouve au moins deux opérateurs face à face, le premier souhaitait, de vendre la première monnaie pour acquérir la seconde, alors que l'autre opérateur, a le souhait inverse. Le taux de change, est donc un prix de marché, ce dernier varie à la hausse où à la baisse dans le temps.²⁹ En général, le taux de change est le nombre d'unité de monnaie locale, qu'il faut vendre pour acquérir une unité de monnaie étrangère et convertible, appelée devise. Au niveau d'économie ouverte, les taux de change constituent l'une des variables les plus fondamentales.

2 Taux de change au comptant

C'est le taux de change prévalant aujourd'hui pour une livraison effectuée dans un délai maximum de deux jours ouvrés. Il s'agit donc de spécifier à quel taux une devise étrangère sera vendue ou achetée dans ce délai.

3 Taux de change à terme

Les opérations à terme se réalisent sous la forme d'engagements d'achats ou de ventes de devises au comptant, la livraison et le paiement intervenant par la suite à un terme fixe ou moment du contrat. Ces opérations s'effectuent selon des techniques particulières et à toutes échéances, de 24 heures à plusieurs mois (il est rare, toutefois, que la durée des prêts et emprunts soit supérieure à six mois).

3.1 Taux de change nominal (TCN)

Le taux de change nominal exprime le cours d'une monnaie par rapport à une autre monnaie ; c'est-à-dire Le taux de change nominal entre deux monnaies est exprimé de deux façons:

²⁷ Peyrard; J, Max Peyrard ; M, « **Dictionnaire de finance** », Vuibert, 2ed, Belgique, 2001, P : 241.

²⁸ Baillie; R, MacMahon; P, (1989), The foreign exchange market, theory and econometric evidence, Cambridge university press, New York, P: 16.

²⁹ Bramoullé; G, Augey; D, (1998), Economie monétaire, Dalloz, Paris, P : 312-313.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

1. Le prix de la monnaie nationale par rapport à la monnaie étrangère ;
2. Le prix de la monnaie étrangère par rapport à la monnaie nationale.

Il peut être coté soit au certain, soit à l'incertain tel que la cotation à l'incertain est l'inverse de la cotation au certain³⁰ :

$$\text{Cotation à l'incertain} = \frac{1}{\text{cotation au certain}}$$

Ainsi, à travers les taux de changes nominaux, on peut comparer les prix des biens et services dans les différents pays.

3.2 Taux de change réel (TCR)

Le taux de change réel tient compte de l'évolution du taux de change nominal et l'évolution des prix dans le pays considéré et l'étranger. Il s'exprime donc comme le produit de taux de change nominal et le rapport entre le niveau des prix à l'étranger et le niveau des prix locaux comme le montre formule de calcul suivant :³¹

$$\text{TCR} = \text{TCN} \frac{\text{niveaux général des prix à l'étranger}}{\text{niveaux général des prix locaux}}$$

En effet, le taux de change réel mesure le prix relatif de deux paniers des produits d'un pays par rapport aux produits d'un autre pays en monnaie nationale, il exprime donc le rapport de deux pouvoirs d'achat.

4 Taux de change effectif (TCE)

Appelé aussi le taux de change multilatéral, il correspond à la moyenne pondérée des taux de change de cette monnaie par rapport à l'ensemble des monnaies étrangères convertibles en cette monnaie. La pondération de chaque devise correspond à la part du commerce extérieur réalisé avec le pays de cette devise.³²

Il permet d'apprécier l'évolution de la valeur internationale d'une monnaie donnée par rapport l'ensemble des monnaie de ses partenaires à l'échange.

Exemple: le commerce extérieur de l'Algérie est de 60% avec les pays de l'union européen et 40% avec les avec les Etats-Unis. Soient les taux de changes suivants :

$$1 \text{ DZD} = 0,00613602 \text{ EUR} \quad \text{et} \quad 1 \text{ DZD} = 0,00747801$$

Le taux de change effectif sera égale à :

³⁰ Descamps Christian, Soichot Jacques, « gestion financière internationale, Ed .EMS, 2006, P : 50.

³¹ Phillippe d'Arvisenet « Finance Internationale », édition DUNOD, Paris, 2004, P : 198.

³² Mondher Chérif, « Les taux de change », Op.cit, P : 16.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

$$0.6 \times 0,00613602 + 0.4 \times 0,00747801 = 0.006672816$$

Le taux de change effectif se subdivise en : taux de change effectif nominal et taux de change effectif réel.

4.1 Taux de change effectif nominal (TCEN)

Le TCEN est défini comme étant, le ratio de l'indice du taux de change moyen, d'une monnaie sur une période à la moyenne géométrique pondéré des taux de change des monnaies d'un ensemble des pays partenaires commerciaux.³³ Le TCEN est un indicateur de la compétitivité. Il s'écrit comme suit :

$$TCEN = \prod_{i=1}^n (ITNi)^{\alpha_i}$$

Où : ITNi est l'indice du taux de change nominal de la monnaie nationale par rapport à une monnaie étrangère i.

α_i : coefficient de pondération pour la monnaie i.

4.2 Taux de change effectif réel (TCER)

Il est défini comme étant, l'indice de taux de change nominal ajusté par, les mouvements relatifs des prix locaux ou indicateurs de coût du pays de référence et ses partenaires. Le TCER peut s'écrit sous la forme suivante:

$$TCER = \sum_i \alpha_i \frac{p^*}{p}$$

Avec $\sum \alpha_i = 1$ ou α_i est le poids attribué aux partenaires i

Le TCER est aussi un indicateur de compétitivité. Il mesure la compétitivité en montrant la quantité requise de biens extérieurs nécessaire à l'acquisition d'une unité de bien intérieur. Une appréciation ou dépréciation de TCER implique, qu'il faut plus ou moins de biens étrangers pour acquérir une unité de bien national et, donc, il y a une perte ou un gain de compétitivité.

5 Le taux de change d'équilibre

Selon Williamson, le taux de change d'équilibre, qu'il nomme taux de change d'équilibre fondamental (Fundamental Equilibrium Exchange Rate ou FEER), est le taux de change d'équilibre fondamental qui assure à moyen terme la réalisation simultanée de l'équilibre interne et de l'équilibre externe (Borowski et al, 1998). L'équilibre interne est représenté par une relation négative entre la production potentielle et le taux de change réel. En effet, une hausse des prix sur le marché national n'est pas associée totalement par une diminution du pouvoir d'achat des

³³ Larbi Dohni, Carol Hainaut, « Les taux de change : déterminants, opportunités et risques », édition de boeck, 1ère édition, Bruxelles, 2004, P : 16.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

salariés, le coût de travail supporté par les entreprises augmente ce qui aboutit à une augmentation du taux de chômage d'équilibre, par conséquent, il y aura une diminution durable de la production potentielle. L'équilibre externe est représenté par une relation positive entre la production et le taux de change réel résultant des échanges avec le reste du monde. En effet, pour maintenir la balance courante à un niveau soutenable, toute hausse des exportations initiée par une dépréciation réelle devra être contrebalancée par une augmentation équivalente des importations, terme. Afin de réaliser cette condition, il est nécessaire d'avoir une augmentation de la production (Bailly et al. 2006).

Sous-section 2 : les régimes de change

1 Qu'est-ce qu'un régime de change ?

Un régime de change est 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 de régimes de change, qui se distribuent entre deux extrêmes : changes fixes et changes flexibles.

2 Régime de Change fixé

Un régime de change fixé suppose la définition d'une parité de référence entre la monnaie du pays considéré et une devise ou un panier de devises, à laquelle la banque centrale s'engage à échanger sa monnaie. Lorsque le marché des changes est libéralisé, le respect de cet engagement lui impose d'intervenir sur le marché des changes dès que le taux de change s'éloigne de la parité établie, par l'achat de la monnaie nationale si la monnaie tend à se déprécier sur le marché des changes, par sa vente dans le cas contraire. Lorsque le marché des changes est contrôlé, la monnaie est inconvertible, la parité est définie arbitrairement et soutenue artificiellement. Le respect de cet engagement peut être assuré par l'une des deux options suivantes : - la banque centrale s'engage à assurer la conversion en devise de manière illimitée au taux fixé par son intervention sur le marché des changes dès que le taux de change s'éloigne de la parité établie (par l'achat de la monnaie nationale si la monnaie tend à se déprécier sur le marché des changes, par sa vente dans le cas contraire). La crédibilité de cet engagement dépend essentiellement du niveau des réserves en devises de la banque centrale. Dans le cas où cet engagement ne s'accompagne pas de contraintes sur la politique monétaire, il est vulnérable à une attaque spéculative qui épuise les réserves en devises. C'est ce qui s'est passé en Asie en 1997/98. Mais en principe, l'engagement est parfaitement crédible dès lors que la banque centrale n'a pas le droit d'émettre la monnaie nationale au delà du niveau des réserves en devises : on parle alors de « caisse d'émission » ou currency board. C'est le cas de Hong Kong (contre dollar), de l'Estonie (contre euro) ou de la Lituanie (contre euro à partir de 2002) ; - la monnaie nationale est supprimée. On distingue alors l'adoption de la monnaie d'un autre pays (dollarisation, euroïsation) ou la fusion des monnaies en une monnaie unique (Union monétaire). La différence principale entre ces deux cas est le mode de décision de la politique monétaire commune.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

• L'union monétaire :

C'est la forme la plus stricte. Les taux de change des participants sont fixés de manière irrévocable, les monnaies locales pouvant être remplacées par une monnaie commune.³⁴

• Fixe mais ajustable :

Comme cela a existé avec les accords de Bretton Woods et lors du fonctionnement du SME avant 1993, le taux de change doit être maintenu dans des marges de fluctuations plus ou moins larges.³⁵ Pour faire face aux fluctuations des taux de changes, l'intervention de l'Etat est nécessaire pour atteindre un équilibre extérieur.

• Currency board :

Un régime de caisse d'émission est un système de change fixe par rapport à une monnaie étrangère,³⁶ dite monnaie d'ancrage, qui est par ailleurs assorti d'un certain nombre de règles institutionnelles de fonctionnement.

Parmi les régimes de changes fixes qui ont marqué l'histoire monétaire, on trouve :

➤ Le régime d'étalon or 1870 - 1914

Le système de l'étalon or ou Gold Standard est un système de change fixe, L'or a été utilisé comme valeur de référence et comme réserve de valeur, c'est-à-dire comme sécurité.³⁷

Est caractérisé par un système de change fixe car les taux de change variaient très peu autour du pair. Les limites des variations étaient fixées par les points d'entrée et de sortie d'or (gold points) au de la desquels se produisaient des transferts d'or, censés exercer des effets autorégulateurs sur la balance des paiements. Il y a eu stabilité des monnaies au temps de l'étalon or au sens où la parité or des monnaies est restée inchangée du milieu du 18^{em} siècle aux années 1920.

Mais cette stabilité monétaire s'est accompagnée d'une grande instabilité des économies (variation de prix de la production et de l'emploi).

Par ailleurs, la stabilité monétaire a moins résulté de mécanismes automatiques que d'interventions actives des banques centrales dans le cadre d'une domination de la livre sterling.

³⁴ A. LAHRECHE-REVIL, Taux de change réel et croissance : Perspectives pour une zone euro en Méditerranée, Revue d'économie financière, 1999, P : 94.

³⁵ C.BIALES, « le taux de change », France, 2013, P : 18

³⁶ L. DOHNI et C. HAINAUT, 2004, Op.cit, P : 19.

³⁷ F.YAICI : «Précis de finance internationale ». ENAG Edition, 2008, P: 15.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Tableau 2: Parités de change des monnaies avec l'or

Date	Unité monétaire	Parité de change avec l'or fin
1803	Franc Germinal	0,29032 gramme
1816	Livre sterling	7,32 gramme
1834	Dollars	1,5 gramme
1873	Reichsmark allemande	0,3982 gramme

Sources : F.YAICI : «Précis de finance internationale ». ENAG Edition, 2008, P16

Le système de l'étalon or assure alors son autorégulation. En effet, d'après les économistes classiques, l'équilibre extérieur sera rétabli conformément à la séquence suivante dans le pays déficitaire :

Déficit des paiements extérieurs → sortie d'or → diminution de la quantité de monnaie → diminution des prix → accroissement des exportations → rééquilibre

A l'inverse, dans le pays excédentaire, l'enchaînement est le suivant :

Excédent des paiements extérieurs → entrée d'or → accroissement de la quantité de monnaie → hausse des prix → baisse des exportations → rééquilibre

➤ L'instabilité monétaire 1914-1945

Marque l'entre-deux guerres, la guerre de 1914-1918 et les tensions qui en résultent amènent la rupture du système de l'étalon or sous sa forme originelle avec la suspension de la convertibilité or par tous les belligérants.

L'inflation consécutive à la guerre fut si forte que le retour à l'étalon or fut lent (de 7 à 10ans), partiel et provisoire (il sera définitivement dans les années 1930).

Les pays européens considérablement touchés par la guerre mondiale ont voulu réinstaurer un climat stable pour les paiements internationaux, la conférence de Gènes en 1922 décide la création d'un système monétaire calqué sur lui de l'étalon or en limitant la convertibilité en or et en reconnaissant officiellement les devises comme moyens de réserves, ce nouveau système est le Gold Exchange Standard, l'étalon de change or.

➤ Le système de Bretton-Woods

La conférence monétaire et financière des Nations -Unies, à Bretton-Woods en 1944, a mis en place un Système monétaire international qui fonctionnera jusqu'en 1971. Il s'agit d'un ensemble d'accords ayant pour but de favoriser le développement des économies des pays ayant subi la seconde guerre mondiale.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Les accords de Bretton-Woods ont plusieurs caractéristiques :

Tableau 3: Principes du système de Bretton-Woods

Un système de change fixe reposant sur le Principe de l'étalon de change or	Les parités des monnaies sont fixées par rapport à un étalon qui est l'or. Mais seule une monnaie est convertible en or, le dollar
Une nouvelle monnaie internationale	Le dollar étant la seule monnaie convertible en or, il devient la monnaie de règlement des paiements internationaux.
Des parités fixes	Les parités des monnaies sont fixes et ne peuvent varier que dans une fourchette de plus ou moins 1%. Les banques centrales ont l'obligation d'intervenir pour soutenir la parité de leur monnaie.
La création du fonds monétaire international	Lors de sa création, le FMI se voit attribuer trois fonctions : -Une fonction de stabilisation des monnaies -Une fonction de financement des déficits des balances des paiements -Une fonction de conseil auprès des pays ayant des déséquilibres de leur balance des paiements.
La création de la banque internationale pour la reconstruction et le développement	Cette institution internationale, créée initialement pour faciliter la reconstruction des économies européennes, a peu à peu réorienté sa mission vers le financement des pays en développement.

Sources : F.YAICI : «Précis de finance internationale ». ENAG Edition, 2008, P22

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

➤ Le flottement des monnaies et la recherche d'un nouvel ordre monétaire international depuis 1971

Depuis l'effondrement du système des taux de change fixe de Bretton Woods, dans les années 70, la question de la stabilité des taux de change reçu une attention considérable, à plusieurs reprises, les états ont tenté en intervenant individuellement et collectivement sur le marché des changes de limiter les effets dommageables des fortes variations et des désalignements extrêmes des parités de change.

En août 1971 par le président Nixon les pays de la CEE décident de garder des marges de fluctuations étroites entre leurs monnaies qui restent accrochées au dollar : c'est le (serpent dans le tunnel), en mars 1973 : les pays de la CEE décident de laisser flotter leurs monnaies contre le dollar.

En janvier 1976 : les accords de la Jamaïque consacrent l'effondrement du système de B-W en légalisant le flottement des monnaies.

Depuis 1985 : la coopération monétaire internationale se développe pour atténuer les mouvements désordonnés des changes.

Septembre 1985 : les accords du Plaza consacrent le changement d'attitude des Etats-Unis qui abandonnent leur doctrine du laisser faire en matière de change, ceux-ci décident de participer à des interventions concertées des banques centrales pour stabiliser les changes.

Mai 1986 : au sommet de Tokyo, les principaux pays industrialisés décident d'entamer une réflexion sur le nouveau SMI. Ils font référence à une meilleure coordination des politiques économiques afin de promouvoir une croissance globale plus équilibrée.

Février 1987 : au sommet du Louvre le «groupe des 5 »grandes puissances monétaires conviennent de coopérer pour stabiliser les cours de change à l'intérieur de « zones- cibles ».

1979-1993 : le système monétaire européen constitue la dernière expérience de change fixe instaurant la stabilité des monnaies à l'intérieur d'une bande de variations autorisées.

En 1993 : le système monétaire européen (SME) a imposé les changes fixes sont incompatibles avec la forte mobilité des capitaux organisée par le marché unique des capitaux créé en 1990.

A partir de 1999, la mise en place de l'Union monétaire européenne rétablit une fixité désormais, irréversible des parités intra-européenne. La création de l'euro susceptible de concurrencer le dollar, pose en des termes renouvelés la question du fonctionnement du système monétaire international (SMI).

2.1 Avantages du régime de change fixe :

- Limiter le risque de change pour les transactions internationales, les investissements étranger ;
- Réduire le cout d'accès aux marchés financiers internationaux (prime de risque inférieure) ;

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

- Réduire les taux d'intérêts domestiques (réduction de la marge avec le taux d'intérêt dans le marché mondiale) ;
- Faciliter la politique de désinflation compétitive ;
- Limiter le financement monétaire de déficit budgétaire ;
- Neutraliser l'impact des chocs monétaires.

2.2 Inconvénients du régime de change fixe :

- Crédibilité fragile dans le cas de la crise l'ajustement s'est révélé coûteuse ;
- Dépendance de la politique monétaire aux pays de l'ancrage ;
- Fort sensibilité fort aux chocs externes, et aux chocs réels domestiques ;
- Risque d'appréciation de taux de change réel, et un déficit accru de la balance courante.

3 Régime de change flottant

Dans un régime de change flexible, à l'inverse, aucun engagement n'est pris au sujet du taux de change, qui flotte librement (fortement pur), en fonction de l'offre et de la demande sur le marché des changes. La politique monétaire retrouve alors son autonomie, mais la banque centrale abandonne le contrôle du taux de change nominal, qui est déterminé sur le marché des changes. Le flottement s'applique donc, en principe, à un marché des changes libéralisé, même si l'on peut imaginer un régime de flottement impur encadré par un contrôle des changes. Même les régimes de taux de change flottants sont sujets à des interventions discrétionnaires des autorités en cas de dérive ou de volatilité considérée comme excessive. Suivant que ces interventions sont fréquentes ou non, on parlera de flottement « géré » ou de flottement « pur ».

3.1 Avantages

L'abandon du régime de change fixe et l'instauration du régime flottant a pour avantage :

- Il confère une autonomie et une flexibilité dans la conduite des politiques monétaires et la faculté d'une adaptation facile et un ajustement plus rapide aux chocs externes puisque l'ajustement du taux de change de la devise est constant ;
- Dans ce régime, les cours de change ne sont plus garantis par les interventions de la banque centrale, donc les spéculateurs sont confrontés à des risques plus élevés par rapport à ceux qu'ils rencontrent dans le régime de change fixe ce qui permet toute prévision de spéculation sans risque ;
- La banque centrale a un besoin moindre de détention de réserves importantes de devises lui permettant de défendre le cours de sa monnaie.

3.2 Inconvénients

Les opposants aux changes flottants soulignent les inconvénients suivants:

- Les cours de change enregistrent une volatilité plus grande ce qui peut influencer négativement, notamment, les entreprises et le commerce international. En effet, les exportateurs sont exposés à la baisse du cours des devises qui diminue la valeur de leurs exportations en monnaie nationale et

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

les importateurs sont exposés à la hausse du cours des devises qui renchérisse le prix de leurs importations ;

- La devise du pays, à cause des fluctuations de son cours, peut inspirer une moins grande confiance par rapport à une devise à taux de change fixe ;
- Un régime de change flexible peut également être inflationniste parce qu'il entraîne moins de contraintes dans les politiques monétaires des pays.

4 Régime de change intermédiaire

Entre les systèmes de change fixes et flottants se trouve un continuum de régimes intermédiaires. Appartiennent à cette catégorie, les crawling pegs et les crawling bands. Dans les premiers, les autorités ciblent une trajectoire fixe d'évolution du taux de change nominal, permettant ainsi un ajustement graduel du taux d'échange par dévaluation. Dans un système de crawling bands, la banque centrale annonce une bande large de fluctuation du taux de change autour d'une parité centrale qui est elle-même modifiée périodiquement. Ces modifications sont d'ampleur relativement faible et visent à éviter ou à réduire le mésalignement du taux de change (Williamson, 1998) qu'induirait une accumulation des différentiels d'inflation positifs avec le pays d'arrimage. Les autorités s'engagent également à intervenir pour maintenir le taux de change à l'intérieur de la bande de fluctuation. Les modifications de la parité ou des bandes peuvent se faire ex ante ou ex post. À des degrés variables, les régimes intermédiaires combinent la présence d'un ancrage de taux de change nominal à une relative flexibilité du taux de change. En effet, la parité centrale de change par rapport à une ou plusieurs devises, la pondération du panier ou les marges de fluctuations autour de la parité centrale peuvent être modifiées. Cela confère une autonomie plus grande à la politique monétaire en comparaison avec les systèmes de change fixes. Des régimes de change intermédiaires ont été mis en œuvre dans le passé dans plusieurs pays d'Amérique Latine tels que l'Argentine, le Mexique, le Chili, la Bolivie

• Parité glissante :

Le taux de change est en principe fixe mais la parité de référence est modifiée régulièrement afin de répondre à un certain nombre d'objectifs.

• Flottant impur :

Le régime fait place à une dépréciation ou appréciation de la monnaie nationale, ainsi les autorités interviennent pour protéger leur monnaie afin de la soutenir contre toute fluctuation. La plupart des économies qui avaient basé leurs politiques économiques sur des stratégies de ciblage du taux de change avaient alors la conviction que les régimes intermédiaires permettaient de combiner le meilleur des deux pôles de la fixité rigide et de la flexibilité pure. Les régimes à mi chemin autorisaient alors les autorités monétaires dans ces pays à contrecarrer les fluctuations nocives du taux de change susceptibles d'entamer la compétitivité des entreprises exportatrices ou d'augmenter la charge de la dette contractée en devise, d'où l'arbitrage subtil entre ces deux objectifs. La relative flexibilité de ces régimes et l'absence d'un engagement explicite en faveur

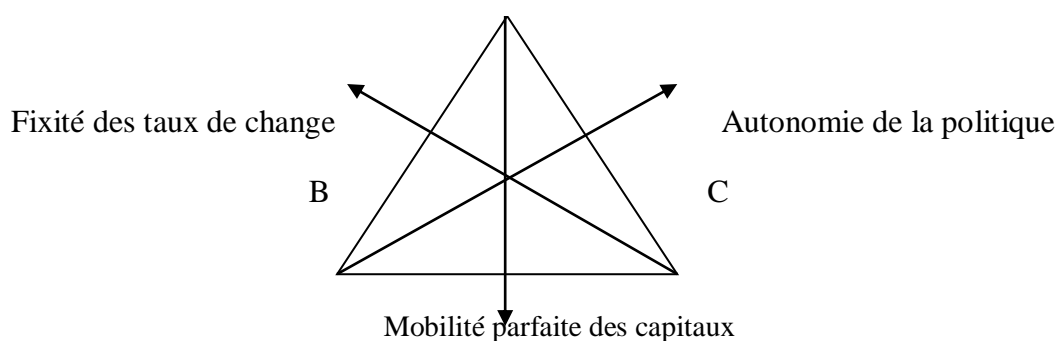
Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

de la fixité permettait au même moment aux autorités de politique économique de jouir d'un certain degré d'indépendance dans la conduite de la politique monétaire pour s'accommoder face aux chocs. Le réel enjeu était alors pour ces économies de déterminer le degré optimal de flexibilité du taux de change qui permettrait une certaine autonomie de la politique monétaire et qui confère au taux de change le rôle d'une ancre nominale.

5 Le triangle d'incompatibilité de Mundell

Le triangle de Mundell représente les trois principes d'organisation qui permettent de juger de la viabilité du système monétaire international : degré de rigueur des règles de change, degré de mobilité des capitaux, et degré d'autonomie des politiques monétaires. Seules les combinaisons de politique de change, de politique monétaire et de mobilité des capitaux se situant à l'intérieur de ce triangle sont viables. Ainsi, la mobilité des capitaux associée à la stabilité des taux de change se situe à l'angle « union monétaire » du triangle, qui est diamétralement opposée à l'autonomie de la politique monétaire.

Figure 1: Typologie des régimes de changes : le triangle de Mundell (triangle d'incompatibilité)



Sources : A.LAHRECHE-REVIL, « Les régimes de change », Edition la découverte, collection Repères, Paris, 1999, P6

6 Les types de régime de change dans le SMI contemporain

Le SMI est aujourd'hui composé des monnaies de quelques 185 pays, d'une monnaie créée ex nihilo par le FMI, et selon des statistiques de FMI en 2003, les régimes de change se répartissent comme suit³⁸ :

- Régime fixe apport à une autre devise de référence (62 pays) ;
- Régime fixé par rapport à un panier de devises (21 pays) ;
- Régime flexible par rapport à une autre devise (4pays du golfe persique) ;
- Régime d'union de devises à parités fixe entre elles (12 de la zone euro avant l'entrée en vigueur de la zone euro), flexible par rapport aux autres devises ;

³⁸ D. EITEMAN, A. STONEHILL ET M. LOFFETT, « Gestion et finance international », édition Pearson éducation, 10eme édition, Paris, 2004, P: 41.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

- Régime ajusté en fonction des indicateurs économiques (Chili et Nicaragua) ;
- Régime de flottement géré (40 pays) ;
- Régime flottant indépendant (55 pays : Canada, États-Unis, etc.).

Sous-section 3 : Les déterminants du taux de change

1 Détermination du taux de change:

Dès le début des années 1970, les travaux théoriques concernant le taux de change ont connu un changement profond des objectifs de recherche. Tout au long du système de l'étalon dollar, la question se posait sur le meilleur régime de change ainsi que les politiques économiques à mettre en œuvre, ensuite à la fin de ce système les économistes ont renforcé l'intérêt porté à l'explication des mouvements brusques qui caractérisent l'évolution des monnaies.³⁹ Pour se faire, les économistes ont fait recours aux anciennes théories qui se basent sur les échanges des biens et services et leurs prix, s'appliquant sur le long terme puisque les variations du change à court terme étaient limitées, ainsi qu'aux nouvelles théories qui ont mis l'accent sur le rôle explicatif des facteurs financiers (Dominique Plihon, 2012).

Nous allons exposer dans cette section ces différentes théories de base.

2 Théories traditionnelles du taux de change (Modèles de long terme):

Les deux principales théories traditionnelles de la détermination du taux de change sont la parité des pouvoirs d'achat et l'approche du taux de change par la balance des paiements. Ces deux théories reposent sur une approche réelle du taux de change dans laquelle le marché des biens et services joue un rôle essentiel.

2.1 Approche du taux de change par la balance des paiements (BP):

Jusqu'au début des années 1970, l'état de la balance des transactions courantes ou commerciale influençait l'évolution du taux de change.

En régime de change flottant, le prix des devises se fixe sur le marché selon la loi générale de l'offre et de la demande l'offre provient des transactions inscrites à l'actif de la balance des paiements et la demande représente les transactions inscrites au passif de cette même balance des paiements. Donc, selon cette approche « le taux de change nominal est déterminé par la confrontation de l'offre et la demande issus des opérations de la balance des transactions courantes, c'est-à-dire des opérations sur les biens, les services et actifs financiers entre pays. Il

³⁹ DRUNAT Jérôme, Dufrenot Gilles, Mathieu Laurent, « Les Théories Explicatives Du Taux De Change : de Cassel au début des années quatre-vingt ». In: Revue française d'économie, volume 9, n°3, 1994, P : 53-111.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

existe donc une relation étroite entre l'évolution du taux de change et celle de la balance des paiements.

Mundell (1960) et Fleming (1962), c'est deux auteurs d'inspiration Keynésienne ont développé un modèle dans lequel la dynamique du taux de change est principalement fonction de l'état du solde des échanges extérieurs.

Lorsque le solde de la balance des transactions courantes est déficitaire [exportation - importation < 0, (X-M) < 0] : les importations augmentent par rapport aux exportations ce qui entraîne une demande de devises excédentaire pour effectuer des règlements à l'étranger vu que les importations sont payées en devise et donc une baisse de l'offre de cette devise au près du pays exportateur et par conséquent la monnaie nationale se déprécie par rapport aux autres monnaies utilisées dans cette transaction.

Lorsque le solde de la balance des transactions courantes est excédentaire (exportation - importation > 0, (X-M) > 0) : les exportations augmentent par rapport aux importations ce qui génère une hausse de la demande de la monnaie nationale et donc une baisse de l'offre de cette monnaie, il en résulte une appréciation de la monnaie nationale par rapport à la monnaie étrangère. Donc, un excédent de la balance courante entraîne une appréciation de la monnaie nationale alors qu'un déficit courant pourra la déprécier. On constate qu'il y a une forte corrélation entre le taux de change et le solde de la balance courante.

2.2 La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA):

Les origines de cette théorie remontent aux économistes anglais du XIX siècle comme David Ricardo. C'est l'économiste suédois Cassel qui formalise cette loi en 1916.⁴⁰ Il propose de définir le niveau du taux de change d'équilibre comme celui qui assure la parité d'achat entre deux monnaies.⁴¹

La théorie de la PPA repose sur l'existence de deux biens fabriqués dans deux pays qui sont substituables et librement échangés. L'hypothèse de départ est simple : la valeur d'une monnaie est déterminée par le montant de biens et services qu'elle permet d'acquérir, c'est-à-dire par son pouvoir d'achat interne qui évolue en raison inverse du niveau général des prix domestiques".⁴² Cette théorie existe en deux formes: la forme "absolue" et la forme "relative".

La PPA absolue est fondée en l'absence de toute entrave au commerce international (taxes douanières, barrières non tarifaires....etc.) et en négligeant également les coûts de transport. Elle postule que le pouvoir d'achat d'une monnaie nationale est identique sur le marché intérieur et à

⁴⁰ PLIHON. Dominique, OP. CIT P46

⁴¹ BOROWSKI. Didier, COUHARDE Cécile, THIBAUT Florence. « Les Taux De Change D'équilibre Fondamentaux : De L'approche Théorique A L'évaluation Empirique », In: Revue française d'économie, volume 13, n°3, 1998, PP 177-206.

⁴² PLIHON. Dominique, OP. CIT P48

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

l'étranger".⁴³ Par exemple, avec un montant X dinar on peut acquérir le même panier de biens à l'intérieur du pays (Algérie) et à l'étranger.

La PPA absolue repose sur la loi du prix unique selon laquelle le prix du bien x est identique partout, lorsqu'il est converti dans une monnaie commune.

Selon cette approche, la valeur du taux de change nominal est déterminée comme suit :

$$1/P_t = 1/EP_t^* \text{ (égalité des pouvoirs d'achat)} \Rightarrow P_t = EP_t^* \Rightarrow \mathbf{E (ppa)} = P_t/P_t^*$$

Où. P_t , et P_t^* , représente respectivement le niveau des prix domestiques et étrangers à la période t, P_t^* représente le prix des biens étrangers exprimés en monnaie nationale.

Le taux de change réel est toujours égal à l'unité :

$$R = EP^*/P$$

R représente le prix des biens étrangers en termes de biens domestiques, c'est-à-dire le rapport des prix étrangers aux prix domestiques exprimé dans une même monnaie.

Donc :

$$\text{PPA : } R = Eppa P^*/P = (P/P^*)P^*/P \Rightarrow \mathbf{R = 1}$$

L'autre mesure de la PPA est la "**PPA relative**" qui est une version dynamique de la PPA absolue, elle permet de mesurer l'évolution du pouvoir d'achat entre deux pays et donc la variation de la PPA puisque l'égalité entre les prix domestiques (P) et les prix étrangers (P^*) exprimé monnaie domestique ($EppaP^*$) n'est que rarement vérifiée. Cette deuxième mesure consiste à expliquer l'évolution du taux de change entre deux périodes

La PPA relative n'implique pas que le niveau taux de change soit égal au rapport du niveau des La pas le du soit prix domestiques et étrangers mais plutôt que les variations du taux de change soient égales à l'écart entre les variations des prix domestiques et étrangers.⁴⁴ Donc la PPA s'exprime comme suit:

Eppa relative = $\Delta Eppa absolue = \Delta P - \Delta P^*$. Donne la variation du taux de change permet de compenser l'écart inflationniste entre les pays.

Malgré la PPA est la théorie du change la plus ancienne et la plus connue, elle souffre d'importantes limites :

⁴³ PLIHON. Dominique, OP. CIT P : 48.

⁴⁴ PLIHON. Dominique, OP. CIT P : 48.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

1-La PPA ne reflète pas la réalité puisqu'elle considère notamment le niveau général des prix comme seul déterminant du taux de change et les niveaux des prix ne peuvent être équivalents entre pays voir même entre région.

2-La négligence des coûts de transport et des taxes douanières est une hypothèse loin de la réalité, ces coûts doivent être pris en considération dans la fonction des prix des produits.

3-Cette théorie n'est pas applicable sur le court terme puisque les prix des marchandises sont inertes ce qui provoque des déviations entre le taux de change réel et le taux de change PPA; ce n'est qu'à très long terme que ces écarts seront résorbés.

4-Cette théorie ne prend en compte que les biens échangeables ignore les biens non échangeables tels que les biens immobiliers, donc le panier des biens par lequel le niveau général des prix est calculé diffère d'un pays à un autre. Cette critique a été relevée par Balassa et Samuelson sous le nom effet B-S.

2.2.1 L'effet Balassa-Samuelson:

L'effet Balassa-Samuelson a été initialement présenté en 1964 par le hongrois Bela Balassa et l'américain Paul Samuelson afin d'expliquer que le taux de change entre deux pays possédant deux monnaies différentes ne correspond pas à la parité des pouvoirs d'achat en raison de la différence internationale de productivité relative entre le secteur des biens échangeables (exposé) et non échangeables (abrité tels que les services). Ces auteurs ont remis en cause la validité de la PPA du fait de l'existence des biens non échangeables.

Cet effet B-S désigne le mécanisme par lequel une appréciation du taux de change réel se produit au cours du processus de rattrapage économique, en raison de gains de productivité relatifs plus rapides dans le secteur des biens échangeables, tel est le cas des pays d'Europe centrale et orientale (PECO). Plusieurs travaux ont été investis pour déterminer l'existence de cet effet dans les PECO tels que Halpern et Wyplosz (1997), Egert et alii (2003), ainsi que d'autres se sont focalisés sur le calcul du taux de change d'équilibre pour les pays accédants à l'union européenne en prenant en compte l'effet Balassa: Egert-Laherche (2003), Alberola (2003)⁴⁵.

Selon l'étude de Virginie Coudert en 2004 sur l'évaluation de l'effet Balassa des PECO et sous l'hypothèse d'existence de deux secteurs un exposé à la concurrence internationale (bien échangeables manufacturiers) et l'autre abrité (biens non échangeables; les services), nous avons constaté qu'au cours du processus de rattrapage économique des pays (tels que les PECO par rapport à la zone euro), leur productivité a tendance à augmenter plus vite dans le secteur exposé (bien échangeable) que dans le secteur abrité (service). Étant donné que le prix des biens échangeables est fixé par la concurrence internationale, cette hausse de productivité dans le secteur des biens échangeables entraîne une hausse des salaires qui se diffusera à l'ensemble de

⁴⁵COUDERT Virginie, « Comment Évaluer L'effet Balassa-Samuelson Dans Les Pays d'Europe Centrale Et Orientale? » BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE – N° 122 – FÉVRIER 2004.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

l'économie donc il en résulte une montée des prix relatifs dans le secteur des biens non échangeables où la productivité n'a pas augmenté. Puisque l'indice des prix se calcule par une moyenne entre les deux secteurs, il y aura automatiquement une augmentation des prix domestiques par rapport à ceux de l'étranger. Cette augmentation se traduit par une appréciation du taux de change réel.

2.2.1.1 Les implications majeures de l'effet Balassa:

«L'effet Balassa peut avoir trois implications majeures:

1-II a tendance à faire monter l'inflation intérieure. Selon les données empiriques dont dispose le FMI concernant les PECO, les écarts de croissance de la productivité ont eu pour effet d'accroître le prix relatif des biens non échangeables dans une proportion qui peut atteindre 4% par an.

2-II a tendance à entraîner une appréciation réelle, sur la base de l'IPC (indice des prix à la consommation), des monnaies des nouveaux états membres par rapport aux économies avancées de la zone euro. En moyenne les écarts de productivité par secteur ont ajouté entre 1 et 2% par rapport au taux de change réel calculé sur la base de l'IPC des nouveaux états membres par rapport à l'Allemagne.

3-II entraîne aussi des écarts d'inflation entre les pays, en fonction de l'ampleur de l'appréciation nominale telle que les PECO par rapport à l'Allemagne enregistrant un surcroît d'inflation qui se situe entre 0,2 et 1,8 point⁴⁶»

Ces deux approches théoriques appelées également approches réelles expliquent l'évolution du taux de change sur la base des transactions courantes ignorent l'influence des mouvements de capitaux où le taux d'intérêt joue un rôle majeur, car elles ont été élaborées lorsque les transactions financières internationales étaient moins importantes et très réglementées. Ce n'est qu'à partir des années 1970 que les marchés de capitaux ont connu une grande ampleur et sont devenus plus présents et surtout avec le grand mouvement de déréglementation des années 1980.

Nous allons présenter maintenant les approches théoriques basées sur les facteurs financiers afin démontrer comment se détermine le taux de change à savoir; théorie de la parité des taux d'intérêt, modèle monétaire à prix flexibles et modèles de choix de portefeuilles.

3 Approches financières de détermination du taux de change:

3.1 Théorie de la parité des taux d'intérêt :

Les opérations d'achat et de vente des devises dépendent de perspectives de plus-value dues aux fluctuations des cours de change, mais également du rendement offert aux placements⁴⁷ libellés dans la devise considérée, c'est-à-dire du taux d'intérêt (Mondher Cherif, 2000).

⁴⁶ FMI, bulletin 08 mars 2004, Christine Ebrahim-Zadeh, département des relations extérieures, « Les Effets Balassa-Samuelson », P : 54.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Les taux d'intérêt et les taux de change entretiennent des relations quel que soit le régime de change, tel que les Etats-Unis qui affectaient le pilotage de leurs taux d'intérêt à la gestion du change après la dérèglementation de leurs marchés financiers des années 1980⁴⁸.

C'est J.M. Keynes qui a traité initialement cette relation taux de change-taux d'intérêt et a été formalisée en 1923 dans son ouvrage « A Tract On Monetary Reform » sous le nom de « la parité des taux d'intérêt ». L'objectif de son étude était de montrer que les investisseurs peuvent tirer partie des différences de taux d'intérêt entre placements en dollar et autres devises telles que la livre sterling ou le franc, dans un contexte où les taux de change étaient encore plus ou moins fixes puisque le renoncement définitif de l'étalon-or n'ayant eu lieu qu'au cours des années 1970.

La théorie de la parité des taux d'intérêt établit une relation entre le taux de change et le taux d'intérêt en supposant que l'entrepreneur a le choix entre effectuer ses placements financiers dans l'économie nationale pour en avoir une rémunération au taux d'intérêt domestique (i) au bout d'une certaine période, ou bien acquérir des titres de placement en monnaie étrangère pour en avoir une rémunération au taux d'intérêt étranger (i^*) au bout de la même période, ce qu'on appelle les opérations d'arbitrage⁴⁹ qui donnent aux arbitragistes deux possibilités soit de rester couvert (parité couverte des taux d'intérêt) ou bien prendre un risque de change (parité non couverte des taux d'intérêt).

Cette théorie repose sur l'existence d'actifs parfaitement substituables, l'absence des coûts de transport et parfaite mobilité internationale des capitaux

3.1.1 Théorie de la parité non couverte des taux d'intérêt (PTINC):

Dans le but de réaliser des placements rémunérateurs, les investisseurs transfèrent leurs fonds du pays domestique vers l'étranger: pour cela, ils doivent convertir leurs avoirs dans la monnaie du pays où ils investissent, puis ils reconvertissent la somme réalisée (capital+bénéfice) dans la monnaie nationale. Etant donné que les investisseurs ont le même comportement, ces mouvements internationaux de capitaux influencent nécessairement l'évolution à court terme des taux de change, Cette opération d'arbitrage sur le taux d'intérêt des placements implique une prise de position de change lorsque l'investisseur décide d'investir dans la devise étrangère.

L'investisseur prend en considération l'écart de rendement entre le pays étranger et le pays domestique donné par la différence des taux d'intérêt nominaux ($i - i^*$) ainsi que l'évolution supposée du taux de change entre le moment où il investit (E_t) et le moment où il rapatrie ses avoirs (E_{t+1}).

⁴⁷ Les placements peuvent être à court terme (3mois), à très court terme (au jour le jour), à long terme (jusqu'à trente ans comme les titres publics : obligations assimilables du trésor 'OAT', bons du trésor... qui reflètent le besoin de financement des trésors publics).

⁴⁸ MONDHER Cherif, « Les Taux D'intérêt », Edition d'Organisation, Paris, 2000, P : 47.

⁴⁹ PLIHON a défini les arbitrages comme des opérations qui visent à réaliser un profit en tirant partie des différences momentanées de cours de change entre plusieurs places, mais aussi d'écart de taux d'intérêt sur les monnaies.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Considérons l'arbitrage entre deux placements de 1 euro à une période t sans risque de défaut sur deux monnaies : l'euro et le dollar. Un investisseur européen, par exemple a deux possibilités : placer ses fonds en euro ce qui rapporte le taux d'intérêt sur l'euro $(1+i)$ ou bien investir en dollar en prenant un risque de change. En d'autres termes, acheter de la devise étrangère qui est le dollar ($1\text{€ } 1/E_t$), placer cette somme à un taux d'intérêt i^* : $[(1+i^*) 1/E_t]$, ensuite convertir la somme réalisée (capital+bénéfice) en euro à un taux anticipé E'_t : $[1/E_t (1+i^*) E]$ et donc : $(1+i^*) E'_t + 1/E_t$ (Virginie Coudert, 2015).

Comme l'arbitrage égalise les rendements anticipés entre les deux placements, l'écart de taux d'intérêt entre les deux monnaies doit compenser les variations attendues du change⁵⁰. Donc à l'équilibre une fois tous les arbitrages réalisés, on a l'égalité:

$$i - i^* = E'_t + 1 - E_t / E_t \quad \text{Parité non couverte des taux d'intérêt}$$

(i) est le taux d'intérêt domestique, (i^*) est le taux d'intérêt étranger, E_t le taux de change dollar/euro à la période t coté à l'incertain, E_{t+1} le taux de change dollar/euro anticipé à la période $t+1$.

Cette égalité décrit la parité non couverte des taux d'intérêt, car elle porte sur des placements sans couverture du risque de change.

Selon H. BOURGUINAT 1992, les transactions d'un arbitrage non couvert sont identiques à celles d'un arbitrage couvert, sauf que l'investisseur ne vend pas à terme la somme réalisée (capital bénéfice) en devise étrangère. Il garde sa position de change ouverte parce qu'il suppose que le futur taux de change au comptant de la devise se traduira par une appréciation de son cours (dépréciation de la monnaie nationale).

3.1.2 Parité couverte des taux d'intérêt (PCTI):

La parité des taux d'intérêt non couverte comporte un risque puisque le taux de change futur anticipé n'est pas certain. L'investisseur peut se couvrir contre ce risque de change en souscrivant sur le marché des changes à terme un contrat à la période t et en vendant la devise à la période $t+1$ à un taux convenu à la signature du contrat appelé taux de change à terme. Dans ce cas là, l'investisseur recherche seulement la meilleure rentabilité des placements sans prise de position de change, donc il réalisera un arbitrage sur taux d'intérêt couvert en change.

La parité couverte des taux d'intérêt stipule que le déport (report) doit être égal au différentiel de taux d'intérêt entre les deux pays, sinon les investisseurs réaliseront des arbitrages exploitables.

Supposant un investisseur qui a le choix de faire un placement (d'une unité monétaire) dans son pays avec un taux d'intérêt (i) ou bien de convertir sa monnaie à un taux de change au comptant E .

⁵⁰ COUDERT Virginie, «Les Taux D'intérêt », Encyclopedia Universalis [en ligne], consulté le 09 Novembre 2015.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

à placer à un taux d'intérêt (i^*) puis reconvertir la somme réalisée (capital+bénéfice) à un taux de change à terme (F) négocié à la période t pour une transaction en $t+1$, on obtient alors:

$I + i^* \dots\dots\dots (1) \Rightarrow$ rendement réalisé dans le pays domestique.

$(I + i^*) Ft / Et \dots\dots\dots (2) \Rightarrow$ rendement réalisé dans le pays étranger.

L'investisseur compare les deux rendements (1) et (2) afin de placer ses avoirs. Si le rendement ($I + i$) est supérieur au rendement $(I + i^*) Ft / Et$ il placera ses avoirs dans son pays, sinon il les places à l'étranger. Les arbitrages réduisent cet écart et à l'équilibre on aura:

$I - i^* = Ft - Et / Et^{51} \dots\dots\dots (3) \quad \text{parité couverte des taux d'intérêt}$

La relation (3) permet de décrire la formation des cours de change à terme et ce sont les banques qui réalisent ce type d'arbitrage.

4 L'approche monétaire du taux de change:

L'origine de cette théorie remonte à l'économiste FRENKEL en (1978). Cette approche monétariste diffère des analyses réelles du taux de change, elle stipule que la détermination des taux de change est un phénomène purement économique reflétant l'équilibre sur le marché de la monnaie, c'est-à-dire entre l'offre et la demande de monnaie.

Selon D. PLIHON, la théorie monétariste se situe dans un cadre de régime flexible dans le but démontrer la supériorité de celui-ci sur le régime fixe qui vient d'être abandonné, et l'évolution du change est reliée à la balance des règlements officiels et non pas aux transactions courantes Cette approche monétariste du taux de change généralise au cadre international la théorie quantitative de la monnaie, suppose que la demande de monnaie est une fonction stable et qui dépend du revenu (y), des prix (p) et des taux d'intérêt (i).

Les équilibres monétaires dans les deux pays domestiques et étrangers sont représentés respectivement par les équations suivantes :

$$OM = DM \Rightarrow M = pf(y^*, i) \dots\dots\dots(1)$$

$$O^*M = D^*M \Rightarrow M^* = p^*f(y^*, i^*) \dots\dots\dots(2)$$

M, M^* Sont les stocks de monnaies domestiques et étrangers;

y, y^* Sont les revenus réels domestiques et étrangers;

i, i^* Sont les taux d'intérêt domestiques et étrangers;

p, p^* Le niveau général des prix domestique et étranger.

⁵¹ $Ft - Et / Et$: L'écart relatif entre le taux de change à terme et le taux de change au comptant est appelé 'prime de terme', si elle est positive on parle de déport à terme (dépréciation), si elle est négative on parle donc de report à terme (appréciation).

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

Les stocks de monnaies (M, M^*) sont considérés exogènes c'est-à-dire contrôlés par les autorités monétaires, les prix (p, p^*) sont supposés flexibles, et des fonctions de demande d'encaisse réelle $f()$ supposées semblables dans les différents pays pour simplifier (D. PLIHON, 2012).

Le modèle suppose une parfaite substitution entre actifs réels et financiers domestiques et étrangers ainsi qu'une absence de substitution entre les actifs monétaires domestiques et étrangers, car les agents économiques sont supposés détenir que de la monnaie nationale.

Ce modèle monétaire à prix flexibles repose sur une hypothèse importante celle de la parité des pouvoirs d'achat (PPA). Donc, selon la PPA:

$$p = E p^* \dots \dots \dots (3)$$

Où, E est le taux de change nominal (prix d'une unité de monnaie étrangère en terme de monnaie nationale, "cotation à l'incertain"),

En combinant les équations (1), (2) et (3) on obtient la relation (4):

$$E = \frac{M}{M^*} \frac{f(y^*, i^*)}{f(y, i)} \dots \dots \dots (4)$$

De la relation (4), on constate que:

1-Le taux de change dépend des offres et des demande de monnaies, donc il est déterminé par l'évolution des masses monétaires (M, M^*), des revenus (y, y^*) et es taux d'intérêt (i, i^*).

2-Une augmentation de l'offre de monnaie domestique entraine une augmentation du taux de change (E) c'est-à-dire la monnaie domestique se déprécie par rapport à la monnaie étrangère.

3-Une augmentation du revenu réel domestique entraine une demande supplémentaire de monnaie nationale pour un niveau donnée de stock de monnaie nationale et réduit donc les prix domestiques, ce qui crée une dépréciation du taux de change (E) (c'est-à-dire une appréciation de la monnaie nationale).

4-La hausse du taux d'intérêt entraine une diminution de la demande de monnaie, donc une appréciation du taux de change (dépréciation de la monnaie nationale).

Johnson (1977) est l'un des défenseurs de cette approche monétariste, il a constaté que tout déséquilibre de change ne peut être résorbé qu'uniquement par une politique purement monétaire.

BAILLIE et MCMAHON (1990) remettent en cause la validité de cette approche puisque sa vérification empirique pour un certain nombre de pays s'est relevée décevante. La principale critique est l'instabilité de la fonction de demande de monnaie. Les deux hypothèses du modèle:

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

parité du pouvoir d'achat ainsi que la parfaite substitution des actifs financiers sont invalides par la plupart des testes⁵².

Malgré les critiques formulées à l'égard de ce modèle, il a permis de montrer l'importance des actifs monétaires et financiers ainsi que les revenus dans la formation des taux de change. De ce modèle génère une autre approche générale du change en termes de demandes d'actifs proposée par les modèles de choix de portefeuille.

5 Modèle de choix de portefeuille :

Les premiers modèles d'équilibre de portefeuille ont été développés par MCKINNON (1969), BRANSON (1975) et KOURI (1976) s'inspirant de la théorie des choix de portefeuille initiée par Tobin et MARKOWITZ au cours des années 1950.

Ces modèles font apparaître le taux de change comme une variable déterminée par le processus des choix de portefeuille qui permet aux investisseurs de répartir au mieux leur richesse entre des actifs en monnaie nationale, actifs libellés en devise étrangère et monnaie liquide (l'agent économique détient de la monnaie liquide pour faire ses paiements courants, demande de transactions)⁵³. La détention des titres nationaux et étrangers rapporte un intérêt mais représente un risque alors que la détention de monnaie ne présente aucun risque mais ne donne pas d'intérêt⁵⁴.

Donc l'agent économique se composera un portefeuille qui maximise son utilité selon ses préférences, sa richesse, le niveau des taux d'intérêt et ses attentes en ce qui concerne la valeur future de la monnaie étrangère. On constate donc que l'évolution du taux de change relève d'une logique patrimoniale; elle est le reflet d'arbitrage permanent entre actifs transitant nécessairement par le marché des changes en fonction des rendements et des risques relatifs à chaque type de placement, ce qui relève l'hypothèse restrictive de l'approche monétaire du taux de change de parfaite substitution des actifs financiers (**Dominique Plihon, 2012**).

Dans un modèle simplifié, à un pays où les agents économiques ne peuvent détenir de la devise étrangère, les équations de base sont les suivantes⁵⁵:

$$M = a(i, i^*, r, r^*) W \dots \dots \dots (1)$$

$$B = b(i, i^*, r, r^*) W \dots \dots \dots (2)$$

⁵² BAILIE, MC MAHON, "The Foreign Exchange Market, Theory and Econometric Evidence", Cambridge University Press, New York, 1990

⁵³ BENASSY-Quéré Agnés, Comment se fixe les taux de change ? Un bilan. In : Économie & prévision, N°107, 1993-1, Études internationales, PP 37-62.

⁵⁴ SALVATOR. Dominick, « Économie Internationale », De Boeck, Bruxelles, 2008, P : 569.

⁵⁵ PLIHON. Dominique Op.cit. P55

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

$$EF = c(i, i^*, r, r^*) W \dots \dots \dots (3)$$

$$W = M + B + EF \dots \dots \dots (4)$$

Où, M représente le stock de monnaie nationale, B l'offre d'actifs nationaux, F représente les détections nettes d'actifs en devise étrangère, W est la richesse totale, E est le cours des devises étrangères en monnaie nationale, (i, i^*) sont les taux d'intérêt des titres domestiques et étrangers, (r, r^*) sont les risques sur les titres domestiques et étrangers.

Les équations (1), (2) et (3) décrivent les conditions d'équilibre de marché et les comportements de demande de monnaie nationale, de titre nationaux et de titres étrangers qui sont les trois actifs à la disposition des agents économiques.

Par ailleurs un accroissement dans le taux d'intérêt domestique ou étranger décroît la demande de monnaie nationale donnée par l'équation (1): la demande des titres nationaux formulée dans l'équation (2) s'accroît lorsque le taux d'intérêt domestique augmente ainsi que le risque sur les titres étrangers, mais elle décroît par une hausse du taux d'intérêt étranger et une hausse du risque sur les titres nationaux,

La demande des titres étrangers formulée dans l'équation (3) augmente lorsque les taux d'intérêt étrangers et les risques sur les titres nationaux enregistrent une hausse par contre elle baisse lorsque les taux d'intérêt nationaux et les risques sur les titres étrangers s'accroissent.

Donc un changement dans ces facteurs (i, i^*, r, r^*) pousse l'agent économique à modifier la composition de son portefeuille pour y réaliser un nouvel équilibre.

L'équation (4) définit la contrainte budgétaire des investisseurs mesurée par leur richesse globale (W). D'après cette relation, $(a + b + c)$ doivent être égale à 1, de telle sorte que les équations (1), (2), (3) ne sont pas indépendantes, F peut être positif ou négatif, ce qui dépend du fait que le pays est débiteur ou créateur net par rapport à l'étranger

En remplaçant les équations (1) et (2) dans l'équation (4) on obtient:

$$W = M + B + EF$$

$$W = a(i, i^*, r, r^*) W + b(i, i^*, r, r^*) W + EF$$

$$W = (a + b) W(i, i^*, r, r^*) + EF$$

$$EF = (1 - a - b) (i, i^*, r, r^*) W$$

$$EF = f(i, i^*, r, r^*) W \Rightarrow E = f(i, i^*, r, r^*) \frac{W}{F} \dots \dots \dots (5)$$

La relation (5) détermine le taux de change par le choix de portefeuille aux désirs des investisseurs pour la monnaie nationale, les titres nationaux ou étrangers, c'est-à-dire le taux de change est le prix qui assure l'équilibre sur les différents marchés d'actifs domestiques et étrangers. Dans ce modèle de choix de portefeuille, le taux de change est déterminé par les

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

facteurs qui affectent l'offre et la demande d'actifs monétaires et financiers. Ainsi, un accroissement dans le taux d'intérêt domestique augmente la demande de titre nationaux mais réduit la demande de monnaie étrangère et de titres étrangers: du fait que les investisseurs vendent les titres étrangers et convertissent cette somme de monnaie étrangère en monnaie locale (hausse de la demande de monnaie locale) afin d'acquérir des titres nationaux, le taux de change (E) baisse (la monnaie nationale s'apprécie).

Les modèles de choix de portefeuille s'avèrent difficile à vérifier empiriquement par suite du manque de données statistiques fiables notamment concernant l'évaluation de la richesse et les détentions d'actifs étrangers.

Ce modèle repose sur une hypothèse irréaliste 'absence de substitution entre les monnaies. Cette caractéristique est peu conforme actuellement puisque les échanges internationaux nécessitent la détention de devise étrangère

MILES (1978) tenait compte de cette critique en la formalisant dans un nouveau modèle monétaire dans lequel les monnaies sont substituables entre elles. Chaque devise est désirée en fonction des taux d'intérêt domestiques et étrangers ce qui permet à la demande d'avoir un comportement mondial. Ce modèle a pour objectif de montrer la liaison entre la substitution de la monnaie et l'instabilité des taux de change plus la monnaie est substituable plus le taux de change devient instable. Il en est de même de MCKINON (1982) qui a développé ce type de modèle, en raisonnant en termes de demande mondiale de monnaie, car celle-ci est stable tandis que les demandes nationales ne le sont pas à cause des comportements de substitution entre devises. (PLIHON. D.2012)

6 Le choix du régime de change

6.1 Revue de littérature

Choisir entre fixer ou laisser flotter le taux de change revient à choisir entre crédibilité et flexibilité. Le choix d'un régime de change résulte à la fois des objectifs économiques du pays et des contraintes qu'il doit supporter. La fixité du taux de change impose une forte discipline à la politique monétaire et budgétaire. Le rattachement du taux de change à la monnaie d'un pays à inflation faible, a pour objectif d'importer la crédibilité de ce pays. Le taux de change devient ainsi une ancre nominale pour les anticipations inflationnistes. Ceci nécessite cependant que la stabilité du taux de change devienne l'objectif central de la politique économique: toute inflation excessive doit être corrigée par une politique désinflationniste, qui peut nécessiter pressions sur les salaires et chômage ; la politique monétaire doit être consacrée à la stabilisation du taux de change (et non de l'activité) ; la politique budgétaire doit éviter d'induire un déficit extérieur insoutenable.

En cas d'échec, c'est-à-dire d'inflation supérieure à celle des partenaires commerciaux, le désalignement progressif du taux de change réel augmente les anticipations de dévaluation du taux de change, ce qui fait disparaître l'avantage de crédibilité. La politique monétaire doit

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

devenir plus rigoureuse pour contrer les anticipations de dépréciation, mais des doutes peuvent surgir sur la capacité du pays à soutenir durablement une politique monétaire rigoureuse alors que la perte de compétitivité pèse déjà sur l'activité.

La flexibilité est le principal avantage du flottement. L'absence d'engagement sur le taux de change procure une indépendance totale à la politique monétaire ce qui garantit théoriquement à l'économie la flexibilité nécessaire pour s'accommoder aux différents chocs. Le marché assure l'équilibre automatique de la balance des paiements ; les autorités n'ont pas à détenir des réserves de change. Cependant le système n'offre pas d'ancrage nominal pour les anticipations inflationnistes.

Si les autorités monétaires manquent de crédibilité, si le pays connaît des chocs d'offre importants, les agents économiques vont anticiper la poursuite et l'aggravation des évolutions inflationnistes. De plus, l'expérience montre que, même si les politiques suivies sont relativement vertueuses, le flottement se traduit par une forte volatilité du taux de change nominal préjudiciable aux échanges extérieurs et à la stabilité macroéconomique.

Le choix d'une stratégie de taux de change est celui du degré de flexibilité optimale qui permet de résoudre ce conflit d'objectif. Selon Rogoff et al. (2004), la vogue des régimes intermédiaires auprès des pays émergents ou en développement s'explique par le fait que ces régimes permettent de combiner les avantages des deux pôles extrêmes (ancrage nominal et autonomie de la politique monétaire) tout en réduisant leurs inconvénients (risque de désalignements du taux de change réel et volatilité excessive). Ainsi le glissement du taux de change nominal permet d'éviter l'émergence de désalignement dû à une inflation plus forte que celle des partenaires commerciaux.

L'introduction de marges de fluctuations autour de la parité glissante procure plus de flexibilité afin de répondre aux chocs et donc plus d'autonomie à la politique monétaire. Par rapport au flottement, un régime de bande permet au taux de change de jouer le rôle d'ancre nominal tout en permettant une certaine indépendance à la politique monétaire. De nombreux pays émergents ont opté pour cette forme de gestion avec plus ou moins de succès.

Le cœur du débat du régime de change optimal a toujours été cet arbitrage : crédibilité versus flexibilité. Cependant pour de nombreux pays émergents, le rattachement du taux de change n'est plus une condition nécessaire pour jouir d'une forte crédibilité et contrôler l'inflation. Depuis la fin des années 1990, un nombre croissant de pays émergents laissent flotter leur taux de change. Cette tendance est particulièrement sensible parmi ceux qui ont réussi, comme plusieurs des pays d'Amérique latine, à faire baisser sensiblement leur taux d'inflation.

Ceci explique le retour récent de l'objectif de flexibilité.

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

6.2 Facteurs influençant le choix de régime de change

- Taille et degré d'ouverture de l'économie : plus grande est l'ouverture de l'économie (plus la part du secteur des biens marchands est grande) plus les régimes de change fixe sont tentés. Ceci est dû aux coûts potentiels des transactions internationales et à l'ajustement fréquent en change ;
- Niveau de l'inflation : si le taux d'inflation d'un pays est plus élevé que celui de ses partenaires commerciaux, le pays choisira un régime de change flexible afin de répondre aux chocs externes ;
- Chocs externe/intérieur : le régime de change flexible possède les propriétés isolationnistes contre les chocs (qu'en général un taux flexible offre une meilleure protection contre les chocs extérieurs). Si l'économie est fortement intégrée et caractérisée par une forte mobilité du capital, le régime de change fixe est optimal ;
- Mobilité de capital : plus le capital est mobile plus il est difficile de défendre un taux de change fixe cible des spéculateurs ;
- Degré de flexibilité des prix et des salaires : plus les salaires réels sont rigides plus grande est le besoin de flexibilité de taux de change pour répondre aux chocs extérieurs ;
- Degré de crédibilité des autorités monétaires : plus la réputation anti-inflationniste de la Banque centrale est faible, plus souhaitable est le rattachement de taux de change. Le gain de crédibilité est alors coûteux en termes de flexibilité ;
- Système de fixation des prix : quand les prix sont fixés dans la monnaie de consommation, la stabilité de la consommation n'est pas affectée sous un régime de change flexible, alors qu'il y a transmission des chocs externes si les prix sont fixés dans la monnaie des producteurs, sous un régime de change fixe ou flexible ;
- Biens marchands/biens non marchands : la présence des biens non marchands augmente le désir d'une plus grande flexibilité des taux de change ; en effet, y compris en l'absence de chocs d'offre, les modifications dans la demande seront absorbées en partie par les changements des prix des biens non marchands ;
- La concentration géographique des exportations : plus la proportion des échanges d'une économie avec un grand pays est forte, plus il est intéressant de déterminer le taux de change par rapport à la monnaie de ce pays pour stabiliser la compétitivité ;
- Le développement économique et financier : plus le degré du développement économique et financier est élevé plus il est pratique d'appliquer un régime de change fixe ;
- La mobilité de la main-d'œuvre : plus la main-d'œuvre est mobile lorsque les salaires et les prix sont rigides à la baisse, moins il est difficile et coûteux de s'ajuster à des chocs extérieurs à l'aide d'un taux fixe ;
- Les chocs réels : plus une économie est vulnérable aux chocs réels, extérieurs ou intérieurs, plus un taux flottant est avantageux.

7 Mouvement vers la flexibilité pour les pays émergents

Les pays émergents réexaminent le choix de leur régime de change après chaque crise monétaire majeure. Ainsi, au début des années 1970, après l'effondrement du système de Bretton Woods, les

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

mots clefs étaient-ils flexibilité et indépendance de la politique monétaire. L'explosion de l'inflation dans les années 1980 dans de nombreux pays d'Amérique latine a centré le débat sur les vertus des politiques de stabilisation par l'ancrage nominal du taux de change. Dans les années 1990, l'inflation n'est plus un problème majeur dans la plupart des pays ; l'avantage de crédibilité des changes fixes a perdu de son importance. Pour de nombreux pays d'Asie, engagés dans des stratégies de développement par la promotion des exportations, le risque majeur devient celui de l'appréciation. Par ailleurs, le débat a pris de nouveaux aspects avec la libéralisation des mouvements de capitaux : risque moral, robustesse du système financier, fragilité face aux attaques spéculatives, ... Ainsi, le tableau ci-dessous représente l'évolution des régimes de change dans les pays émergents entre les années 1975 et 2001. Les pays émergents ont connu une évolution profonde dans la distribution des régimes de change. Au premier regard, la tendance est vers l'adoption des régimes de change de plus en plus flexibles au détriment des taux de change fixes. Dans cette phase, les régimes de change fixe évoluent dans le même sens et cela au profit du change plus flexible : la part des régimes de change flexible est passée de 13% en 1975 à 60% en 2001.

Tableau 4: Evolution (en%) des régimes de changes dans les pays émergents

	1975	1980	1983	1986	1989	1992	1995	1998	2001
FIXE	86.9	75	77.6	70.8	68.7	58.3	43.9	42.8	39.9
Monnaie	72.9	47.5	48.8	42.3	42.7	37.5	30.6	32.1	33.7
Panier	14	27.5	28.8	28.5	26	20.8	13.4	10.7	6.13
FLEXIBLE	13.1	25	22.4	29.2	31.3	41.7	56.1	57.2	60.1
Flottement géré	12.1	21.7	19.2	18.5	22.1	17.4	28	33.3	41.1
Flottement libre	0.93	3.3	3.2	10.8	9.16	24.3	28	23.9	19
Nombre de pays	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : Données traitées à partir des annuaires de Statistique Financière (FMI).

Chapitre 1 : Conceptualisation du marché des changes

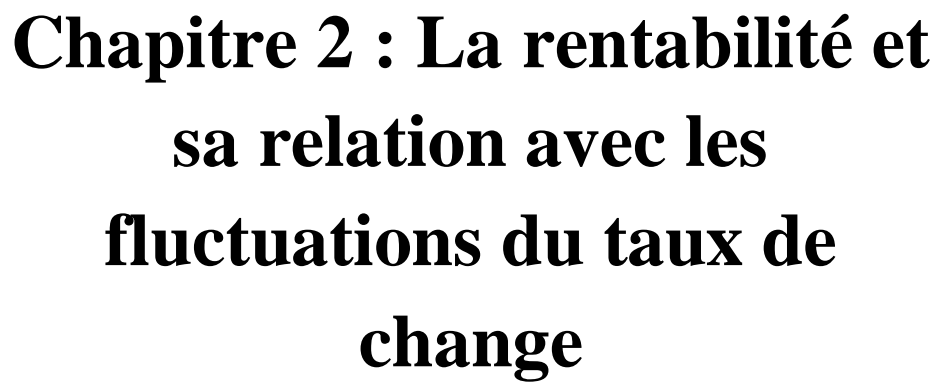
Conclusion

On a pour objectif dans ce chapitre la clarification des concepts du marché des changes et du taux de change qui sont primordiaux.

Dans un premier lieu, nous avons présenté le marché des changes avec ses caractéristiques, Ensuite nous avons montré les différents compartiments, intervenants sur ce marché et les comportements qu'ils adoptent pour réaliser des gains et/ou de se couvrir contre les pertes causés par les fluctuations défavorables du taux de change.

Dans un deuxième lieu, nous nous sommes intéressés au concept du taux de change et les régimes de changes fixe et flottant, dont chacun a des caractéristiques, avantages et inconvénients. Nous avons aussi montré que le taux de change est en fluctuation continue et que cette dernière dépend de certains facteurs qui déterminent le taux de change.

La conclusion finale qui se dégage de ce chapitre est que toute entreprise opérant à l'échelle internationale, doit impérativement passer par le marché des changes dans un contexte de fluctuation quotidienne des taux de change qui présente un risque pour cette entreprise et qui peut affecter sa performance financière. Ce point est très primordial et il fait l'objet de notre deuxième chapitre.



**Chapitre 2 : La rentabilité et
sa relation avec les
fluctuations du taux de
change**

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Introduction

L'entreprise exerçant le commerce international est exposée à l'un des risques les plus importants qui menacent sa pérennité notamment le risque de change.

Une situation de fluctuation défavorable peut générer des pertes insupportables pour l'entreprise et abîmer sa rentabilité. L'entreprise se trouve donc obligé à tracer une stratégie efficace pour minimiser les pertes de change et d'améliorer sa rentabilité en utilisant un variété des instruments de couverture contre ce risque. Dans ce chapitre dans un premier lieu nous essayons d'éclairer la notion de rentabilité et ses différents types, ensuite nous détaillons les méthodes de l'analyse de celle-ci.

Dans un deuxième lieu nous expliquons chacun du risque de change et la position de change ainsi que leurs types. Enfin, nous présenterons les étapes de la gestion de change et les différentes techniques existantes pour la couverture contre ce risque.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Section 1 : La rentabilité de l'entreprise

Sous-section 1 : Généralités sur la rentabilité

1 Définition de la rentabilité

L'objectif de toute entreprise est de réaliser des bénéfices, donc de rentabiliser ses capitaux investis pour assurer son développement et rémunérer les apporteurs de capitaux. La rentabilité est un aspect fondamental de la gestion de l'entreprise.

Par ailleurs, plusieurs auteurs ont essayé de donner une définition de la rentabilité de l'entreprise selon :

La rentabilité se définit comme « le rapport résultat / capitaux engagés. Il s'agit du critère dominant de la mesure de la performance financière de l'entreprise. Dans la mesure où il prend en compte à la fois la valeur de résultat et la valeur des capitaux réunis par l'entreprise pour réaliser ce résultat »⁵⁶.

Selon ALBERTINI La rentabilité est la capacité d'un capital placé ou investi à procurer des revenus exprimés en termes financiers⁵⁷.

Selon CHIHA la rentabilité est la capacité de l'entreprise à maintenir et à rémunérer les capitaux mis à sa disposition de façon permanente. Toute action économique a pour objectif d'obtenir des résultats à partir des moyens mis en œuvre par l'entreprise. Une action est jugée rentable lorsque les résultats réalisés sont supérieurs aux moyens, c'est-à-dire s'il y a création d'un surplus monétaire⁵⁸.

Selon TOURNIER, évaluer la rentabilité de l'entreprise revient à déterminer sa performance. Cette dernière se définit par le degré de la réalisation des objectifs que les propriétaires assignent à l'entreprise⁵⁹.

Selon PRAMAGE la rentabilité est un indicateur d'efficacité établissant une comparaison entre les résultats obtenus et les moyens mis en œuvre pour obtenir ce résultat. En d'autres termes, c'est donc l'aptitude d'un capital à dégager un bénéfice⁶⁰.

2 Typologies de la rentabilité

On distingue trois types de rentabilités :

⁵⁶ P. PAUCHER: «Mesure de la performance financière de l'entreprise», office des publications universitaires, Alger, P : 08

⁵⁷ Albertini, J et Silem A, « Comprendre les théories économiques », Edition Seuil, Paris, 1980, page : 731.

⁵⁸ K. CHIHA, « finance d'entreprise », Edition Dar Houma, page : 41.

⁵⁹ TOURNIER J C « évaluation d'entreprise », 3eme Edition d'organisation, 2002, P : 283.

⁶⁰ PRAMAGE, « analyse et diagnostic financier », Edition d'organisation, Paris, 2001, P : 145.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

2.1 Rentabilité économique

La rentabilité économique est appelée aussi rendement des actifs économiques. Selon CABANE. P: «la rentabilité économique cherche à mesurer l'efficacité des actifs mis en œuvre pour mener l'activité. La rentabilité des investissements et de l'outil de production est mesurée indépendamment du mode de financement de la structure financière (capital ou dettes). La rentabilité économique se mesure soit, avant impôts par le rapport entre le résultat avant frais financiers ou la capacité d'autofinancement à l'actif économique, soit après impôt par le rapport entre le résultat et l'actif économique »⁶¹.

La rentabilité économique est mesurée par le rapport suivant :

$$Re = \text{Résultat économique} / \text{capital économique}$$

Elle exprime la performance de l'exploitation et doit permettre des comparaisons dans le temps et dans l'espace.

Lorsque les titres financiers (immobilisation financière ou les valeurs mobilières de placement) présentent un niveau important dans l'actif économique, on peut calculer la rentabilité économique globale, donnée par la formule suivante :

$$Re = (\text{Résultat d'exploitation} + \text{produits financiers}) / \text{actif économique}$$

Tel que : Actif économique = immobilisation + BFR+ Disponibilités

Passif financier = capitaux propres+ dettes financières.

✓ Les limites de la rentabilité économique

Le mode de calcul de la rentabilité économique présente deux limites qui nécessitent une certaine prudence dans l'appréciation des chiffres d'affaires :

- Le bilan de la fin d'exercice ne fournit pas toujours une représentation correcte du montant moyen des capitaux investis dans l'exploitation tout au long de l'année. C'est particulièrement vrai pour les entreprises dont l'activité est saisonnière, dans lesquelles le besoin en fonds de roulement peut varier de simple au double, voir au simple au triple en cours d'exercice.

La valeur du ratio est fortement influencée par les cycles d'investissement de l'entreprise. Une entreprise qui sort d'une période d'investissement massif sera

⁶¹CABANE. P, « L'essentiel de la finance à l'usage des managers », édition : EYROLLES, Paris, 2005, P : 199.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

- pénalisée par le montant de l'actif immobilisé au sein duquel la part des amortissements sera, par la force des choses, réduite. Cela montre la nécessité d'analyser le ratio de la rentabilité économique sur de longues périodes. Pour atténuer l'effet des cycles d'investissement, certains praticiens proposent de s'appuyer sur une valeur moyenne de l'actif immobilisé en retenant au dénominateur de la moitié des immobilisations brutes.

2.2 Rentabilité financière :(ou rentabilité des capitaux propres)

La rentabilité financière est un indicateur mesuré par les fonds propres apportés par les actionnaires après paiement des impôts et des intérêts. Elle est appelée aussi rendement des capitaux propres. D'après ACH. Y-A., DANIEL. C « La rentabilité financière peut être atteinte si l'endettement de l'entreprise et le suivi des fonds propres sont maîtrisés. Les actionnaires sont intéressés par la rentabilité de leur entreprise, ou plus précisément par le bénéfice par action qu'ils percevront, aussi tentent-ils de déterminer le rendement de leur participation. Pour cela, il faut tenir compte à la fois de la valeur de l'apport et du retour financier de cet investissement. Il est évident par ailleurs que le bénéfice par action d'une entreprise endettée est différent de celui d'une entreprise non endettée »⁶².

Selon CABANE. P « La rentabilité financière mesure la rentabilité servie aux actionnaires en rapportant le résultat net ou la capacité d'autofinancement aux capitaux propres »⁶³.

Elle se mesure par le ratio suivant :

$$Rf = \text{Résultat net} / \text{Capitaux}$$

La rentabilité financière intéresse surtout les associés, si elle est élevée et, notamment, si elle est supérieure au taux d'intérêt pratiqué sur le marché financier (effet de levier favorable).

✓ Les limites de la rentabilité financière

La rentabilité financière comme la rentabilité économique présente certaines limites :

- La rentabilité financière se calcule à partir des données comptable. Ce principe affecte les résultats obtenus de deux manières. Premièrement, sont prises en considération les valeurs des dettes et des fonds propres en fin d'exercice. Si des opérations d'endettement ou d'augmentation de capital surviennent en milieu d'année, les capitaux mis à disposition ne peuvent pas être pleinement assimilables aux capitaux utilisés tout au long de l'année,
- Certaines données du bilan comptable doivent être corrigées (cas de fonds propres) ou complétées (inclusion du crédit-bail dans les dettes financières).

2.3 Rentabilité commerciale

⁶² ACH. Y-A et DANIEL. C, « Finance d'entreprise, du diagnostic à la création de valeur », édition : HACHETTE, Paris 2004, P : 213.

⁶³ CABANE. P, Op.cit, P : 199.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

La rentabilité commerciale ou la rentabilité des ventes mesure les résultats après prise en compte d'éléments qui ne dépendent pas directement de l'exploitation. On peut dire que la rentabilité commerciale a trait à la politique des prix de l'entreprise et à la marge brute qu'elle prélève sur le prix de revient des produits vendus. Nous considérons généralement le ratio :

$$\text{Rentabilité commerciale} = \frac{\text{excédent brut d'exploitation}}{\text{chiffres d'affaires}}$$

3 Les soldes intermédiaires de gestion

Les soldes intermédiaires de gestion (SIG) permettent de diviser le résultat net en résultats partiels pour mieux analyser la rentabilité de l'entreprise sur plusieurs niveaux.

3.1 Définition :

« Les soldes intermédiaires de gestion (SIG) constituent la succession articulée des flux issus du compte de résultat. Cet ensemble complet de variable se justifie car le diagnostic financier ne peut se satisfaire du simple solde global du compte de résultat. Le bénéfice net, ou la perte nette, sont de toutes les charges et de tous les produits de l'exercice ». ⁶⁴

3.2 Le mode de calcul des différents soldes intermédiaires :

Les soldes intermédiaires de gestion sont utilisés pour évaluer l'activité, profitabilité et rentabilité de l'entreprise. Ils sont calculés dans le tableau de compte de résultat (TCR) qui retrace l'ensemble des produits et charges, et qui mentionne à la fin le résultat de l'exercice.

• Le chiffre d'affaire :

Est le premier solde à calculer, il représente la principale source d'argent d'une entreprise. Le chiffre d'affaire est l'ensemble des ventes réalisées par une entreprise au titre de son activité commerciale ou industrielle au cours d'un exercice. Pour bien cerner sa composition et son évolution, l'entreprise devra :

- ✓ Analyser ses ventes en volume et prix ;
- ✓ Analyser la structure du niveau d'évolution du CA global ;
- ✓ Procéder à une appréciation des marchés visés tant au plan offre et concurrence qu'au plan demande ;
- ✓ Procéder à une appréciation du risque commercial. Cette analyse du CA passé et présent constitue une occasion d'appréhender son évolution future.

⁶⁴ Hubert de la Bruslerie «Analyse financière», 2eme Edition. Paris: DUNOD, 2002, P : 142.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

$$\text{Chiffre d'affaire} = \text{Ventes de marchandises} + \text{Production vendue}$$

• Marge commerciale ou (marge brute) :

La marge commerciale est un indicateur de performance commerciale pour les entreprises de négoce. Les marchandises sont des biens achetés et revendus en l'état, c'est-à-dire sans opérer de transformation. La marge commerciale mesure donc l'excédent dégagé par l'entreprise

$$\text{Marge commerciales} = \text{Vente de marchandises} - \text{Cout d'achat des marchandises vendues}$$

Avec : Coût d'achat des marchandises vendues se décompose en :

- ✓ Coût d'achat des marchandises (Cm) ;
- ✓ Les charges associées à l'achat de marchandises (frais de transport, assurance,...etc.) (C_{hr}) ;
- ✓ La variation des stocks des marchandises Δ_s .

Alors :

$$\text{Marge commerciale} = \text{Ventes de marchandises} - (\text{Cm} + C_{hr} + \Delta_s)$$

La marge commerciale joue un rôle important du fait qu'elle assure la pérennité de l'entreprise. En effet, l'analyse de la marge est plus significative lorsqu'elle est réalisée au niveau des groupes de produits ou chaque type de produit pour en élaborer des politiques commerciales.

• La production de l'exercice

La production est l'ensemble des biens ayant subi une transformation à l'occasion de leur passage dans les locaux de l'E/se. Elle résulte de trois composantes principales : les ventes, la variation des stocks des produits en cours et des produits finis et la production réalisée par l'E/se pour elle-même. La production de l'exercice nous renseigne aussi sur le degré de maîtrise de l'entreprise sur son outil industriel⁶⁵. C'est l'expression de l'activité globale de l'entreprise. Cet indicateur s'obtient par l'addition des éléments suivants :

- ✓ La production vendue (P_v) ;
- ✓ La production stockée (variation des stocks) (ΔP_s) ;
- ✓ La production immobilisée (P_i).

La production de l'exercice est obtenue par la formule suivante :

$$\text{Production de l'exercice} = P_v \pm \Delta P_s + P_i$$

• Valeur ajoutée :

La valeur ajoutée est l'accroissement de valeur apportée par l'entreprise à ce qu'elle achète à l'extérieur, c'est-à-dire aux consommations en provenance des tiers. Elle est le surplus de

⁶⁵ Armand Dayan : « Manuel de gestion/volume 2 », 2ème édition, éd. Ellipses, Paris, 2004, P : 97.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

richesse créée par l'entreprise. C'est sa contribution effective à l'économie nationale. La valeur ajoutée doit être assez importante pour couvrir ses charges de personnels et régler ses impôts et taxes. Elle représente la richesse créée par la valorisation des ressources techniques, humaines et financières de l'entreprise⁶⁶. Autrement dit, c'est la valeur nouvelle créée par l'entreprise au cours de son cycle de production.

Valeur ajoutée = Production de l'exercice - Consommation de l'exercice provenance des tiers

Avec : **Les consommations en provenance de tiers** (consommations intermédiaires) comprennent : Les matières premières, énergie, services externes,... (Tout ce qui est facturé par les fournisseurs).

Pour une entreprise commerciale (activité de négoce), la valeur ajoutée est obtenue de la même façon, sauf qu'ici, on fait référence à la marge commerciale (chiffre affaires coût achat marchandises vendues) :

Valeur ajoutée = marge commerciale - Consommation de l'exercice provenance des tiers

Pour une entreprise mixte (production et négoce), la formule de la valeur ajoutée se présente comme suit :

Valeur ajoutée = (marge commerciale + production de l'exercice) - consommations

Utilisation du concept de VA :

La valeur ajoutée est un indicateur d'intégration de l'E/se. On dit d'une entreprise qu'elle est plus ou moins « intégrée » selon qu'elle maîtrise un processus de production plus ou moins long.

Le supplément créé par l'E/se sera reparti entre tous les agents qui ont participé à cette valeur ajoutée. Ils peuvent être classés en quatre catégories, chacun apportant une contribution plus ou moins importante.

- 1- D'abord le personnel de l'entreprise, qui a apporté son travail ;
- 2- Puis l'Etat, qui apporte à l'entreprise des infrastructures ;
- 3- Puis les créanciers, qui apportent des capitaux. (Banques, associés...)
- 4- Enfin, l'E/se elle-même, qui met un outil ou un fond de commerce à la disposition de l'exploitation, qui a mobilisé des capitaux auprès de ses actionnaires, etc.

En effet, elle mesure l'activité économique réelle de l'entreprise, c'est-à-dire qu'elle exprime l'apport économique ou le surplus de production créée par les efforts et ressources de la firme. La valeur ajoutée peut donc être un bon indicateur d'efficacité.

⁶⁶ Armand Dayan, Op.cit, P.99

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

• Excédent brut d'exploitation

Le RBE est un solde intermédiaire de gestion qui présente une signification en termes de rentabilité. Il indique la contribution de l'exploitation à la formation des résultats de l'entreprise. Ce résultat, constitue la ressource tirée pas l'entreprise de son exploitation. L'EBE est dit « brut » car il exclut (calculé avant) les amortissements et provisions.

Le RBE est obtenu par la formule suivante :

$$RBE = \text{Valeur ajoutée} + \text{Subvention d'exploitation} - \text{Charge de personnel} - \text{Impôts et taxes}$$

Un résultat positif signifie « **excédent** » brut d'exploitation (**EBE**). A l'inverse, un résultat négatif signifie « **insuffisance** » brut d'exploitation (**IBE**).

Toutefois, un résultat positif (EBE), fait l'objet d'une répartition pour en couvrir les besoins de financements qui concernent :

- ✓ La rémunération des capitaux investis (actionnaires, banquiers) ;
- ✓ L'entretien de l'équipement technique (amortissements) ;
- ✓ Le paiement de l'impôt sur les bénéfices.

Enfin, l'EBE est un meilleur indicateur de performance d'exploitation de l'entreprise car il prend en considération uniquement les charges réellement décaissées et les produits réellement encaissés dans l'exploitation. Il représente le financement généré par l'activité principale « seule ».

• Le résultat d'exploitation (RE)

Contrairement à l'EBE (ne tient pas compte des amortissements et provisions), le résultat d'exploitation (RE) tient compte de tous les produits et toutes les charges d'exploitation (y compris les amortissements et provisions). Il caractérise les performances commerciales et industrielles d'une entreprise, indépendamment de la politique financière (dans ce cas on parle des charges financières ou des produits financiers) et fiscale (impôts sur le bénéfice)⁶⁷.

Le résultat d'exploitation (RE) est obtenu par la formule suivante :

$$\text{Résultat d'exploitation} = \text{EBE (IBE)} - \text{Autre produits de gestion courante} + \text{Transfert de charge d'exploitation} + \text{Reprise sur amortissement et provision} - \text{Autre charges de gestion courant} - \text{Dotation aux amortissements}$$

Le résultat d'exploitation reflète l'activité principale de l'entreprise, c'est-à-dire met en évidence toutes les charges et produits d'exploitation, d'où il peut être directement calculé comme suit :

⁶⁷ Armand Dayan, Op.cit, P. 104.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

$$\text{Résultat d'exploitation} = \text{produit d'exploitation} - \text{charges}$$

- **Résultat courant avant impôts :**

Il représente le résultat dégagé par les opérations normales et habituelles de l'entreprise, car il exclut (calculé avant) les éléments exceptionnels (charges exceptionnelles et produits exceptionnels) ainsi que la politique fiscale (impôt sur le résultat).

Le résultat avant impôt est obtenu par la formule suivante :

$$\text{Résultat courant} = \text{Résultat d'exploitation} + \text{Produits financiers} - \text{Charges financières} \pm \text{Quote parts des résultats d'opérations faites en commun}$$

Le résultat courant avant impôt est un indicateur de politique financière de l'entreprise, puisque il est déterminé par les éléments financiers (charges financières sur emprunt et produits financiers sur placement). Il permet l'appréciation de l'impact des décisions financières sur le résultat.

- **Résultat exceptionnel :**

Il comprend l'ensemble des opérations qui ont une incidence sur le compte de résultat de l'entreprise mais qui ne dépendent pas directement de ses activités de production. Il prend en considération les opérations effectuées à titre exceptionnel.

Le résultat exceptionnel se calcul comme suit :

$$\text{Résultat exceptionnel} = \text{Produits exceptionnels} - \text{Charges exceptionnelles}$$

Toutefois, le résultat exceptionnel peut réduire la qualité du diagnostic financier. Il vaut mieux poursuivre l'analyse avec le résultat courant avant impôt⁶⁸.

- **Résultat d'exercice (net)**

Le résultat net traduit l'enrichissement ou l'appauvrissement de l'entreprise au cours de l'exercice considéré. En effet, il synthétise l'activité économique (production, distribution, prestations de services...), financière et exceptionnelle d'une entreprise.

Le résultat net se calcul comme suit :

$$\text{Résultat d'exercice} = \text{Résultat courant avant impôt} \pm \text{Résultat exceptionnel} - \text{Impôts sur IBS} - \text{Participation des salariés aux résultats de}$$

⁶⁸ Armand Dayan, Op.cit, P.104.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

La valeur de cet indicateur dépend de plusieurs critères à savoir : la politique d'approvisionnement (les entrées, sorties...), des ventes (politiques des prix), des coûts facteurs production... Toutefois, l'entreprise essaye toujours de trouver des bonnes stratégies permettant de maximiser le profit pour en assurer la pérennité.

Tableau 5: Tableau des soldes intermédiaires de gestion

Désignation	Produits	Charges
Ventes de marchandises (-) Coûts d'achat des marchandises vendues (+/-) Variation des stocks de marchandises		
Marge commerciale (1)		
(+) Production vendue (+) Production stockée (+) Production immobilisée		
Production de l'exercice (2)		
Achats consommés (achat +/- variation de stocks) Autres charges externe		
Consommation en provenance des tiers (3)		
Valeur ajoutée (1+2+3)		
(+) subvention d'exploitation (-) impôts et taxes (-) frais personnel		
Excédent brut d'exploitation		
(+) Autres produits de gestion courant (-) Reprises sur amortissements et provisions (-) Autre charges de gestion courante (-) Dotation aux amortissements et aux provisions		
Résultat d'exploitation (4)		
(+) Produits financiers (-) Charges financières		
Résultat financier (5)		
Résultat courant avant impôt (4+5)		
Résultat exceptionnel (6)		
Résultat de l'exercice (4+5+6)		

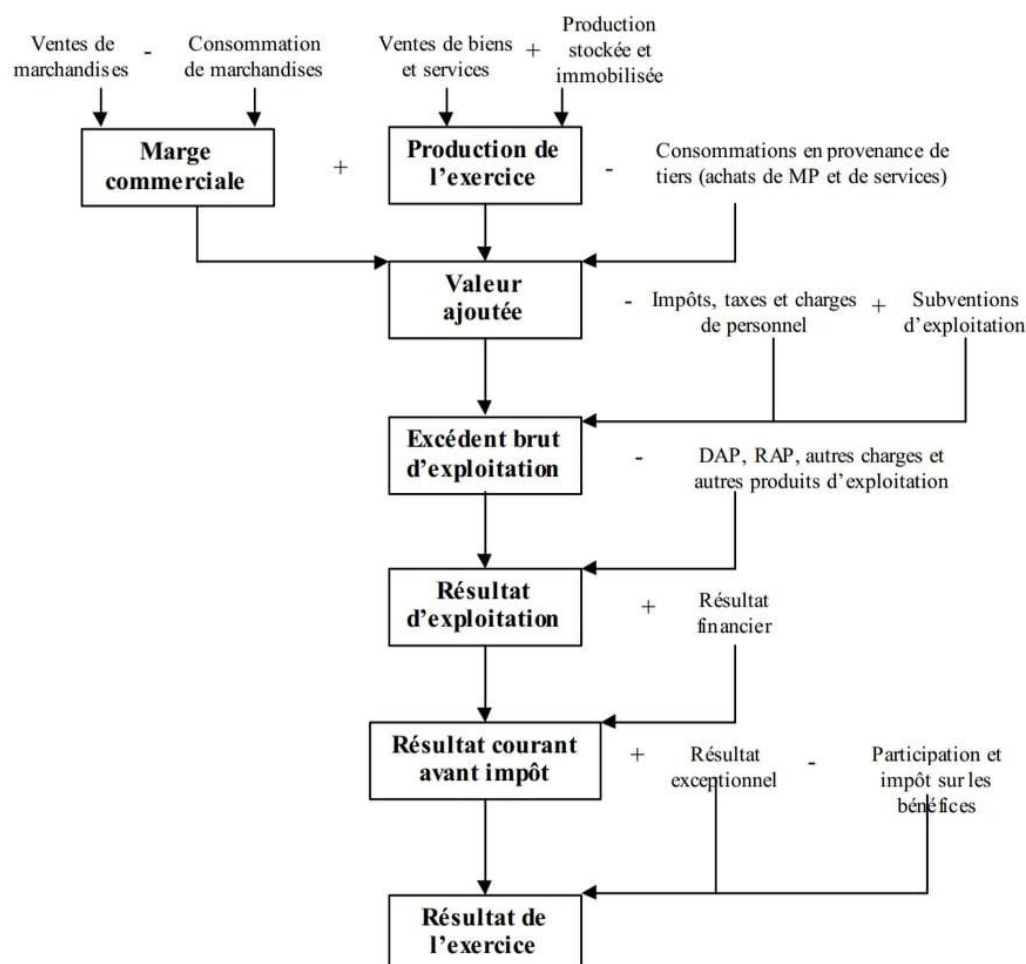
Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

(-) Participation des salariés		
(+) Impôt sur le bénéfice		
Résultat net de l'exercice		

Source : PEYRARD J, AVENEL J et PEYRARD M, « Analyse financière », 9ème édition Vuibert, Paris, 2006, P160.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Figure 2: Les soldes intermédiaires de gestion



Source : Laurence Le Gallo (juillet-août 2005), « Comment la banque vous juge »

Sous-section 2 : L'analyse de la rentabilité :

1 Analyse de la rentabilité économique et financière

La rentabilité de l'entreprise peut être envisagée selon des points de vue différents en raison de la multitude de variables utilisables, à l'avantage de prendre celles d'exploitation. De façon générale, les ratios de rentabilité se décomposent en deux grandes catégories : les ratios de

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

rentabilité d'activité (ratios de marges) et les ratios de rentabilité des capitaux (ratios rentabilité économique et financière)⁶⁹.

1.1 Analyse des marges d'exploitation

« Dans la plupart du temps, la notion « rentabilité » est liée à la notion « marge d'exploitation » (même si le sens est différent). C'est la marge qui, pour partie, permet de dégager de la rentabilité »⁷⁰.

Les marges s'analysent par un ensemble de ratios exprimant le rapport entre un indicateur de résultat (par exemple : l'excédent brut d'exploitation ou le résultat d'exploitation) et un indicateur de niveau d'activité (par exemple : la production et le chiffre d'affaires).

Tableau 6: Indicateurs de marge d'exploitation

Niveau d'activité Indicateur de résultat	Chiffre d'affaires (CA)	Production
Excédent brut d'exploitation (EBE)	$\frac{EBE}{CA}$	$\frac{EBE}{production}$
Résultat d'exploitation (RE)	$\frac{RE}{CA}$	$\frac{RE}{production}$

Source : Armand Dayan, Op.cit, P.112.

Les ratios cités dans ce tableau expriment les taux de marges d'exploitation. Ils sont déterminés à partir des éléments du compte de résultat. Leur niveau est directement influencé par l'évolution des indicateurs d'activité (les produits, chiffre d'affaires, coût de production des marchandises vendues...etc.). Cependant, les ratios affichés dans le tableau N°2 expriment la marge d'exploitation dégagée par un certain niveau de chiffre d'affaires ou de production.

La notion de « profitabilité », exprimée souvent en termes de marges, *reste une donnée incomplète* pour apprécier l'efficacité d'une entreprise puisqu'elle *n'intègre pas les capitaux nécessaires pour assurer le fonctionnement et le développement de l'entreprise*. Néanmoins, la profitabilité représente un meilleur indicateur pour juger la performance des ventes (pour une entreprise de négoce).

Donc, il est nécessaire de faire une distinction entre la « profitabilité » et la « rentabilité ». La profitabilité, exprimée en termes monétaire, indique le rapport entre le « résultat » et le « niveau d'activité ». Par contre, la rentabilité exprime le rapport entre le « résultat » et les « moyens mis en œuvre » pour réaliser ce résultat (caractère relatif).

⁶⁹ Gérard Melyon, « Gestion financière », édition Bréal, 4ème édition, France, 2007, P.166.

⁷⁰ Armand Dayan, Op.cit, P.111.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

1.2 Analyse de la rentabilité économique

Le ratio de rentabilité économique vise à exprimer la rentabilité de l'ensemble des actifs, c'est-à-dire l'intégralité des moyens mis en œuvre pour assurer l'activité de l'entreprise. Ce ratio montre donc la capacité de l'actif économique à générer du profit.

La rentabilité économique d'exploitation (parfois appelée taux de rentabilité d'exploitation) peut se calculer comme suit :

$$\text{Rentabilité d'exploitation} = \frac{\text{Résultat économique}}{\text{capital d'exploitation}}$$

Avec :

➤ **Résultat économique peut être :**

- RBE (résultat brut d'exploitation, sans amortissements) ;
- RE (résultat d'exploitation, après amortissements).

➤ **Capital d'exploitation peut être :** Actif économique brut (AEB) ou Actif économique net (AEN), soient :

- $AEB = \text{immobilisations brutes} + BFR$ (Avant amortissements) compatible avec RBE ;
- $AEN = \text{immobilisations nettes} + BFR$ (Après amortissements) compatible avec RE.

Le tableau suivant (N°3) reclasse les ratios de rentabilité d'exploitation tout en respectant la cohérence entre le numérateur et le dénominateur, c'est-à-dire « brut/ le brut » et le « net / le net ».

Tableau 7: Indicateurs de rentabilité d'exploitation

Capital d'exploitation \ Résultat économique	AEB	AEN
RBE	$\frac{RBE}{AEB}$	-
RE	-	$\frac{RE}{AEN}$

Source : Armand Dayan, Op.cit, P.112.

Le taux de rentabilité d'exploitation peut se décomposer comme suit :

$$\frac{\text{Résultat économique}}{\text{Capital d'exploitation}} = \underbrace{\frac{\text{Résultat économique}}{\text{Chiffres d'affaires}}}_{\text{Marge}} \times \underbrace{\frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{Capital d'exploitation}}}_{\text{Rotation}}$$

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Taux de marge d'exploitation	Ratio de rotation du capital d'exploitation
-------------------------------------	--

Le ratio de rentabilité d'exploitation évolue donc en fonction de deux ratios :

- Le taux de marge d'exploitation : $\frac{\text{Résultat économique}}{\text{chiffre d'affaires}}$
- Le ratio de rotation des actifs d'exploitation : $\frac{\text{Chiffre d'affaires}}{\text{capital d'exploitation}}$

La rentabilité d'exploitation dépend ainsi de la politique des prix de l'entreprise (CA) et la qualité d'utilisation du capital. Ainsi, une entreprise pourra dégager de la rentabilité économique (relation entre marge et rotation des actifs d'exploitation) :

- **Soit en vendant beaucoup de produits à faible marge** : À titre d'exemple les entreprises de grandes distributions (de négoce), elles réalisent un taux de marge assez faible mais la rotation des actifs est élevée.
- **Soit en vendant peu de produits à forte marges** : Ça concerne généralement les entreprises de l'industrie lourde ou les entreprises qui réalisent les produits de luxe. Elles réalisent un taux de marge important mais la rotation des actifs est faible.

En ce qui précède, l'étude de la rentabilité a été réduite dans l'exploitation, c'est-à-dire en prenant en compte uniquement les capitaux engagés dans l'exploitation. Or, elle peut être élargie en prenant en compte tous le capital investi (total Actif). La formule rentabilité « totale » peut être représenté par le rapport suivant :

$$\text{Rentabilité économique (totale)} = \frac{\text{Résultat net}}{\text{Total actif}}$$

1.3 Analyse de la rentabilité financière

La rentabilité financière mesure la capacité des capitaux investis par les actionnaires et associés (capitaux propres) à dégager un certain niveau de profit. Autrement dit, la rentabilité financière est un indicateur qui permet la comparaison du résultat de l'entreprise aux apports des actionnaires.

La rentabilité financière s'exprime par le rapport suivant :

$$\text{Rentabilité financière (Rf)} = \frac{\text{Résultat de l'exercice}}{\text{Capitaux propres}}$$

On peut décomposer la rentabilité financière comme suit :

$$Rf = \frac{\text{Résultat de l'exercice}}{RE} \times \frac{RE}{CA} \times \frac{CA}{\text{Capitaux propres}}$$

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Soit :

$$Rf = \text{Taux de marge nette} \times \text{Taux de marge d'exploitation} \times \text{Rotation du capitaux propres}$$

En effet, l'analyste peut juger l'impact de la structure de financement de l'entreprise sur la rentabilité des capitaux propres par l'étude de l'effet de levier financier. Pour en démontrer cela, on doit décomposer le ratio de rentabilité financière.

1.3.1 Décomposition du ratio de rentabilité financière

Pour démontrer l'effet de levier dans la rentabilité financière, nous partons du résultat net (RN). On suppose que l'actif économique (AE) dégage une rentabilité économique (Réco)⁷¹. Il faut aussi faire abstraction des charges et des produits exceptionnels, des produits financiers.

On a : $Réco = \frac{RE}{AE}$ ce qui implique $RE = Réco \times AE \dots \dots \dots (1)$

Le résultat net : $RN = (RE - FF_i) \times (1-t) \dots \dots \dots (2)$

Avec : FF_i : Frais financier ; t : taux d'impôt (IBS)

On remplace (1) en (2) devient alors :

$$RN = [(Réco \times AE) - FF_i] \times (1-t)$$

On a : $AE = PE \text{ (passif)} = \text{dettes financières (D)} + \text{capitaux propres (Cpr)}$

Et si on pose (i) comme taux d'intérêt sur dettes financière (D) alors :

$$FF_i = i \times D$$

Une fois remplacement de FF_i par ($i \times D$) et AE par ($D + Cpr$) on divise (2) par (Cpr)

Alors (2) devient :

$$\frac{RN}{CPr} = Rf = \left[\frac{(Réco \times CPr)}{CPr} + \frac{(Réco \times D)}{CPr} - \frac{(D-i)}{CPr} \right] \times (1-t) \dots \dots \dots (2)$$

Par simplification (2) devient :

$$Rf = \left[Réco + (Réco - i) \times \frac{D}{CPr} \right] \times (1-t)$$

⁷¹ Armand Dayan, Op.cit, P.114.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Avec :

$\frac{D}{cp_r}$: «**Levier**» ou structure financière de l'entreprise ;

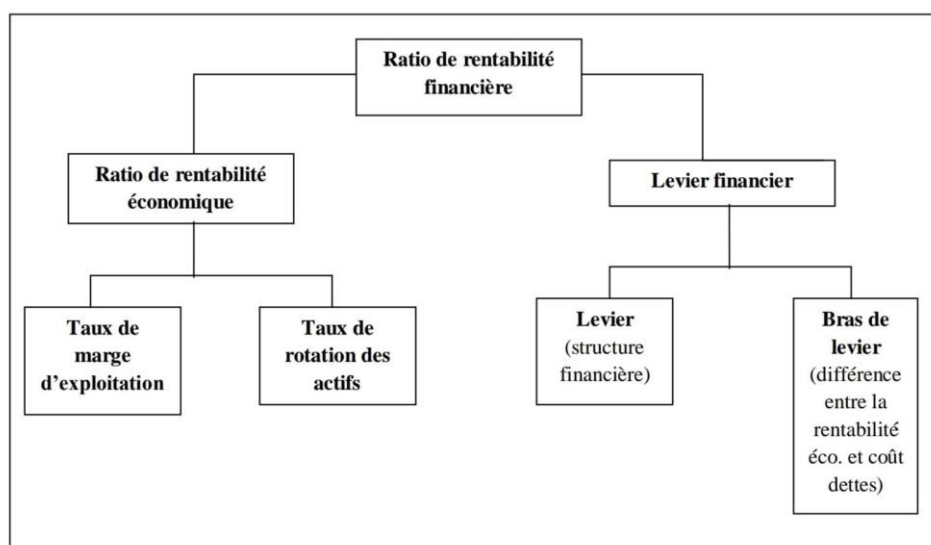
$(Réco - i)$: «**Bras de levier**» ou différentiel du levier financier ;

i : Coût des dettes.

➤ **En résumé, la rentabilité financière est influencée par :**

- La rentabilité économique $é$;
- La structure financière de l'entreprise « levier » $\frac{D}{cp_r}$
- Le coût de la dette i ;
- Le différentiel entre la rentabilité économique et le coût des dettes « **bras de levier** » $(Réco - i)$.

Figure 3: La relation entre les trois formes de rentabilité (d'exploitation, économique, financière)



Source : Armand Dayan, Op.cit, P.115.

Pour une entreprise qui réalise de la rentabilité économique, il est intéressant de s'endetter à condition que le coût de cet endettement (i) soit inférieur à la rentabilité économique $Réco$, c'est-à-dire $(Réco - i)$.

Au cours de cette section, nous avons constaté que la rentabilité financière joue un rôle important du moment qu'elle assure la pérennité des entreprises. Ainsi, nous avons déduit que la rentabilité peut être appréciée selon des points de vue différents en raison de la multitude des variables utilisables. En ce sens, elle n'est pas appréhendée par tout le monde de la même façon,

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

c'est-à-dire qu'il y a plusieurs méthodes de mesure de rentabilité, et cela dépend de l'utilisateur (son objectif à atteindre).

2 La capacité d'autofinancement (CAF) :

2.1 Définition :

La CAF constitue l'aptitude de l'entreprise à financer ses investissements par ses propres moyens, elle représente le surplus monétaire potentiel dégagé globalement par l'entreprise au cours d'un exercice comptable à l'exclusion des opérations de désinvestissement. La CAF constitue également un indicateur de performance de l'activité de l'entreprise.

Selon TAVERDET-POPIOLEK. N « La capacité d'autofinancement d'une entreprise (CAF) est un surplus monétaire (virtuel, sans prise en compte des décalage) qui lui reste une fois qu'elle a payé ses fournisseurs (consommations intermédiaires), ses salariés (salaires et participation au bénéfice), le fisc (impôt sur le bénéfice) et ses prêteurs (intérêts financiers). Ce surplus n'est pas entièrement à la disposition de l'entreprise qui doit aussi rémunérer ses actionnaires en distribuant des dividendes ». ⁷²

2.2 Le calcul de la CAF

On peut calculer la CAF par deux méthodes :

1. La méthode additive ;
2. La méthode soustractive (à partir de l'EBE).

2.2.1 Calcul par la méthode soustractive :

Tableau 8: Méthode soustractive du calcul de la CAF

Méthode soustractive
CAF = EBE
+ Transfert de charges (d'exploitation)
+ autres produits d'exploitation
- autres charges d'exploitation
+ produits financiers
- charges financières
+ Produits non courants ou exceptionnels, à l'exception des produits de cession des immobilisations et des reprises
- charges non courantes ou exceptionnelles, à l'exception des immobilisations cédées.
- IS (impôt sur résultat)

Source : OGIEN. D, Op-cit, page 31

⁷² TAVERDET-POPIOLEK. N « Guide du choix d'investissement », édition : d'Organisation, Paris, 2006, page 291

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

2.2.2 Calcul par la méthode additive :

La CAF peut être également définie à partir du résultat net de l'exercice :

Tableau 9: Méthode additive du calcul de la CAF

Méthode additive
CAF = RNC
+ DAP
- reprise/ amortissements et provisions
- produits de cession active immobilisée
+ VNC des actifs cédés
- reprise/subvention des investissements

Source : OGIEN. D, Op-cit, page 31

2.3 L'interprétation de la CAF

La CAF exprime la capacité de l'entreprise à générer des ressources par le biais de son activité. Elle sert à financer : le remboursement des emprunts, la distribution des dividendes, les investissements de l'exercice et mesurer l'indépendance financière car elle permet de dégager l'autofinancement nécessaire au renouvellement des investissements ou remboursement des dettes.

Elle rentre dans le calcul du ratio de capacité de remboursement :

$$\text{Capacité de remboursement} = \text{dettes financières} / \text{CAF}$$

Ce ratio permet d'appréhender la capacité de l'entreprise à rembourser les emprunts qu'elle a contractés. Il doit être le plus faible possible. Les établissements de crédit situent la limite maximale entre trois et cinq ans, ce ratio mesure aussi le potentiel d'endettement à moyen ou à long terme.⁷³

La rentabilité est un indicateur important pour la survie de l'entreprise. Pour mener à bien leur mission, les gestionnaires doivent maîtriser les indicateurs de rentabilité et les outils d'appréciation et d'analyse de cette dernière à savoir les ratios et le compte de résultats dans ses aspects soldes intermédiaires de gestion.

⁷³ OGIEN. D, op-cit, page 32

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Section 2 : La gestion du risque de change

Le risque de change est devenu de plus en plus important notamment avec le développement des échanges internationaux dans le cadre de la mondialisation et s'accroît avec le régime de change flottant qui a donné plus de volatilité au taux de change, d'où l'impossibilité de prévoir des fluctuations des cours de change ce qui a rendu les transactions internationales en matière de paiement et les résultats financiers incertains.

La gestion du risque de change devient donc indispensable pour les agents désirant de protéger leurs marges, réaliser une croissance à l'étranger et assurer leur pérennité.

Dans cette section nous essayerons d'exposer son identification ainsi que sa mesure, pour apporter quelques éléments de réponse à cette préoccupation et aux différentes techniques de gestion appropriées à ce risque ainsi que les techniques de couverture permettant de minimiser ces pertes.

Sous-section 1 : Le risque de change

1 Définition du risque de change

Le risque de change, c'est-à-dire le risque de perte en capital liés à variations futures du taux de change, c'est fortement accru avec le flottement des monnaies et le développement des transactions commerciales et financières internationales⁷⁴.

« Le risque de change est lié aux variations d'une devise par rapport à la monnaie de référence utilisée par l'entreprise »⁷⁵. Autrement dit, le risque de change se définit comme un risque associé aux opérations effectuées en devises étrangères du fait de la variation des taux de change de ces devises face à la monnaie nationale : augmentation de la contre-valeur d'une dette, ou diminution de la contre-valeur d'avoir ou de créances. Le risque de change se traduira lors de la liquidation des opérations stipulées en devise, soit par une perte, soit par un profit de change.⁷⁶

Certains auteurs⁷⁷ limitent la notion de risque de change « aux pertes éventuelles susceptibles d'affecter du fait des variations des parités ou des cours de change des monnaies étrangères les revenus de l'entreprise libellés en devises étrangers ».

« Par contre d'autres auteurs⁷⁸, jugent que cette conception du risque de change est restrictive dans la mesure où par cette définition seule les pertes éventuelles de l'entreprise sont concernées. Par ailleurs, la gestion elle-même du risque est réduite à sa plus simple expression

⁷⁴ Imen Themri, mémoire fin d'étude sur « la couverture contre les risque de change », université de Jandouba Tunis, 2007

⁷⁵ BARREAU, J ; DELAHAYE, F, « Gestion financière » 13eme Edition, Dunod, Paris, 2004, P 111.

⁷⁶ GRANDJEAN, P, « Change et gestion du risque de change », Edition Chihab, Paris, 1995. P : 12

⁷⁷ P. Prissert « La gestion du risque de change » Revue Banque, Octobre, 1973, P : 131

⁷⁸ Gilles Nancy. « Gestion du risque de change et mouvements de capitaux » : Economica 1976, P : 127.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

puisque son objectif est la minimisation de ce risque. C'est pour qu'oui selon eux, la notion du risque de change puisse être étendue".

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

2 Typologie des risques de change

On peut distinguer trois types essentiels de risque de change à savoir :

2.1 Le risque de change de transaction

Le risque de transactionnel est le risque résultant des fluctuations entre les devises pour les montants de transaction en cours. Une méthode opérationnelle d'appréciation de l'incidence des fluctuations de change peut être fondée sur le principe suivant :

Puisque l'estimation comptable de l'exposition de change à partir de comptes établis pour des périodes déjà écoulées ne donne rien, on va tout d'abord projeter, dans l'avenir, l'activité et établir budgets, comptes de résultat, bilan et trésorerie prévisionnel en fonction des différentes hypothèses économiques et monétaires.

Il n'y aura donc vraisemblablement pas une, mais plusieurs hypothèses (en fonction notamment de l'élasticité de la demande des produits exportés face aux prix influencés par les conversions de change)⁷⁹. Selon la nature des transactions réalisées, on distingue deux éléments :

2.1.1 Risque de change commercial

Il résulte des activités d'importation et d'exportation effectuées par les entreprises en monnaies étrangères. . Au moment de règlement d'une opération commerciale, d'une part, l'importateur craint une hausse de la monnaie étrangère, d'une autre part, l'exportateur craint une baisse de cette dernière.

Exemple :

Un Importateur algérien a importé de Chine des produits pharmaceutiques et dispositifs médicaux pour une valeur globale de 1.000.000 euro payable dans six mois. Après six mois lors

⁷⁹ GRANDJEAN, P, « Change et gestion du risque de change », Edition Chihab, Paris, 1995. P 14

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

du paiement trois cas possibles peuvent être envisagés, le tableau suivant illustre les trois possibilités :

Tableau 10: Cas d'importation

Dépréciation de l'euro EUR/DZD=156	Stabilité de l'euro EUR/DZD=160	Appréciation de l'euro EUR/DZD=164
L'entreprise paie la somme de: 158 000 000 DZD	L'entreprise paie la somme de: 160 000 000 DZD	L'entreprise paie la somme de: 164 000 000 DZD
Elle subit un gain de change de 2 000 000 DZD	Elle ne subit ni perte ni gain de change	Elle subit une perte de change de 4 000 000 DZD

Source : élaboré par l'étudiant

L'entreprise algérienne SONATRACH qui exporte aux Turquie et le paiement s'effectuera dans trois mois, le pétrole facturé à 1.000.000 dollars au moment de la signature du contrat et le taux de change était à USD/DZD = 134. Lors du paiement, trois situations sont possibles comme le montre le tableau ci- dessous

Tableau 11: Cas d'exportation

Dépréciation du dollar USD/DZD=130	Stabilité du dollar EUR/DZD=134	Appréciation du dollar EUR/DZD=136
L'entreprise reçoit la somme de : 130 000 000 DZD	L'entreprise reçoit la somme de : 134 000 000 DZD	L'entreprise reçoit la somme de : 136 000 000 DZD
Elle subit une perte de change de 4 000 000 DZD	Elle ne subit ni perte ni gain de change	Elle subit un gain de change de 2 000 000 DZD

Source : élaboré par l'étudiant

2.1.2 Le risque de change financier

« Ce risque est attaché aux opérations d'emprunt ou de prêt libellées en monnaies étrangères »⁸⁰.

En effet, un prêteur est exposé au risque de change dans le cas où le cours de la devise dont laquelle son prêt est libellé baisse. Inversement, un emprunteur est exposé au risque de change si le cours de la devise dont laquelle est libellé son emprunt augmente.

⁸⁰ BARREAU, J ; DELAHAYE, F, « Gestion financière », 13emeEdition, Dunod, Paris, 2004, P 111

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

En général, la durée de l'exposition au risque de transaction est relativement courte de quelques semaines à quelques jours. Mais, elle peut être pour de longues durées notamment concernant le domaine de l'aéronautique et les projets immobiliers, cette durée peut aller de trois jusqu'à dix ans selon l'importance de la commande ou du projet.⁸¹

2.2 Risque de change comptable

Appelé aussi le risque de change de traduction⁸². C'est la valorisation, dans des bilans exprimés en monnaie locale, d'actifs et passifs libellés en devises étrangères.⁸³

Ces problèmes ne sont pas traités de la même façon, soit qu'il s'agisse de la comptabilisation d'avoir de dettes en monnaies étrangère ou de la consolidation des comptes des filiales étrangères. En effet, le risque comptable concerne les entreprises transnationales 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 mère.⁸⁴

Ce risque est appelé aussi risque de change patrimonial ou risque consolidation qui affecte à la hausse ou à la baisse l'actif net des états financiers consolidés d'un groupe après une variation du cours de la devise dans laquelle les investissements ont été réalisés.

Par exemple, une société allemande a une filiale en Algérie dont le bilan se présente en DA. On suppose qu'au moment de la constitution de la filiale, le cours de change était : EUR=160 DZD.

Lors de la consolidation, le bilan exprimé en dinar est transformé en euro en utilisant le taux de change EUR/DZD. Cela signifie que dans le cas où le dinar se déprécie par rapport à l'euro, qu'il y aura un gain de conversion. Ce gain s'ajoutera au passif.

Inversement, si l'actif recalculé est supérieur au passif recalculé et si le dinar se déprécie, il y aura une perte de conversion qui figurera en déduction du passif.

2.3 Risque de change économique

Le risque de change économique est lié au futur de l'entreprise. Par définition, il est donc difficile à apprécier et à mesurer. Appelé aussi risque opérationnel ou risque de compétitivité, il est plus large par rapport aux autres risques dans la mesure où il englobe les deux risques précédents. Il est défini comme «l'influence des fluctuations de change sur la valeur globale de l'entreprise»⁸⁵. En effet, un risque économique « existe dès que l'une des composantes de la valeur de l'entreprise est affectée dans qu'il y ait de compensation entre les modifications des

⁸¹ Laurence Abadie, Catherine Mercier-Suissa, « Finance Internationale : Marchés des changes et gestion des risques financiers », Op.cit, P : 96-97

⁸² Patrice Fontaine, « gestion financière internationale », édition Dalloz, Paris, 1997, P : 210

⁸³ Jean-Baptiste Desquilbet, Université Lille 1 – 2015 page 17

⁸⁴ BOURGUIMA, H, « Finance Internationale », PUF, P 225.

⁸⁵ Laurence Abadie, Catherine Mercier-Suissa, « Finance Internationale : Marchés des changes et gestion des risques financiers », Op.cit, P : 98

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

différentes composantes ; ces dernières étant les flux de liquidités attendus, les taux de change futurs et le taux d'actualisation».⁸⁶

Ainsi, les volatilités de cours de change de la devise qu'utilise une entreprise peut affecter la compétitivité de cette dernière :

- ✓ Si le cours de change de cette devise s'apprécie par rapport à la monnaie nationale, les importations de l'entreprise lui coûteront plus chers ce qui diminue des recettes (risque de transaction). Si l'entreprise procède à une augmentation des prix pour stabiliser sa marge bénéficiaire, elle risque de perdre sa compétitivité par rapport à ses concurrents (risque économique).
- ✓ Si le taux de change de cette devise se déprécie par rapport à la monnaie nationale, les exportations de l'entreprise coûteront plus chers pour les agents économiques étrangers ce qui affecte la compétitivité de l'entreprise à l'échelle internationale.

Le risque économique menace également les entreprises qui exercent leurs activités au niveau national et qui ont des produits concurrencés par des produits fabriqués dans un autre pays. Par exemple, une entreprise algérienne qui fabrique des produits fortement concurrencés par d'autres fabriqués en France. Lorsque le cours de change de l'euro se déprécie par rapport au dinar algérien, l'entreprise française peut baisser ses prix tout en conservant le même profit en euro ce qui entraîne une augmentation de sa part du marché et une diminution de celle de l'entreprise algérienne (perte de change).⁸⁷

Sous-section 2: la position de change

Toutes les entreprises ayant des relations à l'échelle internationale sont de plus en plus confrontées à un grand défi qui est la forte volatilité des parités de change qui affecte leurs marges bénéficiaires. En effet, ces fluctuations peuvent être l'origine de gains ou de pertes très importantes, l'entreprise est donc en position de change.

Dans ce qui suit, nous essayerons d'éclairer les positions de change et ses différents types.

1 La définition de 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.

⁸⁶ Patrice fontaine, « gestion financière internationale », Op.cit, P : 211

⁸⁷ Patrice fontaine, « gestion financière internationale », Op.cit, P :210

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

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. « Position de change = créances en devises – dettes en devise »⁸⁸. Pour chaque devise concernée, la position de change d'une entreprise est égale au solde des engagements reçus et des engagements donnés dans cette monnaie. La position de change doit répondre à trois critères :

- Elle doit être fiable : toutes à modifications y sont intégrées dans les plus brefs ;
- Elle doit être claire : facile à lire et à mettre à jour ;
- Elle doit être actualisée : il doit s'agir d'un calcul quotidien.

La position de change permet de connaître le montant exact exposé au risque de change pour chaque devise utilisée par une autre entreprise. L'objectif de la position de change est d'apprécier en permanence l'exposition au risque de change de l'entreprise ou de groupe. Elle doit donner une valorisation de ce que résulte aussi bien de la variation du cours de change que des écarts d'échéances des éléments qui la compose.

C'est donc un ensemble de tableaux qui permet la valorisation en permanence, l'exposition de l'entreprise au risque de change, devise par devise sur un horizon temporel défini et découpé en périodes homogènes.⁸⁹

2 Les types de la position de change

2.1 La position de change par devise

On distingue trois types de position de change par devise :

- ✓ La position de change longue;
- ✓ La position de change fermée;
- ✓ La position de change courte.

2.1.1 Position de change longue

La position de change est dite longue lorsque les créances en devise sont supérieures aux dettes en devise, dans ce cas l'entreprise subit un gain de change en cas d'appréciation de cette devise par rapport à la monnaie nationale et une perte de change en cas d'une dépréciation.

Figure 4: Position de change longue



⁸⁸ PEYRARD, J ; SOULARUE, M, OP.cit, P : 72.

⁸⁹Maurice Debeauvais, Yvon Sinnah, « La gestion globale du risque de change : nouveaux enjeux et nouveaux risques », édition Economica, Paris, 1991, P : 97

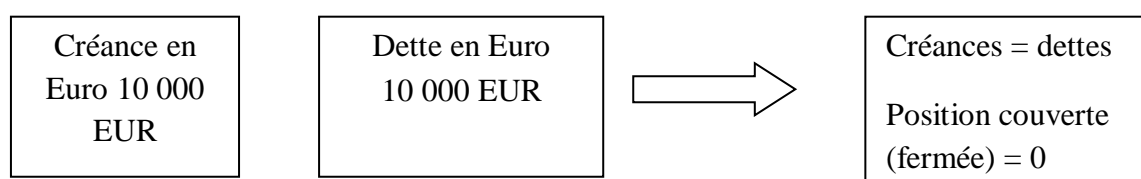
Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Source : élaboré par l'étudiant

2.1.2 Position de change fermée

La position de change est dite fermée si les avoirs en devise sont égaux aux engagements, l'entreprise n'est pas exposée au risque de change comme l'indique le tableau suivant

Figure 5: Position de change fermée

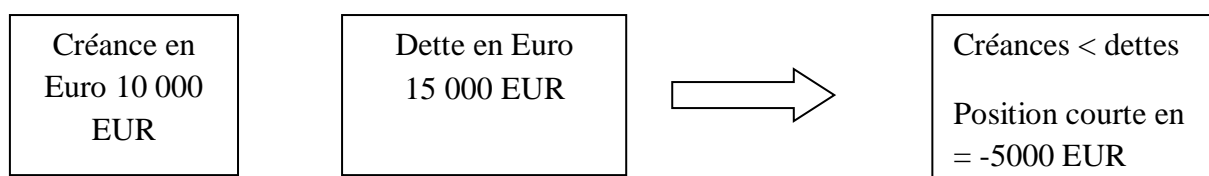


Source : élaboré par l'étudiant

2.1.3 Position de change courte

La position courte lorsque les avoirs en devise sont inférieurs aux engagements, dans ce cas l'entreprise subit une perte de change en cas d'appréciation de cette devise par rapport à la monnaie nationale et une perte de change dans le cas contraire.

Figure 6: Position de change courte



Source : élaboré par l'étudiant

2.2 La position de change par échéance

Selon l'échéance, on peut distinguer aussi deux types de position de change :

- Position de change au comptant: elle représente le solde de ce qu'on doit verser ou recevoir en devise au comptant.
- Position de change à terme : elle représente le solde de ce qu'on doit verser ou recevoir en devise à terme.
-

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

2.3 La position de change globale

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. Elle relie les deux positions précédentes, au comptant et à terme, ainsi elle permet de donner une estimation générale sur le montant exposé au risque de change.

Sous-section 3: la couverture du risque de change

La couverture du risque de change est une décision très importante pour les entreprises fortement importatrices et/ou d'exportatrices parce qu'elles doivent veiller à être protégées de tout ce qui pourrait nuire à leurs existences.

L'objet de la couverture du risque de change est de se protéger contre les variations non anticipées des cours de change, ce qui permet de connaître exactement aujourd'hui la contre partie dans la monnaie de référence des flux en devises futurs.⁹⁰

1 La détermination de la position de change

Avant de quantifier la position de change, il faut choisir la monnaie de référence qui peut être celle de cotation si l'entreprise est cotée dans un seul marché boursier. Si l'entreprise est cotée dans plusieurs marchés boursiers, il s'agit de la monnaie du marché sur lequel se réalise la majorité des transactions ou celle des actionnaires contrôlant l'entreprise. Au cas où l'entreprise n'est pas cotée en bourse, la monnaie de référence est celle du pays de son implantation (ou de la société mère si c'est une multinationale).

Il faut également déterminer avec précision les actifs et les passifs exposés au risque de change, c'est-à-dire tout actif et tout engagement qu'il soit commercial ou financier, à court terme ou à long terme susceptible d'introduire un risque de change.

1.1 La surveillance en temps réel de la position de change

Cette étape est exécutée via un tableau qui enregistre toutes les opérations en devise susceptibles de modifier la position de change de l'entreprise.

⁹⁰ FONTAINE, P, « Gestion des risques de change », Edition Economica, 1996, P 72.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Tableau 12: Le tableau de la position de change

Déterminants de la position de change	USD	JPY	GBP	Autres devises
Facturations commerciales Clients (+) Fournisseurs (-) Opérations financières Prêts (+) Emprunts (-) Autres transactions commerciales et financières Brevets et licences (+ ou -) Soumissions à des appels d'offres(+) Ventes sur catalogues Versement ou perception de dividendes et d'intérêts (+ ou -) Activité de négoce (+ ou -)				
POSITION DE CHANGE DE TRANSACTION				
Commandes en carnet non encore facturées Ventes (+) Achats (-) Autres éléments intervenants dans la position de change économique				
POSITION DE CHANGE ECONOMIQUE				

Source : Yves Simon, Christophe Morel, « Finance Internationale », Ed.Economica, 11^{ème} édition, Paris, 2015, page : 478

La position de change doit être établie devise par devise tout en tenant compte des différents horizons temporels parce que les créances et les dettes n'ont pas nécessairement les mêmes échéances. Ce tableau permettra donc à l'entreprise une gestion active et dynamique du risque de change.⁹¹

1.2 L'évaluation de la probabilité de variation de taux de change

L'entreprise estime la probabilité de variation de cours de chacune des devises constituant la position de change à l'intérieur de l'horizon annuel.

⁹¹Yves Simon, Christophe Morel, « Finance Internationale », Op.cit, P : 489

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

1.3 Le calcul des coefficients de risque

Afin d'évaluer son risque de change, l'entreprise détermine le coefficient de risque de chaque devise pour chaque horizon.

1.4 La mise en œuvre des techniques adéquates de couverture

Une fois les coefficients de risque sont connus, l'entreprise peut adopter les techniques adéquates afin de se couvrir contre son risque de change.

Ainsi, l'entreprise peut opter pour plusieurs stratégies lui permettant la couverture contre le risque de change :

✓ **La non couverture**

Cette stratégie consiste à laisser la position de change de l'entreprise ouverte sans couverture. Cette alternative peut être adoptée dans l'hypothèse où l'entreprise traite avec des devises stables, ou si elle arrive à reporter la totalité du risque sur son partenaire par une clause dans le contrat. A l'inverse, certaines entreprises y recourent même si la devise est instable, dans le but de réaliser un gain de change. Elle correspond dans ce cas à une attitude spéculative. Dans certains cas aussi, se protéger contre le risque de change peut coûter tellement cher que la protection n'en vaut pas la peine. Cette attitude peut également naître d'une méconnaissance du risque encouru.

✓ **La couverture systématique**

Elle consiste à se couvrir automatiquement dès qu'apparaît un engagement ou un avoir en devises, elle permet donc d'éliminer totalement le risque de change dès sa naissance. Cette stratégie est conseillée dans le cas où l'entreprise traiterait avec des clients provenant de pays divers, offrant des devises volatiles. Dans ce cas, les méthodes de couverture telles que la compensation sont impossibles à mettre en place ce qui oblige l'entreprise, si celle-ci veut se couvrir contre le risque de change, à prendre une couverture automatique. De même, si les opérations envisagées sont de montants très élevés, le trésorier peut être amené à couvrir systématiquement le risque de change, toute variation pouvant entraîner une perte importante. Cette attitude pourra se retrouver également lorsque, pour un courant d'affaires continu, la moindre perte de change entraîne une érosion importante de la marge.⁹²

Cette stratégie n'est pas toujours bénéfique pour l'entreprise dans la mesure où elle peut présenter des inconvénients :

- Les coûts de couverture sont très élevés ;
- La probabilité de perte d'opportunités.

⁹²<https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/538e11914171e.pdf>

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

✓ **La couverture sélective**

Dans ce cas, le trésorier décide d'une méthodologie qui déterminera quand il couvrira ou pas le risque de change. Cette politique suppose l'application de critères de sélection qui correspondent à un niveau d'acceptation du risque ainsi qu'à une anticipation sur l'évolution des cours de change.

La couverture sélective ne doit pas être appliquée dans le cadre d'une faible activité à l'international. Celle-ci ne peut en effet justifier la mise en place d'une structure de gestion du risque de change qui coûterait plus cher que les pertes probables dues aux variations des cours des devises.⁹³

2 Les techniques de couverture

Les fluctuations de plus en plus accrues des taux de change ont suscité des incertitudes dans l'environnement financier international, créant ainsi le risque de change.

La couverture de ces risques représente aujourd'hui une problématique essentielle de la finance internationale ; différentes techniques cohabitent pour couvrir une position de change ouverte. Depuis que les marchés financiers ont été déréglementés, décloisonnés et désintermédiés (la fameuse règle des 3D), ces techniques ont sensiblement évolué.⁹⁴

Les modalités de couvertures sont nombreuses et se répartissent en deux catégories. Les techniques internes s'intégrant dans la gestion financière propre à l'entreprise ou au groupe multinational. Les techniques externes faisant appel à des relations contractuelles avec des tiers : ce sont principalement des opérations à terme auprès des banques, des swaps, des contrats à terme ou encore des options sur devises.⁹⁵

2.1 Techniques de couverture interne

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 (importations, exportations, prêt ou emprunt, implantation à l'étranger) dans des dépenses supplémentaires en faisant appel aux techniques externes.

Ces techniques internes vont se présenter sous la forme de clauses contractuelles ou d'aménagements dans leurs trésoreries, ce qui leur permet de s'exposer le moins possible au risque de change. Plusieurs possibilités existent dans ce contexte :

⁹³ https://www.memoireonline.com/08/09/2504/m_Les-instruments-de-couverture-durisque-de-change11.html

⁹⁴ M. Dupluy, J-M Cardebat, Y. Gegourel "finance internationale", travaux dirigés, édition DUNOD, PARIS, 2006.

⁹⁵ Dominique Plihon, les taux de change, 3ème édition, EDITION, LA DECOUVERTE, et syros, 2001

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

2.1.1 Le choix de la monnaie de facturation

« La monnaie de facturation est la monnaie dans laquelle sera libellé le contrat d'achat ou de vente ». ⁹⁶ La facturation en monnaie nationale est la meilleure façon d'éviter de subir le risque de change.

Cependant, le recours à ce procédé n'est pas toujours possible car les intérêts de l'exportateur sont diamétralement opposés à ceux de l'importateur. ⁹⁷ Afin de minimiser le risque de change deux possibilités s'offrent aux opérateurs. ⁹⁸

2.1.1.1 La facturation en monnaie nationale

La monnaie de facturation est la monnaie dans laquelle sera libellé le contrat d'achat ou de vente. ⁹⁹ En générale les entreprises, préfèrent régler leurs transactions avec la monnaie locale, qui par conséquent fait peser des risques pour le partenaire étranger. Ce choix a pour conséquence immédiat de faire peser le risque de change intégralement sur l'entreprise étrangère. Celle-ci ne devrait l'accepter que si :

- ✓ L'entreprise nationale est en position de force ou offre à l'acheteur des avantages important (qualité de produit ou des services, compétitivité des prix, délais de règlement long, délais d'exécution rapide, services après-vente performant,...).
- ✓ L'acheteur ou le vendeur étranger anticipe une évolution de la monnaie nationale qui lui est favorable. Pour une entreprise nationale, une facturation en monnaie nationale n'apporte pourtant pas que des avantages.

Les avantages et les inconvénients de facturation en monnaie nationale sont :

Avantage

-Le risque de change est inexistant : vous connaissez le montant exact de l'encaissement dès la conclusion du contrat ;

-La facturation en monnaie nationale offre des facilités au niveau comptable. Les opérations avec l'étranger sont comptabilisées comme des opérations nationales ;

-L'entreprise peut éviter une réduction potentielle de sa marge bénéficiaire suite à une évolution défavorable des cours de change.

Inconvénients

-Il y a transfert du risque de change sur l'autre partie, élément qui peut bouleverser le rapport de force dans la négociation ;

⁹⁶J. peyrard, gestion financier international, EDITION : VUIBERT, PARIS, 1999, page 105

⁹⁷ YAICIF, " finance international", EDITION: ENAG, Alger, 2008

⁹⁸ BENDRIOUCH, A, « Gestion du risque de change »,2eme Edition, Cogefos, 2003.

⁹⁹ F. YAICI, Op. Cit. P 22.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

- La négociation peut s'avérer difficile suite à la méconnaissance du cours de la monnaie de transaction ;
- Perte potentielle liée à une évolution favorable de la monnaie étrangère qui aurait été choisie pour le contrat ;
- Une tarification en monnaie nationale est souvent accompagnée de clauses d'indexation rendant la protection illusoire.

2.1.1.2 La facturation en devise

Une entreprise nationale peut faire le choix de facturer en devise, soit pour des raisons commerciales (permettre à l'acheteur d'effectuer un comparatif de prix des marchandises achetées), soit pour des raisons financières (gérer un risque global – acheter en devise et revendre dans la même devise – ou bien profiter d'une parité monnaie nationale /devise qui lui est favorable).

En qualité d'importateur, l'entreprise nationale peut également ne pas avoir le choix et se voir facturée en devise. Elle devra alors gérer un risque de change qui lui sera imposé par l'entreprise étrangère.

Les avantages et les inconvénients de facturation en monnaie nationale sont :

Avantages

- Des financements en devises à taux attractifs sont possibles.
- La facturation en devises donne une image de professionnalisme.
- Concéder la facturation en devises peut donner la possibilité de négocier sur un autre point important du contrat (comme, par exemple, la loi et le tribunal compétent en cas de litige).
- L'entreprise peut bénéficier d'une évolution favorable des devises.

Inconvénients

- Une structure interne de gestion du risque de change peut devoir être mise en place dans l'entreprise en fonction des volumes en jeu.
- La facturation en devise entraîne des lourdeurs comptables car les comptes clients se présentent alors en devise.
- Le bénéfice de l'opération commerciale peut être réduit par une variation des cours de change défavorable (si l'opération n'a pas été couverte) ou encore par le coût de la protection de change.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

2.1.2 Les clauses d'indexation

Les clauses monétaires permettent d'adapter le prix d'achat ou le prix de vente des biens et services à l'évolution du cours des devises, ce qui permet à l'exportateur et à l'importateur de réduire leur exposition au risque de change.¹⁰⁰

En effet, il existe de nombreuses clauses qui peuvent être personnalisées par les parties dans leurs contrats, selon leurs négociations, de ce fait, on trouve :

A Clause d'adaptation des prix proportionnelle

La clause d'indexation proportionnelle (à taux fixe) consiste en une répercussion totale de la variation du cours de la devise sur la contre-valeur de la somme à payer.

Si le cours de la monnaie de facturation augmente, le prix baisse, et si le cours baisse, le prix augmente. Certes, cette technique permet une élimination du risque de change pour une partie, cependant, elle n'est pas toujours possible du fait qu'elle condamne l'autre partie à subir seule le risque de change.

B. Les clauses proportionnelles avec franchise

D'après cette clause, l'exportateur et l'importateur acceptent une modification du prix en cas d'une fluctuation de la devise de facturation uniquement au-delà d'une franchise qui peut être exprimée en pourcentage ou en valeur absolue.

C. Clause de risque partagé

Cette clause permet la répartition de perte de change ainsi que le gain de change entre l'importation et l'exportation. En effet, les deux parties se mettent d'accord à supporter le risque de change chacun de son côté, il y a donc un partage des gains et des pertes de change.

D. Les clauses multidevises

La clause multidevise appelée aussi clause de change multiple autorise de libeller le montant du contrat en plusieurs devises avec la possibilité pour l'une des deux parties de choisir la monnaie de facturation à l'échéance.

E. Clause d'option de devises

Cette forme de clause permet, sous certaines conditions, à une des parties du contrat d'utiliser une devise différente de la devise du contrat signé au départ. Cette nouvelle devise est déterminée à l'avance dans le cas où le cours de devise de facturation serait inférieur ou supérieur à un certain cours.

¹⁰⁰ SIMON.Y, LAITIER.D, « finance international », ED: ECONOMICA, 9ème édition, Paris 2005.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Le contenu d'une clause d'indexation est souvent difficile à négocier, car ce type de clause reporte le plus souvent tout ou partie du risque sur l'autre partie au contrat. Les clauses multidevises peuvent prévoir un prix libellé en plusieurs monnaies avec possibilité pour le créancier ou le débiteur de choisir à l'échéance la devise de facturation.

F. Clause d'indexation "tunnel"

Une des parties du contrat peut introduire un tunnel qui représente le cours minimum et le cours maximum de la monnaie de facturation, qui peut fluctuer sans aucune incidence sur le prix des marchandises. Si les variations de cours de change dépassent ces limites, le prix est revu à la hausse ou à la baisse selon les modalités prévues dans la clause.

Avantages et inconvénients

- Utilisation simple ;
- Coût faible ;
- Risque souvent partagé entre acheteur et vendeur ;
- Négociation difficile ;
- commerciallement pas toujours apprécié.

2.1.3 La compensation multilatérale ou netting

Le netting ou la compensation interne des positions est une pratique courante dans les grands groupes internationaux qui permet de réduire le nombre et le montant des transferts entre la société mère et les filiales.¹⁰¹

M. DEBAUVAIS & Y. SINNAH ont défini cette technique comme suite : « Le netting consiste en une compensation des créances et des dettes réciproques entre les différentes entités d'un groupe. L'objectif est de dérationnaliser les flux de règlement à l'intérieur d'un groupe par une réduction des volumes transférés d'une société à l'autre ».¹⁰²

La compensation peut également se faire entre plusieurs entités, cette méthode est dite compensation multilatérale elle est réalisé par centre de compensation (de netting) qui permet d'organiser le cycle de compensation, centraliser l'information et calculer la compensation.

Le principe de cette méthode est de réaliser une compensation des positions de change symétriques que possèdent deux filiales d'origine de même groupe multinational. Cette compensation consiste à rapprocher les positions réciproques que ces deux entités possèdent de manière à annuler et à faire apparaître la position nette de l'une sur l'autre.¹⁰³

¹⁰¹ G. LEGRAND et H. MARTINI, « Commerce international », Dunod, 3^{ème} édition, Paris, 2003, P : 205.

¹⁰²45 M. DEBAUVAIS & Y. SINNAH, Op.cit, P : 140.

¹⁰³Y. SIMON et D. LAUTIER, Op.cit, P : 435.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

2.1.3.1 Le netting bilatéral

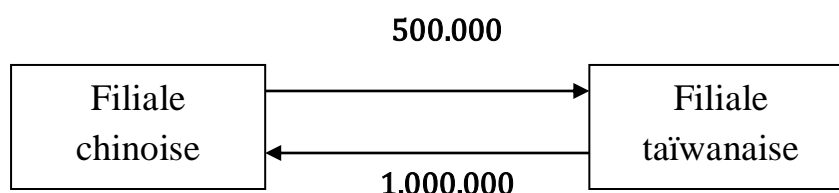
Cette forme est pratiquée en cas de relation commerciale réciproque entre deux sociétés qui sont parallèlement débitrices et créditrices l'une envers l'autre, y compris dans des monnaies différentes, peuvent convenir d'un transfert limité au solde net de leurs engagements.

Exemple

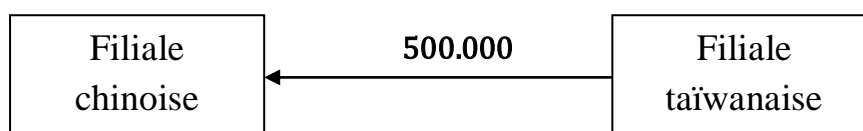
Soit une société Américaine ayant deux filiales, une en Chine et l'autre en Taiwan. La filiale chinoise possède une créance de 1.000.000 Dollars sur la filiale taiwanaise, qui à son tour détient une créance de 500.000 Dollars sur la filiale chinoise.

Figure 7: Compensation bilatérale

Avant compensation



Après compensation



Source : élaboré par l'étudiant

A travers le schéma précédent on remarque qu'après la compensation la filiale chinoise possède une créance de 500.000 EUR sur la filiale taiwanaise.

2.1.3.2 Le netting multilatéral

Le netting multilatéral est défini comme suit : « Le principe de la compensation multilatérale ou "clearing" est identique à celui de la compensation bilatérale, sauf que les clearing se fait entre plusieurs filiales avec plusieurs transactions »¹⁰⁴

Avantage :

- Risque aléatoire (l'entreprise doit réussir à compenser les flux entrant et sortant !) ;
- Coût lié à la gestion soutenue de la position de change.

¹⁰⁴ M.DEBAUVAIS et V.SINNAH, Op.cit, P : 140.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Inconvénients :

- Nécessite une gestion suivie de la position de change de l'entreprise ;
- Demande d'un nombre limité de monnaies de facturation.

2.1.4 Le termaillage

Cette technique consiste à retarder ou à avancer les encaissements et les décaissements en devise. Avoir recours au termaillage signifie modifier les délais de règlement afin de profiter de l'évolution favorable des cours. On distingue quatre situations :

1. L'exportateur détient des créances en devises fortes tel que le dollar, supposons que la valeur du dollar s'apprécie par rapport à la monnaie de référence, le décalage de la date de l'encaissement arrange l'exportateur car ce dernier espère vendre les dollars à un prix plus élevé par rapport à celui prévue à la date initiale du crédit. En revanche la comparaison entre les cours de la devise n'est pas suffisante pour initier une opération de termaillage par cet exportateur. Mais il doit essentiellement prendre en compte des coûts de financement suite à la modification des dates de règlement, il soit donc comparer entre le gain de change aléatoire et le cout de financement certain.
2. L'exportateur détient des créances en devises faibles dont la valeur a une tendance à baisser par rapport à la monnaie de référence. Dans ce cas l'exportateur va opter pour une réduction de la durée du crédit et c'est-à-dire une accélération des encaissements car il espère vendre ses devises à un taux supérieur par rapport à celui de la date prévue et donc il va gagner plus. Une comparaison entre le coût de financement et la perte de change évitée avant d'entreprendre l'opération de termaillage est nécessaire car l'importateur ne va pas accepter d'accélérer son paiement sans avoir bénéficié d'un escompte.
3. L'importateur possède des dettes en devises fortes dont la valeur est en appréciation, il va chercher à accélérer le paiement de ses fournisseurs afin de réduire ses décaissements. Mais une comparaison, au préalable, entre le gain de change aléatoire et le coût certain (escompte accordé par l'exportateur) est nécessaire avant de prendre une décision de termaillage.
4. L'importateur possède des dettes en devises faibles : cherche à retarder la date de règlement car il espère payer moins en comparaison à la date du contrat prévue. Dans ce cas la comparaison entre le gain de change et le coût engendré est également nécessaire avant procéder à l'opération de termaillage.

Le tableau suivant résume bien les quatre situations :

Tableau 13: Tendances de la devise et les décisions à prendre

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

Source : eur-export.com

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

2.1.5 Les centres de refacturation

Contrairement au centre de compensation, le centre de refacturation prend en compte tous les paiements. En effet les filiales n'établissent pas les factures à l'ordre de leurs clients mais à l'ordre de ce centre. Ce dernier leur règle les factures dans leur monnaie et reçoit ensuite les paiements par les clients des filiales. Par exemple, les factures en dollar de la filiale algérienne d'un groupe sont établies au nom du centre de refacturation qui règle la filiale en dinar algérien et encaisse les dollars auprès des clients de la filiale. Donc, on peut dire que « *le risque de change est reporté sur le centre de facturation qui établit régulièrement un cours de change interne au groupe* ». ¹⁰⁵

2.1.6 La mise en commun (pooling)

Il s'agit d'une centralisation de tous les flux en trésorerie en devise (internes ou externes au groupe), il permet d'utiliser les excédents en devise de certaines filiales pour financer le besoin en devises d'autres filiales. Il sert également à compenser les erreurs de prévision des flux de trésorerie et les retards des paiements des factures et donc connaître mieux les besoins en devise de chaque période et donc réduire la liquidité gelée pour faire face à ces imprévus.

2.2 Techniques de couverture externe

Contrairement aux instruments internes, les instruments externes de couverture contre le risque de change, sont les méthodes qui nécessitent l'intervention des banques sur le marché des changes ou souscrire à une police d'assurance. Banques et Assurance proposent des contrats et autres solutions visant à couvrir soit partiellement, soit totalement les opérations extérieures contre le risque de change. Ces techniques sont plus utilisées que les techniques internes et elles sont nécessaires.

2.2.1 L'avance en devises

« Les avances en devises constituent des crédits en devises et peuvent être accordées aux exportateurs ou aux importateurs ». ¹⁰⁶

L'entreprise exportatrice emprunte à sa banque une somme en devise dont le montant correspond à celui de la créance détenue sur son client étranger ou à la valeur actuelle de celle-ci pour une durée au moins égale au délai de paiement du client. Les devises ainsi avancées seront converties médiatement (au comptant) en monnaie nationale.

La banque facturera à l'entreprise des intérêts calculés à partir du taux d'interbancaire majoré d'une marge. L'entreprise remboursera sa dette à l'échéance avec les devises reçues de son client.

L'avance en devise à l'exportation comprend trois étapes : un emprunt en devises auprès de la banque, la conversion des devises au cours au comptant, puis le remboursement des devises

¹⁰⁵ Patrice Fontaine, « Marchés des changes » Op.cit, P : 122

¹⁰⁶ Josette Peyrard, « risque de change et gestion de l'entreprise », édition Vuibert, Paris, 1986, P : 122

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

empruntées auprès de la banque au moment du paiement du client. Le principe de l'avance en devise est donc simple. L'exportateur sollicite auprès de sa banque un emprunt ayant les mêmes caractéristiques (monnaies, montant, échéance) que la créance détenue à l'égard du client étranger.

Ensuite, l'exportateur cède au comptant les devises avancées par la banque, ce qui lui permet d'améliorer sa trésorerie en monnaie nationale. Enfin, il rembourse cette devise à l'aide du règlement en devise effectué par le client étranger. L'avance en devise a le double avantage d'être une méthode de protection contre le risque de change ainsi qu'une technique de financement à l'exportation.¹⁰⁷

2.2.2 La couverture sur le marché monétaire

« Cette technique consiste à réaliser une opération de prêt ou d'emprunt dans sa monnaie, et une opération de prêt ou d'emprunt dans la devise concernée ».¹⁰⁸

Le recours au marché monétaire peut se faire par deux voies : les prêts et les emprunts en devise. Cette technique se présente sous forme d'une avance en devise. « L'avance en devise se présente non seulement comme un moyen de financement, mais également comme un outil de couverture du risque de change »¹⁰⁹.

2.2.2.1 Les prêts en devise

Le prêt en devise permet à l'importateur ayant une position courte en devise d'acheter les devises en comptant ou par un emprunt et de les placer jusqu'au jour de l'échéance. L'achat des devises le jour de sa commande annule le risque de change.

2.2.2.2 Les emprunts en devise

L'exportateur détenant une créance en devise peut couvrir sa position par un emprunt à court terme. Les devises empruntées correspondent au montant de la créance, et seront aussitôt vendues sur le marché au comptant pour obtenir la monnaie nationale.

Exemple

Un exportateur allemand attend 500 000 USD dans trois mois. Le cours de change au comptant est de 1EUR pour 1,3 USD, le taux de déport à trois mois de l'euro contre le dollar est égal à 2% en terme annualisé et le taux d'intérêt sur le marché monétaire américain (ou encore le marché des euro-USD) est de 3% pour trois mois (le taux d'intérêt est aussi exprimé en terme annuel). Si la parité des taux d'intérêt est respectée, le taux d'intérêt sur le marché monétaire européen est égal approximativement à $3\% + 2\% = 5\%$ pour trois mois (exprimé en terme annuel).

¹⁰⁷ PLIHON, D, « Les taux de change », 3eme Edition, « LA DECOUVERTE », Paris, 2001.

¹⁰⁸ Patrice fontaine, « Marché des changes », édition Pearson Education, 2ème édition, Paris, 2011, P : 137

¹⁰⁹ M. DEBAUVAIS & Y. SINNAH, Op.cit, P : 238.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

L'opération de couverture est la suivante : l'exportateur emprunte sur le marché des eurodevises des dollars de telle manière qu'il rembourse 500 000 USD dans trois mois, soit $500000/[1+(3\%/4)]\text{USD} = 496\,277\text{ USD}$.

Il convertit ces 496 277 USD au cours de change au comptant 1EUR pour 1,3 USD. Il obtient 381 751 EUR qu'il place à un taux de 5%, et reçoit en $t=90$, $381\,751 \times [1 + (5\%/4)]$ EUR, soit 386 523 EUR. Il saura donc aujourd'hui exactement la contrepartie, en euro, des dollars qu'il va recevoir dans trois mois.

2.2.3 Les produits de type assurance

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

Ces assurances sont multiples :

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

2.2.3.1 L'assurance change négociation

Ce contrat permet à l'entreprise exportatrice de se couvrir contre le risque de change entre la date de réponse à un appel d'offre et celle du dernier paiement pour une durée déterminée par cette entreprise assurée et qui peut aller jusqu'à 24 mois. La compagnie d'assurance offre une indemnisation des pertes de change à 100% et intéressement aux gains à hauteur de 50% ou 70%. En contrepartie, l'entreprise assurée subit un coût constitué de :

- ✓ Prime inconditionnelle proportionnelle au montant couvert payable à la date de démarrage du contrat d'assurance ;
- ✓ Prime payable uniquement si l'entreprise reporte l'appel d'offres.

Ce contrat est réservé aux entreprises en situation de concurrence avérée, ainsi que pour des devises bien définies (le dollar canadien, le yen, la livre sterling, le franc suisse, la couronne danoise, la couronne suédoise, la couronne norvégienne).¹¹⁰

2.2.3.2 L'assurance change contrat

Ce type d'assurance est réservé aux contrats ponctuels dont le montant ne dépasse pas les 15 millions d'euros pour des contrats libellés en livre sterling ou dollar américain. Elle permet de figer un cours de change avant la signature du contrat commercial ou, au plus tard, dans les

¹¹⁰ Patrice Fontaine, « Marché des changes », Op.cit, P : 138

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

quinze jours de sa conclusion. Elle permet également une indemnisation des pertes à 100% sans aucun partage des gains de change.

2.2.4 La couverture à terme

Les entreprises peuvent également se protéger contre les risques de change en utilisant la technique de couverture à terme.

2.2.4.1 Définition

DEBEAUVAI et SINNAH ont donné la définition suivante :

« 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 a eu lieu à une date plus éloignée déterminée. »¹¹¹

2.2.4.2 Principe

- ✓ C'est un contrat par lequel l'acheteur ou le vendeur s'engage à vendre ou à acheter une certaine quantité d'une devise à une date déterminée et à un prix fixé à l'avance.
- ✓ Afin que l'exportateur se couvre contre le risque de change lié à la dépréciation éventuelle d'une devise, il doit vendre à terme à sa banque le montant de sa créance, c'est-à-dire il annule sa position langue, ainsi il fixera avec précision le montant de monnaie nationale qu'il recevra à l'échéance.
- ✓ Par contre l'importateur, pour qu'il se couvre contre ce risque lié à l'appréciation d'une devise, il doit acheter à terme les devises au montant de sa dette, il annule ainsi sa position courte. Cependant, il fixera d'une manière précise le montant en monnaie nationale qu'il devra payer.

Le contrat à terme ou le change à terme offre plusieurs avantages, cette couverture permet :

- ✓ Les cours d'achat ou de vente de devise sont connus et garantis dès la couverture ;
- ✓ La souplesse d'utilisation (échéance et montant sur mesure, couverture pour de nombreuses monnaies) ;
- ✓ Elle ne nécessite aucun suivi administratif et se caractérise par une souplesse d'utilisation (échéance sur mesure, couverture pour de nombreuses monnaies).

Cependant la couverture à terme présente des désavantages, à savoir :

- ✓ Cette technique est peu adaptée aux risques aléatoires ou potentiels en raison du caractère irrévocable de l'engagement ;
- ✓ Le cours garanti n'est pas négociable.
- ✓ Il est impossible de profiter d'une évolution favorable des cours de la devise.

¹¹¹ M, DEBAUVAIS et SINNAH, Op.cit, P : 129.

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

2.2.5 Les swaps

C'est un terme anglo-saxon qui signifie « échange ». Recourir à cette technique afin de se couvrir du risque de change est l'un des faits remarquables de la finance internationale. Ces swaps sont des techniques très utiles pour la gestion du risque de change à long terme.

Un swap, de l'anglais "To swap" - échanger -, est une opération financière dans laquelle deux contreparties conviennent de s'échanger, pendant une durée prédéterminée, des flux financiers qui peuvent être assimilés à ceux résultant de la combinaison d'un prêt et d'un emprunt ayant chacun ses caractéristiques propres ». ¹¹²

Ils consistent à des opérations d'emprunts et de prêt simultanées dont l'une est au comptant et l'autre est à terme ¹¹³. Ils sont de plusieurs types, on peut distinguer les swaps de change et les swaps de devises.

2.2.5.1 Les swaps de change

Un swap de change « est une transaction par laquelle deux contreparties vont s'échanger, pendant une période donnée, des flux financiers de même nature (des dettes), libellés dans deux devises différentes ». ¹¹⁴

Le swap cambiste est une transaction combinant une opération de change au comptant (ou spot) avec une opération de change à terme (ou Forward). Ces deux opérations sont négociées simultanément avec la même contrepartie et le même cours de change comptant de référence.

Mécanisme

Le mécanisme des swaps est simple, tout se passe, comme si les deux parties font l'échange de leurs dettes. Les étapes sont les suivantes :

- Echanger le capital : les deux parties échangent les montants nominaux de leur dette respective. En général, cette opération est effectuée au cours spot, c'est-à-dire au comptant ;
- Rembourser le capital : à la date d'échéance, chacun d'entre eux remboursera à l'autre le montant du capital en rajoutant un intérêt.

Exemple

une entreprise belge qui reçoit aujourd'hui un paiement de 350 000 USD et qui sait qu'elle devra effectuer un paiement de 350 000 USD dans 100 jours, peut conclure un accord de swaps en vertu duquel elle vend 350 000 USD aujourd'hui contre des euros au cours de change au

¹¹²DEBEAUVAIS, M ; SINNAH, Y « La gestion globale du risque de change », 2eme Edition, Economica, Paris 1992.

¹¹³Patrice Fontaine, « Marché des changes », Op.cit, P : 143

¹¹⁴Laurence Abadie, Catherine Mercier-Suissa , « Finance Internationale : Marchés des changes et gestion des risques financiers », Op.cit, P :147

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

comptant et s'engage à acheter la même quantité de dollars américain dans 100 jours au cours de change à terme ou à un taux de change préétabli aujourd'hui. Grace à ce swap, l'entreprise a accès à l'équivalent en euros des 350 000 USD pour les 100 jours prochains jours : elle bénéficie donc d'une trésorerie supplémentaire tout en se couvrant contre le risque de change.

Les avantages du swap de change

- Éviter certains ratios tels que le rapport capital permanent/total du bilan ne vient dégrader les notations auprès des agences de rating ;
- Une promesse de rachat/revente de devises à une date future ;
- Pas d'augmentation de la taille du bilan ;
- L'offre d'une liquidité très importante.

2.2.5.2 Les swaps de devises

Il constitue une couverture automatique contre le risque de change de consolidation en éliminant dès le début tout gain ou perte de change.¹¹⁵

Y. SIMON & D. LAUTIER ont défini un swap de devise comme suit : « Le swap de devise est un instrument grâce auquel deux opérateurs qui se font contreparties procèdent à des échanges de capital (au début et à la fin du swap) et de taux d'intérêt (chaque semestre, chaque année, etc.) dans deux devises différentes ». ¹¹⁶

Les avantages et les inconvénients des swaps de devises

Avantages

- Possibilité d'arbitrer différents marchés ;
- Possibilité de gérer le risque de change à long terme ;
- Grande souplesse ;
- Opération inscrite en hors bilan ;
- Coût presque nul.

Inconvénients

- Nécessité d'un suivi ;
- Présence du risque de change sur les intérêts ;
- Le risque de contrepartie reste toujours présent (pour les intérêts) ;
- Le coût implicite (spread de taux et de change) ;
- Permettent le transfert d'un risque de change vers un risque de taux d'intérêt ;
- Complexité d'une gestion dynamique cumule des swaps de devises.

¹¹⁵ PEYRARD.J, SOULARUE G, « risque de change et gestion de l'entreprise », ED : Vuibert, paris, 1986, P : 133.

¹¹⁶ Y.SIMON & D. LAUTER, Op.cit, P : 44

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

La différence entre un swap en devise et un swap de change

- Dans les swaps de change, il n'existe pas d'échange d'intérêt alors qu'il y en a avec les swaps de devises.¹¹⁷
- Dans les swaps de change, on utilise les cours à terme, par contre dans les swaps de devise on utilise les cours au comptant.
- Les swaps de change sont des instruments à court terme, par contre les swaps de devises permettent une couverture à moyen et le long terme.

2.2.6 Les options sur devises

C'est un contrat « *par lequel l'acheteur acquiert le droit mais non l'obligation d'acheter (ou de vendre) à un prix convenue une devises, soit à une échéance déterminée (option européenne), soit pendant une période déterminée (option américaine)* »¹¹⁸.

« *Il s'agit pour une entreprise d'acheter un droit de vendre (put) ou un droit d'acheter (call) une devise à un cours fixé à une date donnée ou au cours d'une période donnée moyennant le paiement d'une prime* »¹¹⁹.

Types d'option de change¹²⁰

D'achat (call), qui donne le droit mais non l'obligation d'acheter l'actif sous-jacent à l'échéance ;

De vente (put), qui donnent le droit mais non l'obligation de vendre l'actif sous-jacent à l'échéance ;

Négociables, que l'on retrouve sur les marchés organisés (elles sont standardisées en termes de montant, de date et de prix d'exercice) ;

Non Négociables, que l'on retrouve sur les marchés de gré à gré (elles sont très souples en termes de montant, de date et de prix d'exercice) ;

Européennes, que l'on peut exercer uniquement le jour de l'échéance (la plupart des options de change sur le marché de gré à gré) ;

Américaines, que l'on peut exercer à tout moment jusqu'à l'échéance (la plupart des options négociables).

¹¹⁷ JEAN-.BAPTISTE DESQUILBETB, « Marché de change », Université de Lille 1- 2015, P.31. / http://jb.desquilbet.pagesperso-orange.fr/docs/M2_EFI_01marchedeschanges.pdf, consulté le 25.05.2016

¹¹⁸ Josette Peyrard, « risque de change et gestion de l'entreprise », Op.cit, P : 129

¹¹⁹ C. PASCO, « Commerce international », DUNOD, Paris, 2007, P : 130.

¹²⁰ Patrice Fontaine, « Marché des changes », OP.cit, P : 80

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Les caractéristiques des options de change

L'actif sous-jacent

L'actif sur lequel porte une option, action, matières premières, produits agricoles... L'actif sous-jacent de l'option est la quantité de la devise concernée.

Le prix d'exercice

Le prix d'exercice est le prix auquel le détenteur de l'option peut exercer cette dernière. Il se détermine par les deux parties lors de la signature du contrat.

La Prime La prime

Est le prix de l'option. Elle représente le montant que l'acheteur paye au vendeur au début du contrat. Elle peut être exprimée en pourcentage, de l'ordre de 1 à 3 %, du montant nominal exprimé dans la devise primaire ou en unités de devise secondaire.

La date d'exercice

La date d'exercice est la date d'échéance, où le détenteur de l'option peut exercer cette dernière. Cependant, on distingue deux types :

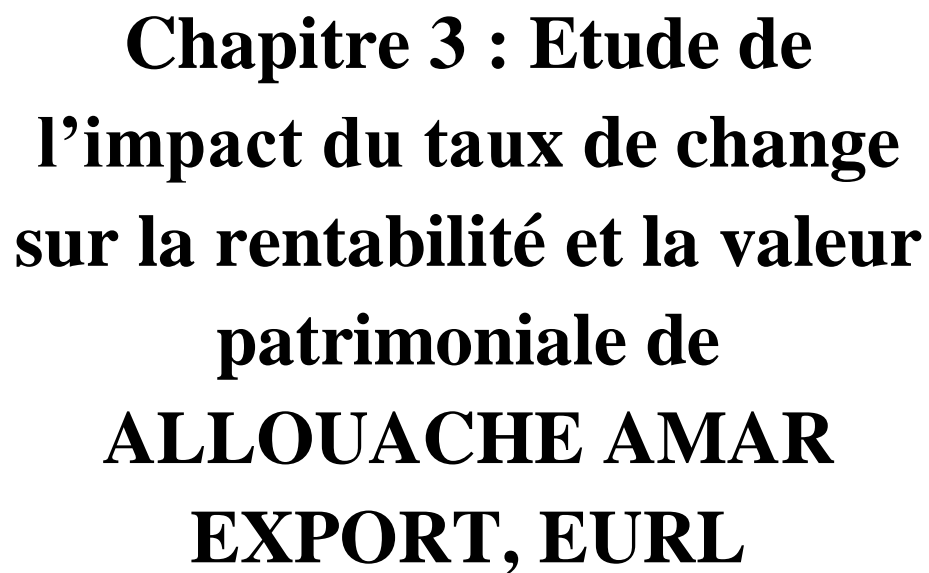
1. Américain
2. Européen

Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec les fluctuations du taux de change

Conclusion

La notion de rentabilité occupe une place centrale dans les sphères de décision des entreprises. Cependant, cette rentabilité est menacée par plusieurs risques comme le risque de change qui apparaît une fois l'entreprise s'engage dans une opération à l'échelle internationale. Par ailleurs, il existe des techniques internes et externes qui permettent à cette entreprise de se prémunir du risque de change et donc se protéger des pertes de change.

L'objectif de ce chapitre était d'expliquer les aspects théoriques du risque de change et de la performance financière avant d'examiner l'impact de la variation du taux de change sur la rentabilité de l'entreprise que nous avons étudié par rapport au résultat de l'entreprise et à sa valeur de marché.



**Chapitre 3 : Etude de
l'impact du taux de change
sur la rentabilité et la valeur
patrimoniale de
ALLOUACHE AMAR
EXPORT, EURL**

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Introduction

Après avoir abordé dans les chapitres théoriques les notions liées au taux de change et à la rentabilité de l'entreprise économique et la nature de l'impact de fluctuation du taux de change sur la rentabilité, dans ce chapitre nous aborderons l'aspect pratique de l'étude, où nous laisserons tomber l'aspect théorique de l'étude sur l'entreprise EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT car elle exerce le commerce international là où elle s'inscrit dans le thème de notre recherche.

Ce chapitre sera divisé en deux sections : la première est consacrée à la présentation de la banque Crédit Populaire Algérie (CPA), dans la deuxième section nous présentons l'entreprise EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT qui effectue des opérations en devise. Ensuite nous essayons de montrer le degré de l'exposition de l'entreprise EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT à la volatilité du taux de change. Enfin nous étudions l'effet de la fluctuation du taux de change sur la rentabilité de l'entreprise.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Section 1 : Présentation du Crédit populaire d'Algérie

Le crédit populaire d'Algérie est l'une des principales institutions financières Algériennes, non seulement vu l'importance de ses services, mais aussi au niveau du rôle qu'il assure dans le financement des opérations bancaires, la réception de dépôts du public, l'octroi du crédit sous toutes ses formes et la mobilisation de crédit extérieurs, et il traite toutes les activités financières.

Sa création illustre parfaitement la volonté des dirigeants algériens de disposer d'un système bancaire qui puisse devenir un instrument efficace de planification financière qui a pour vocation de prendre en charge les problèmes de financement du secteur dans le but de soulever l'économie Algérienne.

1 Création et organigramme du Crédit Populaire d'Algérie, « CPA »

Quelques années après la création de la BNA, le système bancaire national a été renforcé par la mise en place d'un autre intermédiaire financier bancaire, qui est le CPA.

1.1 Création du CPA

Le Crédit Populaire d'Algérie a été créé par l'ordonnance n°66-366 de 29 décembre 1966, par concentration de quatre banques populaires algériennes (La banque populaire commerciale et industrielle d'Alger, Oran, Annaba et Constantine), ainsi que d'autres banques étrangères qui sont (la société marseillaise de crédit, banque Alger-Misr, et la compagnie française de crédit et de banque), ses statuts seront ensuite définies par ordonnance n°67-78 de 11 juillet 1967.

En 1985, le CPA, donne naissance à la banque de développement local par la cession de 40 agences, le transfert de 550 employés et cadres et 89000 comptes clients.

En 1989, il a été érigé en entreprise publique économique sous la forme juridique de société par action (SPA), ensuite à la mise en œuvre du processus de réforme économique en 1988.

Le capital social de la banque, initialement fixé à 15 millions de dinars, a évolué pour atteindre 48 milliards en 2016.

Son réseau d'exploitation compte 29 agences encadrées par 15 groupes d'exploitation. L'effectif de la banque est de 4054 salariés dont 2174 cadres, 1670 agents de matirais et 210 agents d'exécutions. 75% de cette effectif est employé dans le réseau d'exploitation.

Conformément à la réglementation en vigueur en Algérie, le CPA traite les opérations de crédits et de banque. Il peut recevoir des dépôts, accorder des crédits sous toutes ses formes,

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

prendre des participations dans le capital de toutes entreprises, mobiliser pour le compte d'autrui tous les crédits consentis par d'autres institutions.

1.1.1 Présentation de l'agence CPA 333, Mila

Faisant partie de l'ensemble des agences du CPA implantées sur le territoire national, l'agence CPA 333 est une agence principale RUE BENKERBA LAKHDAR Mila, Mila(43). Elle est chargée d'accomplir toutes les opérations couramment traitées par une banque commerciale. L'agence CPA 333 est dotée d'un comité de crédit présidé par le directeur d'agence et regroupant le sous-directeur, les chargés d'étude et éventuellement le chef du service exploitation. Ce comité est chargé de se prononcer sur les demandes de crédit introduire par la clientèle. Le directeur est doté d'un certain pouvoir de décision en matière de financement qui lui est attribué par la direction générale de la banque sous forme de délégation.

Tableau 14: Evolution du capital social du CPA

Annexe	Capital
1966	15 million DA
1983	800 million DA
1992	5,6 million DA
1994	9,31 million DA
1996	13,6 million DA
2000	21,6 million DA
2004	25,3 million DA
2006	29,3 million DA
2010	48,3 million DA
2017	48 million DA

Source : cpa-bank.dz

1.2 La mission du CPA

Le CPA est une banque universelle, qui a pour mission la promotion du développement du BTPH, les secteurs de la santé et des produits pharmaceutiques, ainsi que d'autres secteurs divers comme, l'hôtellerie et le tourisme, les medias, la PME/PMI et l'artisanat.

A l'instar des autres banques commerciales, le CPA est un acteur de l'intermédiation financière en allouant des ressources à des entreprises ou particuliers qui en ont besoins et en collectant des dépôts des autres agents économiques qui sont excédentaires. La gamme de

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

produits et services bancaires offert par le crédit populaire d'Algérie a connu un développement ces dernières années a travers le renforcement de l'activité monétique, depuis 1990, et le lancement de nouveaux produits tels que le financement des petites et moyennes entreprises, et des micro- entreprises, les crédits destinés à la clientèle particuliers.

1.3 La mission du CPA

Le CPA est une banque universelle, qui a pour mission la promotion du développement du BTPH, les secteurs de la santé et des produits pharmaceutiques, ainsi que d'autres secteurs divers comme, l'hôtellerie et le tourisme, les medias, la PME/PMI et l'artisanat.

A l'instar des autres banques commerciales, le CPA est un acteur de l'intermédiation financière en allouant des ressources à des entreprises ou particuliers qui en ont besoins et en collectant des dépôts des autres agents économiques qui sont excédentaires. La gamme de produits et services bancaires offert par le crédit populaire d'Algérie a connu un développement ces dernières années a travers le renforcement de l'activité monétique, depuis 1990, et le lancement de nouveaux produits tels que le financement des petites et moyennes entreprises, et des micro- entreprises, les crédits destinés à la clientèle particuliers.

Le CPA s'est engagé, en 2005, dans une démarche de modernisation des outils et procédures d'analyse, de gestion et de recouvrement des crédits au regard des meilleurs pratiques internationales définies par l'accord de Balle II, avec l'appui technique de système financière internationale (SFI), conformément au protocole signé entre les deux parties.

L'agence CPA 120, exerce son activité comme toutes les banques, elle vise : Le développement de son fonds de commerce par l'amélioration de la part du marché de la banque dans la région commerciale.

- Réaliser le plan d'action commerciale.
- Collecter les fonds du public.
- Reçoit, étudie, décide et met en place les crédits dans la limite des règles et procédures internes.
- Assure la gestion des créances impayées et suit leurs recouvrements
- La contribution à l'amélioration des performances économiques de la banque en termes de résultat et de qualité de gestion.

1.4 Structure du CPA

Créé en 1966, le CPA a su évoluer pour offrir une qualité de services toujours plus grande à ses clients. Aujourd'hui, banque universelle, le CPA active aussi dans le domaine de la banque de détail. A travers son réseau dense, réparti sur l'ensemble du territoire national, il

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

conjugue présence locale et ouverture sur le monde grâce à des correspondants bancaires de premier rang (Affiliation aux réseaux Visa, MasterCard). Le CPA a des relations avec d'autres banques, dont on trouve la CNEP, la BNA, BDL Etc.

Son réseau d'exploitation compte 129 agences implantées sur le territoire national et attaché à 15 groupes d'exploitation. Le CPA, en tant que banque commerciale, intervient sur le marché de l'intermédiation bancaire et financière. A ce titre, il traite toutes les opérations bancaires et financières notamment la réception des dépôts du public, l'octroi du crédit sous toutes ses formes, la mobilisation des crédits extérieurs et la souscription a des prise de participation dans des filiales et des sociétés nationales. Dans un contexte économique marqué par l'évolution vers la concurrence, le CPA émerge dans une dynamique de changement induite par la nécessité de s'adapter aux nouvelles exigences de gestion fondée sur la rentabilité et la compétitivité.

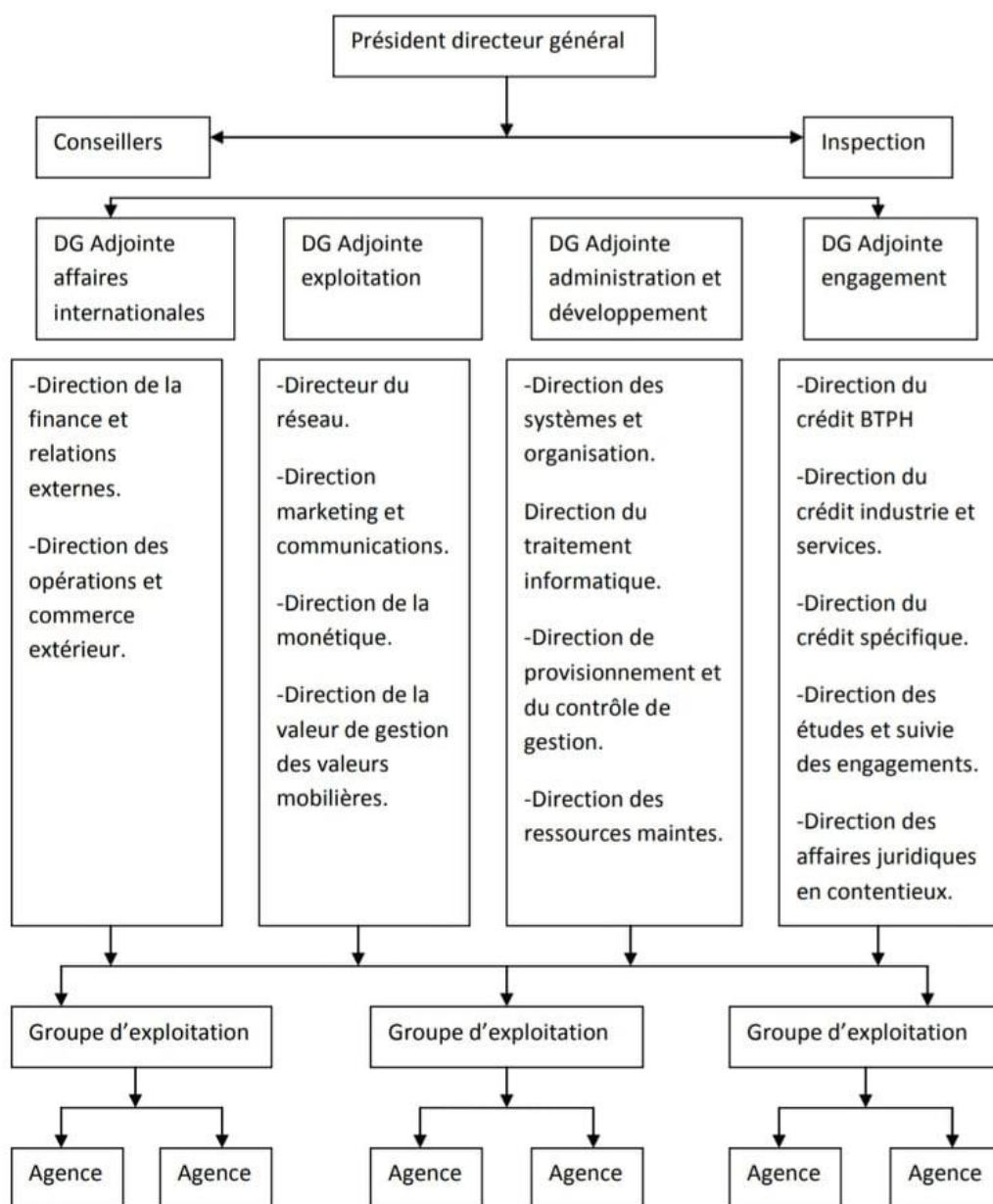
Cette exigence d'adaptation requiert l'amélioration continue et harmonieuse des performances globales de la banque, afin de lui permettre de consolider ses atouts de compétitivité, par la voie de conséquences, sa position sur le marché ainsi que l'accentuation de son intervention dans le financement de son économie.

Cette volonté d'amélioration est véhiculée par un processus de modernisation de la banque qui est appuyée par la réorganisation de ses structures centrales et de son réseau d'exploitation. Ainsi, ce processus a donné un nouvel organigramme qui comporte :

- Une division centrale : la division des affaires internationales ;
- Trois(03) directions générales adjointes qui sont

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

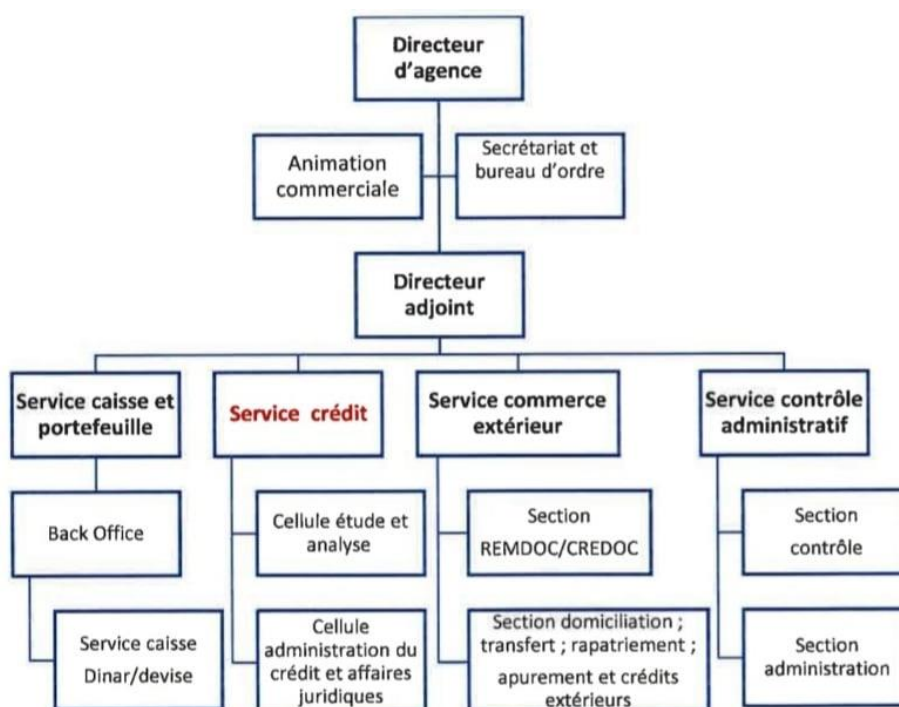
Figure 8: L'organigramme général de CPA



Source : document bancaire de CPA.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Figure 9: Le diagramme de l'agence de CPA 333



Source : CPA BANQUE AGENCE 333

1.5 Activités du CPA

Le développement, qui nécessite des ressources dans un contexte de sous bancarisation, a conduit le CPA à mobiliser de grandes capacités commerciales et à rechercher des méthodes plus efficaces d'attractions de l'épargne.

1.5.1 Collecte des ressources

C'est sur la base des ressources et des emplois que s'est fondée l'activité de la banque. Celles-ci consistent donc à faire l'intermédiation entre les épargnants et les emprunteurs. Cette collecte de ressources se fait par l'ouverture des comptes sous les différentes formes ; ressources à vue (chaque, compte courants) ou à terme (dépôt à terme, bon de caisse...).

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

1.5.2 Distribution du crédit

L'octroi de crédit s'effectue sur la base d'une étude du dossier présenté par le client qui doit être domicilié à la banque ou il sollicite ce crédit. Le client doit exercer une activité commerciale, industrielle ou une profession libérale en parallèle. La banque propose également des crédits à la consommation pour les particuliers.

1.5.3 Activité commerciale

Le CPA a lancé un programme de renforcement de son réseau au plan physique et organisationnel, car il a procédé à de nouvelles implantations commerciales, aussi bien dans les centres urbains que dans les centres ruraux à faible couverture bancaire. Une étude approfondie a été engagée autour de la politique commerciale de l'établissement qui est confronté, depuis la mise en œuvre de la réforme économique, à une concurrence stimulante.¹²¹

1.6 Rôle du CPA

1.6.1 Financement et développement de l'économie nationale

Sur plan du développement économique, le CPA déploie des efforts importants, en particulier, sur l'accroissement de la collecte des ressources, la relance du crédit. Il joue le rôle d'intermédiation financière. Ainsi, il contribue au financement des grands projets du secteur public et du secteur privé, de projets inscrits dans les dispositifs spécifiques initiés par les pouvoirs publics en direction des jeunes et des chômeurs.

1.6.2 La modernisation

La poursuite des programmes d'informatisation et de modernisation des infrastructures relatifs au parachèvement du système d'information de la Banque et inscrits dans son Plan Stratégique. Ces programmes ont été axés essentiellement sur des projets de renforcement des infrastructures techniques s'inscrivant notamment dans le cadre de la modernisation du système de paiement de masse, des outils d'intervention que dans l'organisation de la fonction contrôle, l'amélioration concrète du service à la clientèle : la télé compensation électronique des paiements (petits montants).

1.6.3 Le contrôle

Le CPA suit et contrôle les activités et les activités à l'occasion de la clôture, la conformité des mouvements financiers des entreprises domiciliées avec les plans et programmes qui les concernent ; il procède périodiquement à une analyse de leur gestion financière en liaison avec les autorités de tutelle. Il a mis en œuvre un programme de formation en direction des structures d'exploitation portant sur la prévention et la lutte contre le blanchiment d'argent.

¹²¹ www.algerienews.info (consulté le 25.04.2018 à 20 48)

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Section 2 : Etude de cas d'une entreprise «ALLOUCHE AMAR EXPORT, EURL»

Sous-section 1 : Présentation de l'entreprise ALLOUCHE EXPORT/IMPORT EURL

1 L'analyse de l'activité de marché :

1.1 Présentation de l'entreprise :

La EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT est une entreprise créée en 1995, au capital social de 100 000 da, elle participe dans un secteur actif, c'est le secteur de l'industrie agroalimentaire, leur branche représente à eux seul plus de 20 % de la VA des sommes des industries de transformation. Depuis sa création, la société n'a cessé de s'agrandir et de gagner des parts de marché grâce à la diversité, la qualité de ses produits, à la flexibilité de ses structures aux services qu'elle offre à ces clients et surtout à la bonne maîtrise de son métier.

1.2 Moyens humains

L'entreprise compte un effectif total de 10 personnes permanentes dont 3 cadres et jusqu'à 100 occasionnels en haute saison, surtout durant la saison des récoltes qui s'étale du mois de Novembre au mois de Mars.

1.3 Les moyens matériels

En lisant le compte rendu de visite, on n'a constaté que cette entreprise dispose: 5 usine, et de bureaux sur une superficie de 300 m² couverts à la zone industrielle, elle réalise un chiffre d'affaire de 13.8 M DA par an.

1.4 Produits

Elle espère doubler cette activité avec la nouvelle gamme d'emballage et une large diversité.

- Tubercules et rhizomes alimentaires (Oignons) ;
- Plantes aromatiques Câpres ;
- Plantes médicinales ;
- Fruits tropicaux et subtropicaux(Dattes) ;
- Fruits préparés ;
- Fruits séchés (Dattes séchées) ;
- Légumes par type de conditionnement (Câpres en conserve) ;
- Produits parapharmaceutiques (Produits d'herboristerie, infusions et plantes médicinales) ;
- Importateurs et exportateurs de produits agricoles.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

1.5 Clients

La clientèle de l'EURL varie de la supérette, aux grandes surfaces, les supermarchés ou autre entreprises.

1.6 Fournisseur

Les fournisseurs de l'EURL toutes sortes d'entreprise qui sont productrices des produit agroalimentaires.

Sous-section 2 : L'exposition de l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT à la volatilité du taux de change

Comme il existe un délai entre la date de l'opération et la date du paiement, et comme le taux de change varie, l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT subit soit des pertes de change soit des gains de change. Nous exposons cette exposition dans deux situation différentes : l'une s'agit d'importation et l'autre d'exportation.

1 Cas d'importation

Le tableau qui suit résume les informations concernant une opération d'importation effectuée par l'entreprise.

Tableau 15: Importation de l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT

Date de dédouanement	21-12-2019
Montant de la constatation en EUR	154 104,82
Cours de change à la date de dédouanement	161,7440
Montant en DZD	24 925 530,006
Date de règlement	24-12-2019
Cours de change à la date de règlement	163,502
Montant du paiement en DZD	25 196 470,51
Perte de change	270 940,51
Variation du taux de change	+ 1,087 %

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Variation du montant en DZD	+1,099 %
-----------------------------	----------

Source : document interne de l'entreprise l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT

Cette opération consiste à acheter des fruits séchés pour les vendre en marché algérien. Au jour du dédouanement (21-12-2019) le cours de change de l'euro/ dinar était de **161,7440** DZD et le montant inscrit dans le D10 valait 24 925 530,006 DZD. Ensuite, au jour du règlement (24-12-2019) le cours de change de l'euro par rapport au dinar est devenu de **163,0589** DZD, ce qui fait une dépréciation du dinar algérien par rapport l'euro de 1,087 %. Le montant total à payer a augmenté de 1,099 % ce qui a engendré une perte de change de **270 940,51** DZD pour l'entreprise.

2 Cas d'exportation

Le tableau suivant résume les informations concernant une opération d'exportation effectuée par l'entreprise.

Tableau 16: Exportation de l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT

Date de dédouanement	15-03-2019
Montant de la constatation en EUR	55 195,52
Cours de change à la date de dédouanement	159,6382
Montant en DZD	8 811 313,46
Date de règlement	13-06-2019
Cours de change à la date de règlement	162,24
Montant du paiement en DZD	8 954 937,290
Gain de change	143 624,41
Variation du taux de change	+1,63 %
Variation du montant en DZD	+1,65 %

Source : document interne de l'entreprise l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT

Cette opération consiste à vendre des légumes récoltés en Algérie et les vendre à une entreprise étrangère, le délai de paiement est de 90 jours. Entre la date de dédouanement (15-03-2019) et la date de règlement du client (13-06-2019), le dinar algérien s'est déprécié de

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

1,63 % par rapport à l'euro, ce qui signifie un gain de change pour l'entreprise de **143 624,41** DA qui équivalente à une hausse de la valeur encaissée en dinar de 1,65 %.

Sous-section 3 : l'analyse de la rentabilité de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT

Le bilan et le compte de résultat sont les principaux documents comptables qu'une entreprise met à la disposition de ses collaborateurs et futurs associés ou sociétaires notamment dans sa quête de financement ; ils permettent d'avoir une vision globale sur la santé financière de la société. Ces comptes sont établis conformément au système comptable financier.

Dans cette partie du travail, nous allons analyser et tenter d'interpréter au mieux les résultats du bilan et du compte de résultat de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT.

Notre étude empirique portera sur six années consécutives à savoir 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020.

1 Le bilan

Il est la représentation du patrimoine de l'entreprise et regroupe l'ensemble des emplois et des ressources dont elle dispose à une date donnée.

(Les bilans qu'on va utiliser sont résumés)

Tableau 17: Bilan résumé de l'année 2015

Bilan	Montant net	Bilan	Montant net
Actifs non courants	2092328645.60	Capitaux	1237792500.67
Actifs courants	2412266270.34	Dettes court terme	3266762415.27
Actifs total	4504594915.94	Passifs total	4504594915.94

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque.

Tableau 18: Bilan résumé de l'année 2016

Bilan	Montant net	Bilan	Montant net
Actifs non courants	3736085987.44	Capitaux	2186131569.61
Actifs courants	2223025738.04	Dettes court terme	3772980155.86
Actifs total	5959111725.48	Passifs total	5959111725.48

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Tableau 19: Bilan résumé de l'année 2017

Bilan	Montant net	Bilan	Montant net
Actifs non courants	3673682364.34	Capitaux	2253595283.44
Actifs courants	5518501299.64	Dettes court terme	6938588380.55
Actifs total	9192183663.98	Passifs total	9192183663.98

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Tableau 20: Bilan résumé de l'année 2018

Bilan	Montant net	Bilan	Montant net
Actifs non courants	4280844113.39	Capitaux	1960774259.59
Actifs courants	7130398553.46	Dettes court terme	9450468407.26
Actifs total	11411242666.85	Passifs total	11411242666.85

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Tableau 21: Bilan résumé de l'année 2019

Bilan	Montant net	Bilan	Montant net
Actifs non courants	4747039693.41	Capitaux	1942723926.20
Actifs courants	6756290926.35	Dettes court terme	9560606693.56
Actifs total	11503330619.76	Passifs total	11503330619.76

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Tableau 22: Bilan résumé de l'année 2020

Bilan	Montant net	Bilan	Montant net
Actifs non courants	6479660593.10	Capitaux	3880704772.05
Actifs courants	6146451854.04	Dettes court terme	8745407405.09
Actifs total	12626112177.14	Passifs total	12626112177.14

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

2 Les tableaux de compte de résultat :

Il comprend l'ensemble des charges et des produits de la société et a pour but d'établir la somme des pertes et des profits réalisés à la fin d'un exercice.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Tableau 23: Tableau du compte de résultat 2015

Bilan	Montant net
Production de l'exercice	7059065383,77
Consommation de l'exercice	6334630383,86
Valeur ajoutée de l'exploitation	724434999,91
Excédent global	555537303,34
Résultat d'exploitation	454543348,68
Résultat financier	-24530683,51
Résultat ordinaire avant impôt	430012665,17
Résultat net de l'exercice	430012665,17
Résultat exceptionnel	-10246198,11
Résultat net	419766467,06

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Tableau 24: Tableau du compte de résultat 2016

Bilan	Montant net
Production de l'exercice	4688534295,36
Consommation de l'exercice	3895429953,63
Valeur ajoutée de l'exploitation	793104341,73
Excédent global	516349572,69
Résultat d'exploitation	286608587,62
Résultat financier	-46221511,42
Résultat ordinaire avant impôt	240387076,38
Résultat net de l'exercice	226657608,90
Résultat exceptionnel	
Résultat net	226657608,90

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Tableau 25: Tableau du compte de résultat 2017

Bilan	Montant net
Production de l'exercice	5108522449,93
Consommation de l'exercice	4324838870,11
Valeur ajoutée de l'exploitation	783683579,82
Excédent global	464566275,47
Résultat d'exploitation	275353660,50
Résultat financier	-24530683,51
Résultat ordinaire avant impôt	-36033767,68
Résultat net de l'exercice	222663713,82
Résultat exceptionnel	
Résultat net	222663713,82

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Tableau 26: Tableau du compte de résultat 2018

Bilan	Montant net
Production de l'exercice	6238262065,19
Consommation de l'exercice	5115516595,72
Valeur ajoutée de l'exploitation	1122745469,47
Excédent global	686811320,40
Résultat d'exploitation	381743568,73
Résultat financier	-10216563,48
Résultat ordinaire avant impôt	371527005,25
Résultat net de l'exercice	304678976,17
Résultat exceptionnel	
Résultat net	304678976,17

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Tableau 27: Tableau du compte de résultat 2019

Bilan	Montant net
Production de l'exercice	7337454524,04
Consommation de l'exercice	6349394052,18
Valeur ajoutée de l'exploitation	988060471,86
Excédent global	488312723,24
Résultat d'exploitation	180734305,40
Résultat financier	5709617,13
Résultat ordinaire avant impôt	186443922,53
Résultat net de l'exercice	131949666,61
Résultat exceptionnel	
Résultat net	131949666,61

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Tableau 28: Tableau du compte de résultat 2020

Bilan	Montant net
Production de l'exercice	8378843842,15
Consommation de l'exercice	7630019162,24
Valeur ajoutée de l'exploitation	748824679,91
Excédent global	179570018, 19
Résultat d'exploitation	285787153,22
Résultat financier	-49193466,90
Résultat ordinaire avant impôt	236593686
Résultat net de l'exercice	177703078,72
Résultat exceptionnel	
Résultat net	177703078,72

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

3 Calcul de la rentabilité de l'entreprise

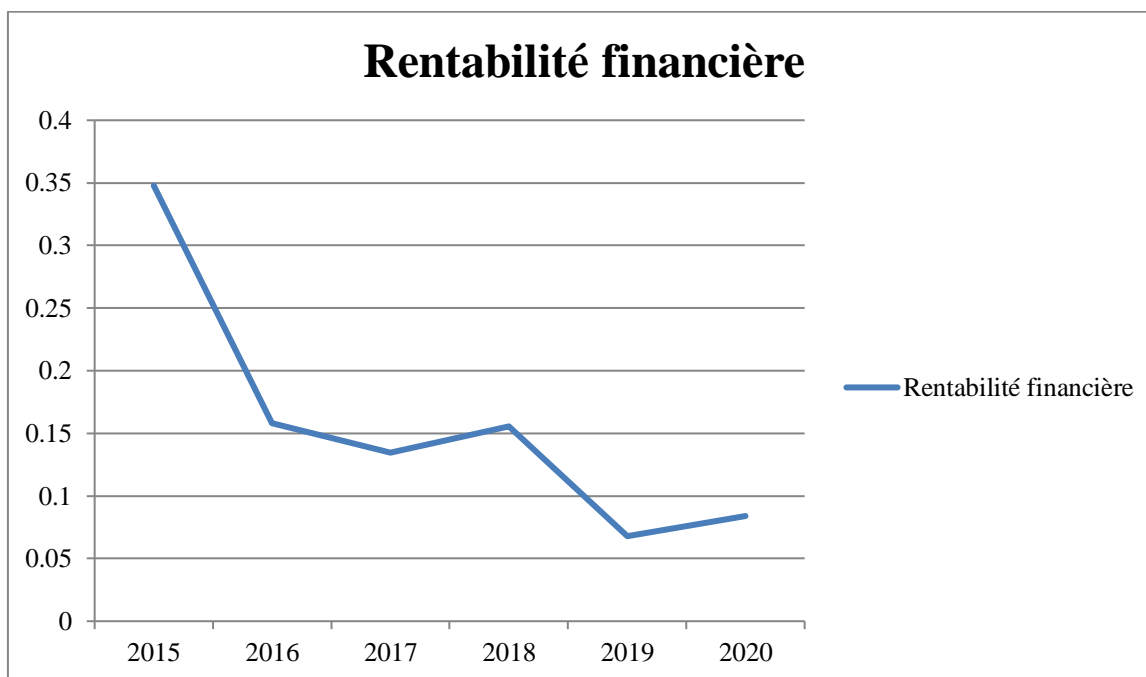
3.1 Rentabilité financière :

Tableau 29: La rentabilité financière durant la période (2015-2020)

Année	Résultat net	Capital propre	Rentabilité financière
2015	419766467,06	1206773960,72	0,3478
2016	226657608,90	1433431569,62	0,1581
2017	222663713,82	1656095283,44	0,1345
2018	304678976,17	1960774259,59	0,1554
2019	131949666,61	1942723926,20	0,0679
2020	177703078,32	2120427004,52	0,0838

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Graphique n°1 : Rentabilité financière durant la période (2015-2020)



Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

En 2015, l'entreprise a réalisé une rentabilité financière positive et acceptable, elle atteint 34,78 %. cependant, il a connu une baisse continue tout au long des années d'étude pour atteindre 8,38% en 2019, ce qui est considéré comme un pourcentage très faible en raison de ses faibles résultats, donc il doit reconsidérer ses investissements, car ce ratio est très important pour les investissements de l'institution mais aussi pour les actionnaires.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

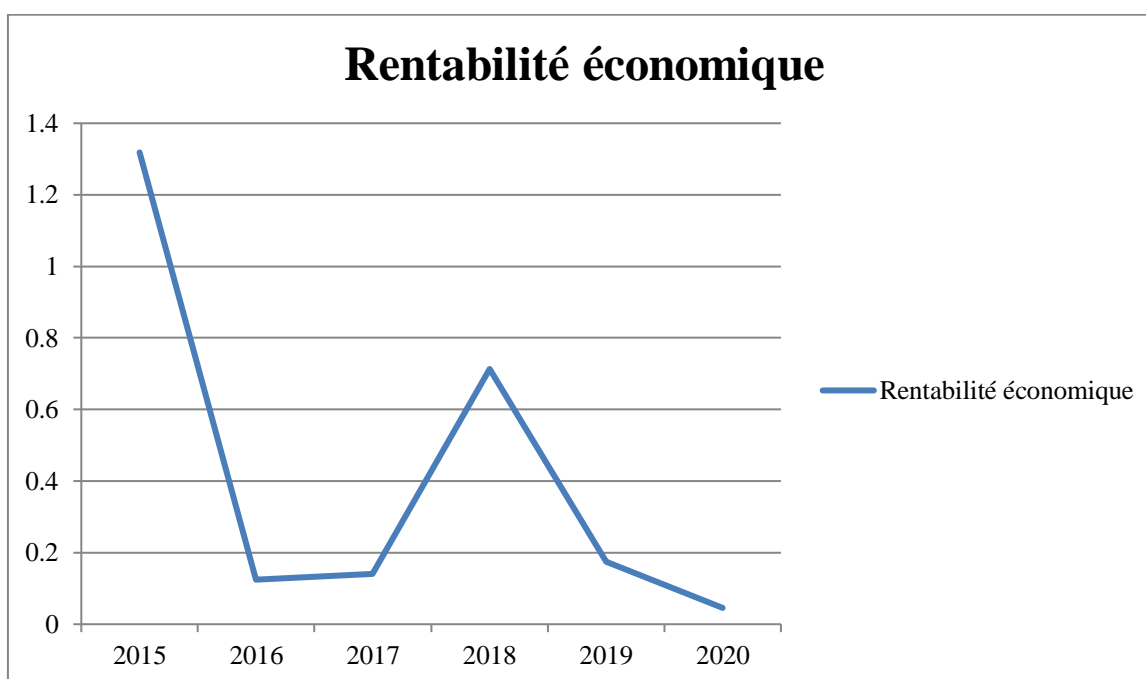
3.2 Rentabilité économique :

Tableau 30: La rentabilité économique durant la période (2015-2020)

Année	Résultat d'exploitation	Actif économique	Rentabilité économique
2015	454543348,68	344763114,24	1,3184
2016	286608587,62	2300200406,20	0,1246
2017	275353660,50	1956136887,51	0,1408
2018	381743568,73	534751429,33	0,7139
2019	180734305,40	1037670904,79	0,1742
2020	285787153,22	6267207938,83	0,0456

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Graphique n°2: Rentabilité économique (2015 -2020)



Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Il est clair que la rentabilité économique est positive tout au long de toutes les années d'étude où elle a atteint en 2015 131.84%, ce qui est un pourcentage positif, important et bon pour l'entreprise, puis ce pourcentage a diminué de manière significative au cours des années (2016-2017), puis en 2018 a augmenté clairement de 71,39% en raison de la réalisation d'un résultat d'exploitation élevé ainsi que de la diminution significative du besoin en fonds de roulement qui a également affecté les actifs économiques, puis est revenu à la baisse en

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

2019 et 2020, où il a atteint la valeur la plus faible au long des années d'études, elle atteint 4,15%, ce qui est considéré comme une rentabilité très faible en raison de l'augmentation marquée des besoins en capital et en investissements par rapport au résultat de l'exploitation.

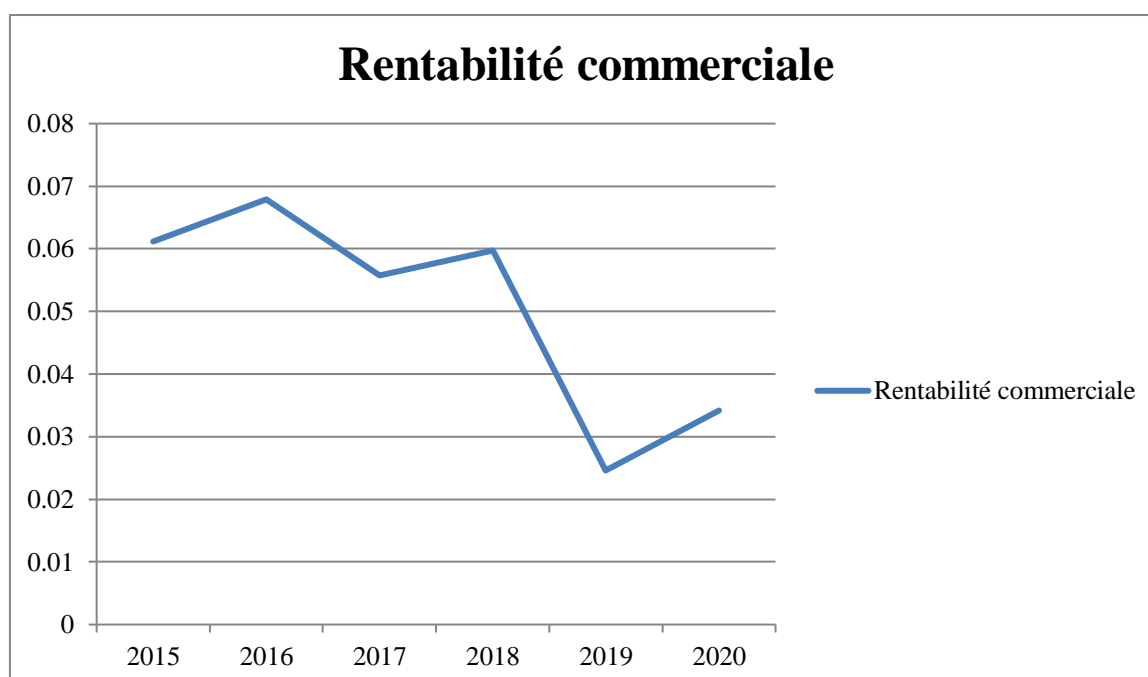
3.3 Rentabilité commerciale :

Tableau 31: La rentabilité commerciale durant la période (2015-2020)

Année	Résultat d'exploitation	CA	Rentabilité commerciale
2015	454543348,68	7430852030,66	0,0612
2016	286608587,62	4222833522	0,0679
2017	275353660,50	4937845938,71	0,0558
2018	381743568,73	6391134393,17	0,0597
2019	180734305,40	7339439810,66	0,0246
2020	285787153,22	8345672578,28	0,0342

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Graphique n°3 : Rentabilité commerciale durant la période (2015-2020)



Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

La rentabilité commerciale a augmenté légèrement au début des années d'étude, en 2015-2016 elle était estimée à 6,12% et 6,79% respectivement, puis elle a connu une baisse continue

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

jusqu'à atteindre 2,46% en 2019, qui est la valeur la plus basse. Ceci est dû à la baisse importante de résultat l'exploitation, l'augmentation des provisions pour amortissement, ainsi que les dépenses des utilisateurs.

4 Analyse des charges financières

Les charges financières sont constituées des intérêts et des pertes de changes. Afin de connaître la part des pertes de change dans les charges financières, nous présentons le tableau suivant :

Tableau 32: Evolution des pertes de changes et leur pourcentage dans les charges financières durant la période (2015-2020)

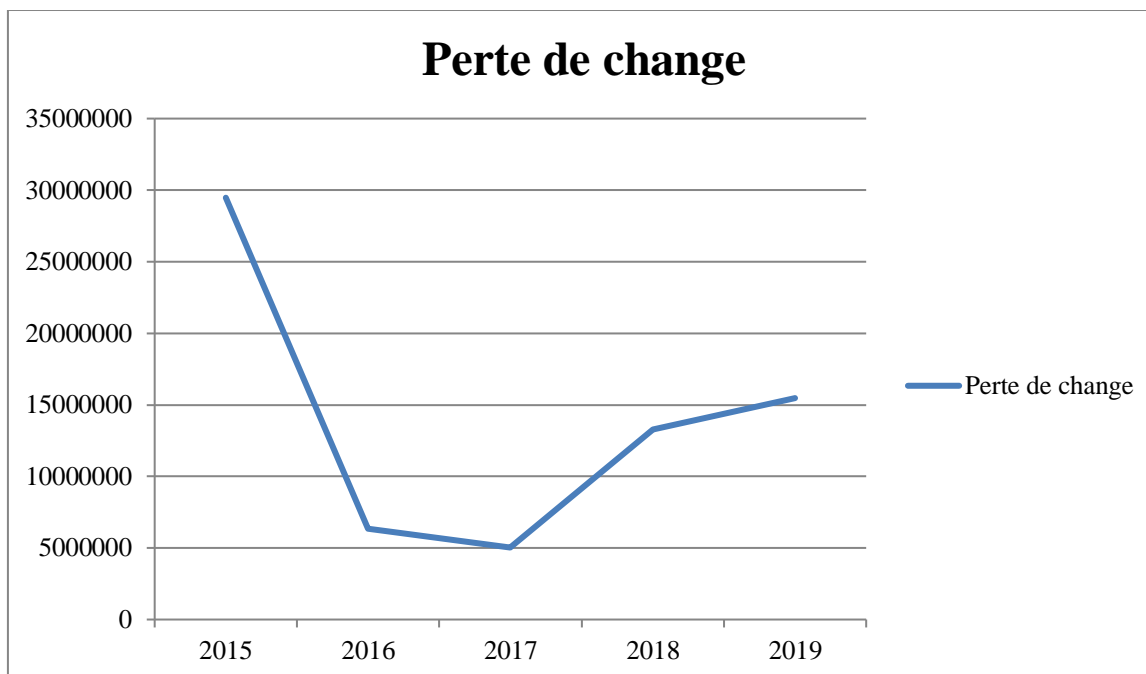
Année	2015	2016	2017	2018	2019
Charges financières	29 471 365	6 355 612	7 577 509,51	2 931 742,29	21 251 511,68
Pertes de change	29 415 720,91	6 355 612	5 030 463,45	13 271 737,66	15 472 814,61
% des pertes de change	99,99	100	61,46	63,52	71,46

Source : élaboré par moi-même sur la base des documents fournis par la banque.

À partir du tableau, nous constatons que les pertes de change constituent la partie majeure des charges financières de l'entreprise en 2015 et elles constituent toutes les charges financières pour l'année 2016. Le pourcentage des pertes baisse en 2017 jusqu'à 61,46% suite aux paiements des intérêts des emprunts financiers effectués en cette année. Ensuite, ce pourcentage augmente pour durant les années 2018 et 2019 parce que l'entreprise subit de plus en plus de pertes de change à cause de la dépréciation du dinar. L'évolution des pertes de change est présentée dans le graphe suivant :

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Graphique n°4: Evolution des pertes de change de durant la période (2015-2019)



Source : élaboré par l'étudiant

Nous observons que l'entreprise a enregistré des pertes de change importantes en 2015 (date de création de l'entreprise) dû à la dépréciation du dinar. Ainsi, à cette année l'entreprise a importé non seulement les matières premières mais aussi toutes les immobilisations nécessaires pour son activité. Entre 2017 et 2018 les pertes de change ont augmenté de 5 030 463,45 DZD à 15 472 814,61 DZD ce qui donne une hausse globale de 259,08 % ce qui est due à la dépréciation du dinar d'une part et à l'évolution u de l'activité de l'entreprise d'une autre part.

5 Analyse des produits financiers

Les produits financiers de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT constituent les gains de change, leur évolution est présentée dans le tableau suivant :

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

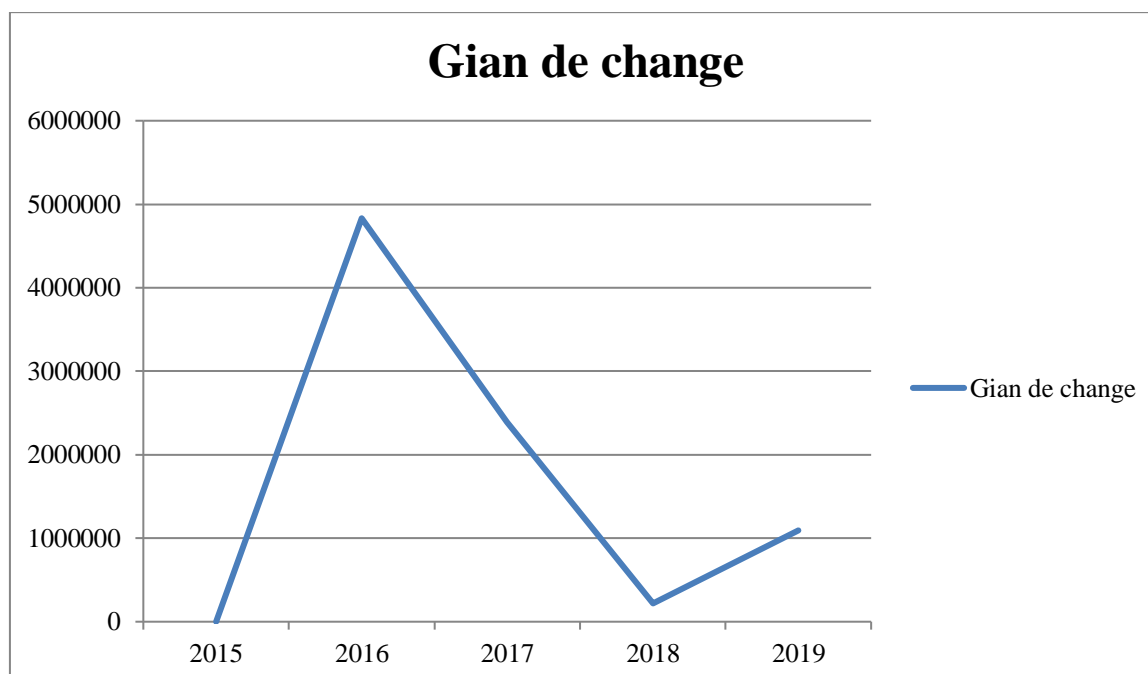
Tableau 33: Evolution des gains de change de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT durant la période (2015-2019)

Année	2015	2016	2017	2018	2019
Gian de change	0	4 832 010	2 392 167,84	2 161 740,62	2 095 989,45
Variation de gain de change	-	-	-63,67	-16,55	-5,66

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

Le graphe ci-dessous présente l'évolution des gains de change à partie de 2015 jusqu'à 2019

Graphique n°5 : Evolution des gains de change durant la période (2015-2019)



Source : élaboré par l'étudiant

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Nous remarquons que les gains de change augmentent de l'année 2015 à l'année 2016 ce qui est due au lancement de l'activité de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT. Ensuite, ils baissent jusqu'à 2019 pour atteindre 2 095 989,45 DZD. Ceci est dû à la dépréciation du dinar algérien par rapport à l'euro et au dollar américain.

En résumé, l'augmentation des cours USD/DZD et EUR/DZD a pour conséquence la réalisation des gains de change ainsi que des pertes de change pour l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT. Les pertes de change connaissent une augmentation à partir de l'année 2017 d'un montant de 5 030 463,45 DZD à 15472 814,61 DZD en l'année 2016. Quant aux gains de change diminuent de 4 832 010 DZD en 2016 à 2 095 989,45 DZD en 2016.

Donc, les gains de change réalisés par la dépréciation de dinar algérien ne couvrent pas les pertes générées. Cela peut être expliqué par le fait que l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT a des dettes (sorties d'argent) attendues en devises supérieures aux rentrées d'argent attendues en devises (parce que les importations sont supérieures aux exportations). Par ailleurs, des charges financières supérieures aux produits financiers procurent pour l'entreprise un résultat financier négatif. Ce dernier est en diminution durant la période (2017- 2019) et a pour effet de diminuer le résultat net de l'entreprise et donc une diminution de sa rentabilité financière durant la même période.

Pour conclure, on dit que la dépréciation du dinar par rapport à l'euro et au dollar américain a influencé la rentabilité financière de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT.

Sous-section 4 : L'étude de l'impact du taux de change sur la valeur patrimoniale de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT

Parmi les méthodes patrimoniales nous choisissons la méthode de l'ANC car elle est la méthode la plus adaptée pour l'entreprise.

Valeur de l'entreprise selon ANC = actifs réels – Dettes réelles

= (somme des actifs – actifs fictifs) – (somme des dettes – dettes fictives)

= (somme des actifs – somme des dettes) – actifs fictifs + dettes fictives

= capitaux propres – actifs fictifs + dettes fictives

L'entreprise possède :

- Pertes de change qui représentent des écarts de conversion actif et donc des actifs fictifs ;
- Gains de change étant que des écarts de conversion passif et donc des dettes fictives.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Donc, nous pouvons calculer la valeur patrimoniale de l'entreprise selon la méthode de l'ANC comme suit :

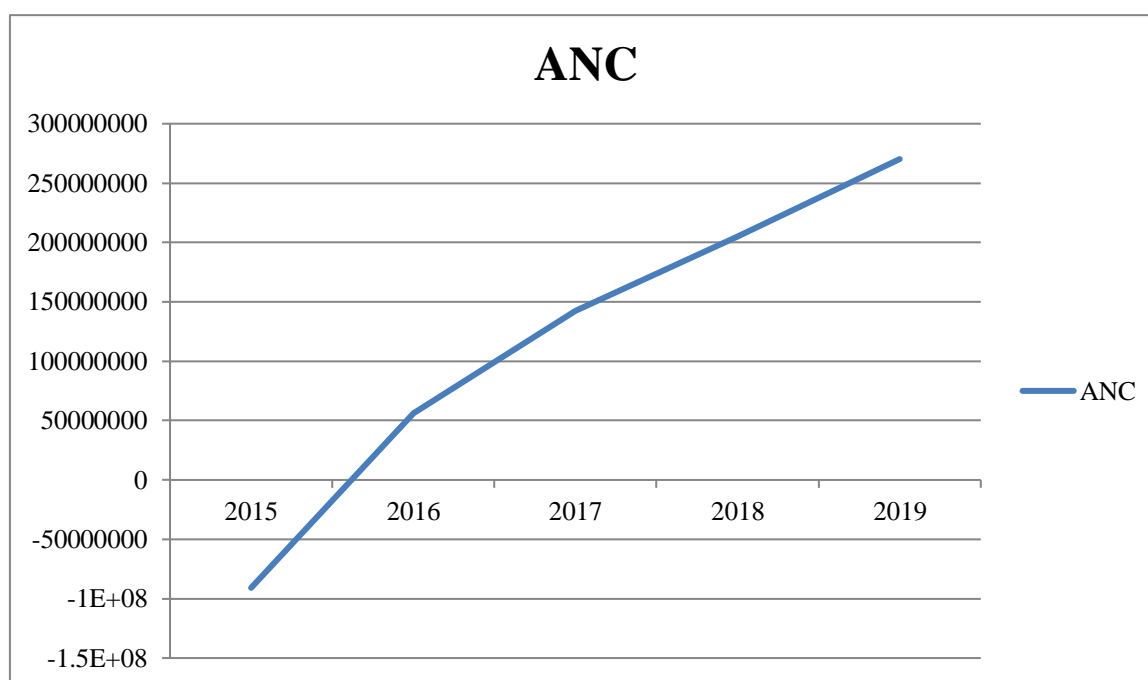
Tableau 34: Calcul de l'ANC de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT durant la période (2015-2019)

Année	2015	2016	2017	2018	2019
Capitaux propres	(52 452 096)	57 688 740	144 984 607,69	215 834 560,09	283 601 437,16
Actifs fictifs	38 415 720,91	6 355 912,40	5 030 463,45	13 271 737,66	15 472 814,61
Dettes fictifs	0	4 832 010	2 392 167,84	2 161 740,62	2 095 989,45
ANC	(90 867 816,91)	56 164 837,60	142 346 312,08	204 733 563,05	270 224 612

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

La valeur de l'entreprise selon l'ANC évolue comme le montre le graphe ci-dessous

Graphique n°6 : Evolution de l'ANC de durant la période (2015-2019)



Source : élaboré par l'étudiant

Nous observons que la valeur patrimoniale de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT selon l'ANC a augmenté au long de la période (2015-2019) pour atteindre un montant de 270 224 612 DA. Ceci est dû à l'augmentation des capitaux propres qui a pu couvrir les pertes de change engendrées par la dépréciation du dinar. Afin de

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

montrer l'impact de la variation du taux de change sur la valeur patrimoniale de l'entreprise, nous supposons les deux cas suivants :

- 1er cas : une stabilisation des cours USD/DZD et EUR/DZD durant la période (2015-2019)

Dans ce cas l'entreprise effectuera le paiement de ses importations comme il est prévu lors de dédouanement. Donc, elle ne réalisera pas des pertes de change. Ainsi, l'entreprise recevra les règlements de ses exportations comme il est prévu dans le contrat à la date de dédouanement. Alors, elle ne réalisera pas des gains de change. Et comme l'entreprise ne possède pas des actifs fictifs ni des dettes fictifs : sa valeur patrimoniale selon l'ANC sera égale à ses capitaux propres.

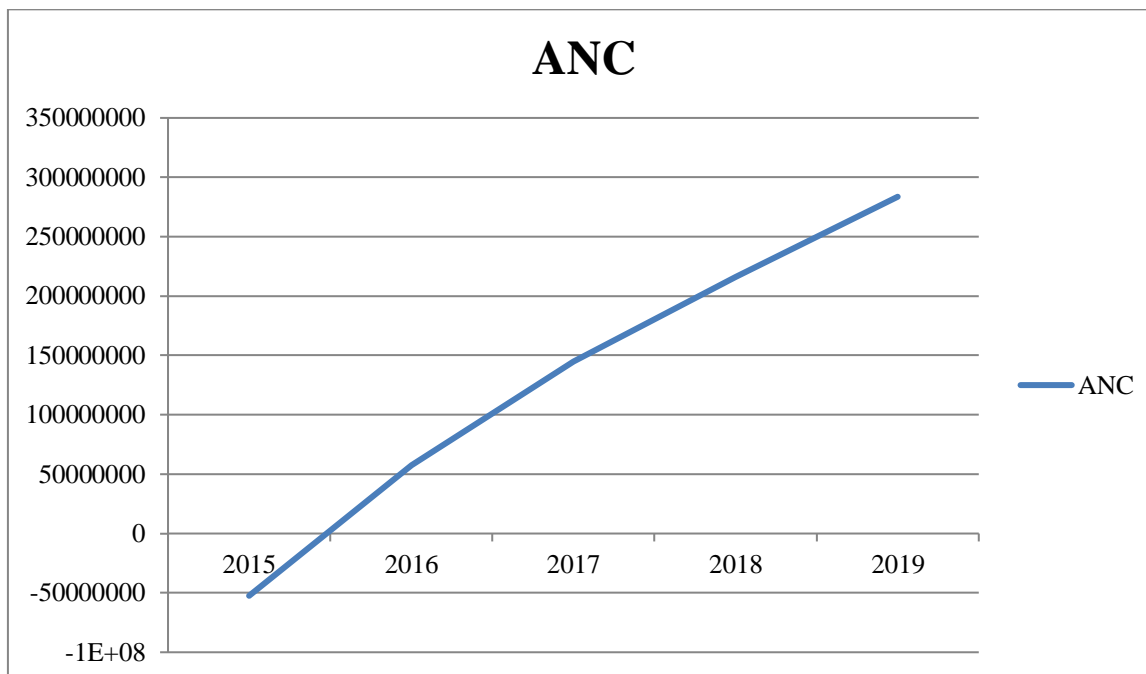
Tableau 35: Calcul de l'ANC de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT dans le cas de stabilité des cours USD/DZD et EUR/DZD durant la période (2015-2019)

Année	2015	2016	2017	2018	2019
Capitaux propres	(52 452 096)	57 688 740	144 984 607,69	215 834 560,09	283 601 437,16
Actifs fictifs	0	0	0	0	0
Dettes fictifs	0	0	0	0	0
ANC	(52 452 096)	57 688 740	144 984 607,69	215 834 560,09	283 601 437,16

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque L'évolution de l'ANC dans ce cas est présentée dans le graphe suivant :

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Graphique n°7: Evolution de l'ANC en cas de stabilisation des cours USD DZD et EUR DZD à partir de 2015 à 2019



Source : élaboré par l'étudiant

- 2ème cas : une appréciation du dinar par rapport à l'euro et au dollar durant la période (2015-2019)

On a déjà vu que les importations de l'entreprise excèdent ses exportations ce qui fait que les dettes libellées en devises dont disposent sont supérieures aux créances libellées en devises. Dans le cas où les cours USD/DZD et EUR/DZD déprécient avec le même pourcentage de leur appréciation, l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT réalisera des pertes de change ainsi que des gains de change tel que : les gains de change seront supérieurs aux pertes de change, c'est-à-dire qu'on aura à la place des gains de change de la situation initiale des pertes de change. Inversement, on aura à la place des pertes de change des gains de change. La valeur patrimoniale de l'entreprise selon l'ANC deviendra donc comme suit :

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

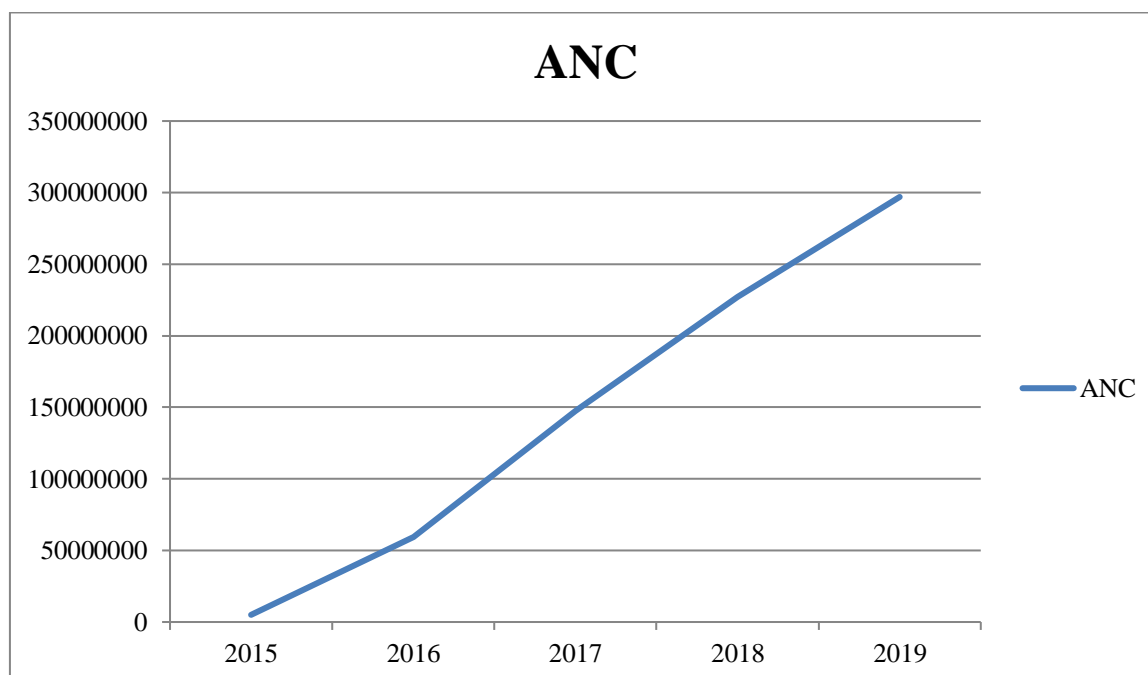
Tableau 36: L'ANC dans le cas d'une appréciation du dinar durant la période (2015-2019)

Année	2015	2016	2017	2018	2019
Capitaux propres	(52 452 096)	57 688 740	144 984 607,69	215 834 560,09	283 601 437,16
Actifs fictifs	0	4 832 010	2 392 167,84	2 161 740,62	2 095 989,45
Dettes fictifs	38 415 720,91	6 355 912,40	5 030 463,45	13 271 737,66	15 472 814,61
ANC	5 011 537,91	59 212 642,4	147 622 903,3	226 944 557,13	296 978 262,32

Source : élaboré par l'étudiant sur la base des documents fournis par la banque

L'évolution de l'ANC dans ce cas est présentée dans le graphe suivant :

Graphique n°8 : Evolution de l'ANC en cas de appréciation des cours USD DZD et EUR DZD à partir de 2015 à 2019

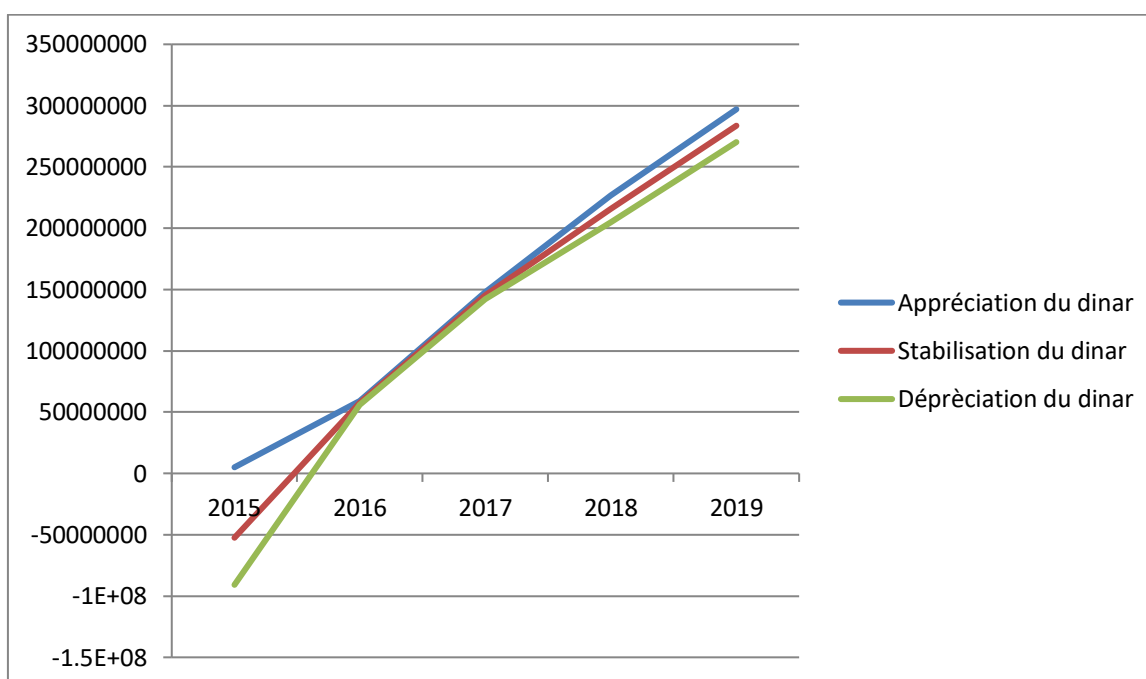


Source : élaboré par l'étudiant

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Comparaison de l'évolution de l'ANC entre les trois cas : Afin de tirer l'influence de l'ANC de l'entreprise par l'évolution du taux de change on compare cette dernière entre les trois cas à travers le graphe suivant :

Graphique n°9 : L'évolution de l'ANC dans les trois cas



Nous observons que l'ANC varie dans le même sens dans les trois cas mais elle est plus rapide dans le cas de l'appréciation du dinar où l'entreprise réalise des gains de change supérieurs aux pertes de change et elle est moins rapide dans le cas d'une stabilisation du dinar où l'entreprise ne réalise ni gains ni pertes de change (elle va donc suivre la variation des capitaux propres) et elle est encore moins rapide dans le contexte d'une dépréciation du dinar car les pertes de change enregistrées par l'entreprise sont supérieures à ses gains de change. Nous constatons que la valeur de l'entreprise selon l'ANC est affectée par les fluctuations du taux de change. Et puisque l'entreprise est importatrice plus qu'exportatrice on distingue les deux possibilités suivantes :

- ✓ Fluctuation favorable pour l'entreprise : c'est-à-dire une appréciation de dinar qui va augmenter l'ANC de l'entreprise ;
- ✓ Fluctuation défavorable pour l'entreprise : il s'agit d'une dépréciation de dinar, cette dernière va diminuer l'ANC de l'entreprise.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Sous-section 5: les recommandations proposées pour l'entreprise EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT

Comme nous l'avons montré, la rentabilité financière et la valeur patrimoniale de l'entreprise est affectée par les fluctuations du taux de change et plus l'activité de cette dernière augmente, ses échanges internationaux augmentent aussi et donc son exposition au risque de change augmente. La couverture contre ce risque est donc indispensable.

En revanche, l'entreprise ne procède à aucune des techniques permettant la couverture contre le risque de change. Par contre, elle se contente de constater les pertes et les gains de change.

D'après notre étude, nous avons constaté que les pertes de change sont de plus en plus importante ce qui fait diminuer le résultat net de l'entreprise et affecter sa rentabilité ainsi que sa valeur.

C'est pour ces raisons que nous proposons à cette entreprise de se couvrir contre ce risque afin d'éviter les pertes subies.

➤ **La couverture par clause d'indexation**

Nous recommandons à l'entreprise d'adapter une technique interne qui est simple à appliquer. Il s'agit des clauses d'indexation et plus précisément celle de risque partagé¹²² qui permet la répartition de perte de change ainsi que le gain de change entre l'importation et l'exportation. Cette répartition est négociée entre les deux parties du contrat.

Prenons l'exemple d'importation précédent où l'entreprise a subi une perte de change de 270 940,51DZD.

Si l'entreprise utilise la clause du risque partagé et elle négocie avec son client de prendre en charge un pourcentage de la perte de change à l'échéance.

Soit le partage de la perte de 4%.

Grace à la clause du risque partagé l'entreprise ne subira que :

$$270\,940,51 * 0,96 = 260\,102,89 \text{ DZD}$$

Donc, grâce à cette clause l'entreprise subira une perte de change de 260 102,89 DZD au lieu de 270 940,51DZD et elle économisera 10837,62 DZD. À première vue, ce montant peut sembler dérisoire, mais comme l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT mène des dizaines de négociations de ce genre, le résultat global peut être appréciable.

¹²²Expliquée dans le chapitre 2, page 48

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Conclusion

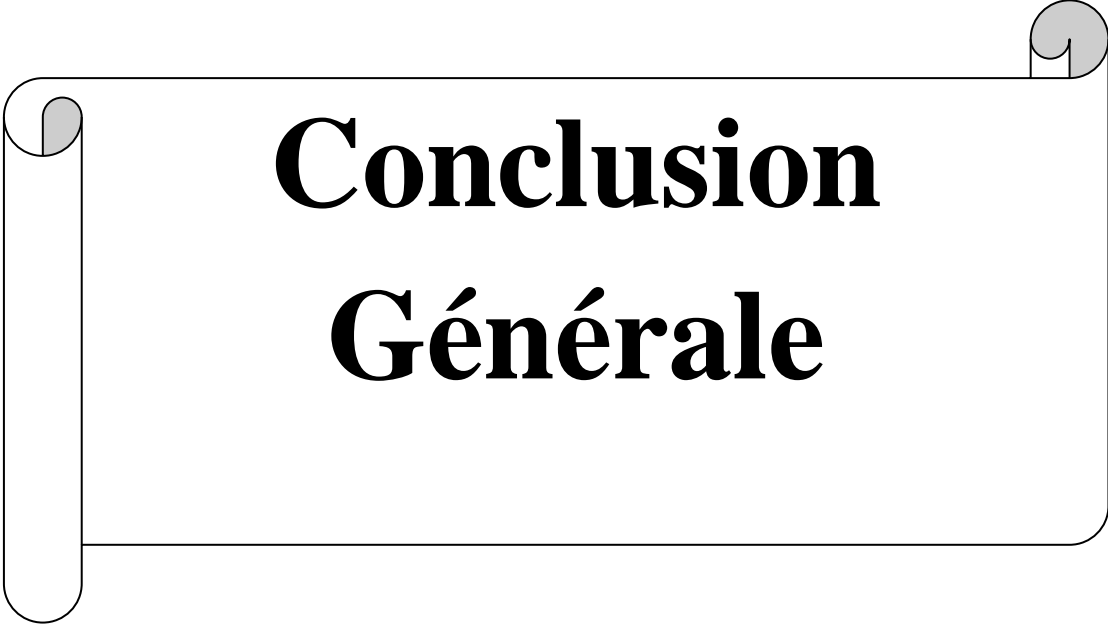
Ce dernier chapitre a fait l'objet d'une étude pratique sur l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT. Nous avons commencé par la présentation de l'entreprise et nous avons constaté que cette dernière importait et exportait des produits finis prêts à les vendre depuis quelques années. Ces opérations de commerce extérieur ont exposé l'entreprise à des fluctuations du cours de change du dinar par rapport aux devises utilisées dans son activité, et donc peut être menacée par le risque de change. En effet, nous avons montré, à travers l'analyse d'une opération d'importation et d'exportation que l'entreprise a constatée des pertes et des gains de change suite à la dépréciation du dinar algérien. Afin de bien comprendre l'effet du taux de change sur la valeur de l'entreprise EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT, nous avons tenté d'utiliser un modèle qui relie la variation de la valeur de l'entreprise en tant qu'une variable endogène avec la variation du taux de change comme variable exogène. Malheureusement, on a eu des difficultés dans l'obtention des données statistiques permettant de calculer la valeur de l'entreprise. Nous avons donc procédé à une analyse de l'évolution de la rentabilité d'une part et la valeur patrimoniale de l'entreprise d'une autre part, avec la variation des cours EUR/DZD et USD/DZD vu que cette dernière utilise ces devises dans ses échanges internationaux. Après avoir calculé les différents types de rentabilité de l'entreprise, nous avons constaté qu'elle a connu une diminution durant la période (2017-2018) dû à une augmentation des capitaux propres mais aussi à une diminution du résultat net. Cette dernière résulte de plusieurs raisons, nous nous sommes intéressées au résultat financier qui a connu une diminution tout le long de la période (2017-2018). En effet, le résultat financier de l'entreprise est négatif et diminue parce que les charges financières qui sont constituées principalement de pertes de change excèdent de plus en plus les produits financiers qui ne sont rien d'autres que les gains de change. Cette situation est expliquée par la dépréciation du dinar par rapport à l'euro et au dollar qui a fait augmenter les décaissements de l'entreprise et diminuer ses encaissements. Donc, nous confirmons notre première hypothèse : effectivement, le taux de change a un impact sur la rentabilité financière de l'entreprise.

Ensuite, nous avons analysé l'évolution de la valeur patrimoniale de l'entreprise dans le cadre d'une dépréciation du dinar par rapport à l'euro et au dollar qui est le cas réel, d'une stabilité du dinar et d'une appréciation du dinar afin de savoir si la valeur patrimoniale de l'entreprise est affectée par la variation du taux de change. Effectivement, les calculs de la valeur patrimoniale dans les trois cas nous ont montré qu'il y a une influence du taux de change sur cette dernière. Alors, nous confirmons notre deuxième hypothèse.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Ainsi, nous avons constaté que malgré les pertes constatées par l'entreprise, cette dernière ne provient à aucune technique de couverture contre le risque de change ce qui nous conduit à infirmer notre troisième hypothèse.

Enfin, nous avons proposé une méthode interne de couverture contre le risque de change.



**Conclusion
Générale**

Conclusion Générale

Conclusion Générale

Depuis que les entreprises algériennes cherchent à gagner des parts de marché à l'étranger en exerçant le commerce international, elles sont sujettes à le risque de change qui menace leur pérennité.

À cause de cette vérité inévitable, nous nous intéressons dans notre travail à la question primordiale qui consiste à savoir si la fluctuation du taux de change affecte la rentabilité de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT.

Pour y répondre nous avons élaboré notre étude sur deux axes.

Le premier axe a porté sur des éléments théoriques traités dans les deux premiers chapitres.

Le premier axe a porté sur des éléments théoriques traités dans les deux premiers chapitres.

Dans le premier chapitre, nous avons éclairé les notions liées au marché des changes et au taux de change. En effet, nous avons exposé les caractéristiques du marché des changes, Ainsi nous avons présenté les trois compartiments du marché des changes dont les opérations effectuées par les opérateurs différent d'un marché à l'autre.

Ensuite, nous avons détaillé les facteurs déterminants du taux de change au comptant et ceux à terme ce qui nous a permis de valider la première hypothèse de notre travail.

Nous avons clôturé ce chapitre par la présentation des différentes facteurs qui influence le choix de régime de change.

Dans le deuxième chapitre, nous avons défini la rentabilité et ses différents types. Et nous avons détaillé la méthode du calcul le SIG. Ensuite nous avons donné les méthodes d'analyse de la rentabilité.

Après ça, nous avons défini le risque de change et ses différents types. Nous avons constaté que tous les opérateurs internationaux sont exposés à ce risque. En revanche il existe des techniques qu'elles soient internes ou externes qui permet de se couvrir contre ce type de risque et donc la validation de notre deuxième hypothèse de travail.

Nous avons par la suite expliqué le lien existant entre le taux de change et la rentabilité de l'entreprise qui peut avoir un impact favorable ou défavorable par les fluctuations du taux de change. Et pour bien comprendre ce lien nous avons dédié le troisième chapitre qui décrit notre étude au sein de la banque CPA en feuilletant les documents de ses clients exerçant le commerce international normalement l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT.

EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT est une entreprise algérienne spécialisée en l'achat et la vente de produits agroalimentaires finis et qui effectue des échanges à l'échelle internationale. Donc le résultat de l'entreprise est lié directement à la fluctuation du taux de change.

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

Pour prouver l'exposition de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT au risque de change nous avons analysé les deux types d'opérations qu'elle effectue à l'échelle internationale, et nous avons comparé le cours de change à la date de dédouanement (qui est affiché dans le D10) avec celui de la date de règlement. Effectivement, nous avons constaté que dans le cas d'importation ou le dinar s'est apprécié l'entreprise a enregistré un gain de change. Ce qui fait que cette fluctuation du cours de change est considéré comme favorable pour l'entreprise.

À l'inverse, dans le cas d'exportation la monnaie nationale s'est déprécié ce qui a entraîné un décaissement supérieur à celui prévu par l'entreprise et donc la réalisation d'une perte de change.

Après avoir découvrir les fluctuations favorables et défavorables pour l'entreprise, nous avons analysé l'effet de ces phénomènes sur la rentabilité de l'entreprise.

Nous avons constaté que la rentabilité diminue avec la dépréciation du dinar à cause de l'augmentation des pertes de change qui excèdent les gains de change et qui pèsent dans le résultat financier et donc le résultat net. Cela qui nous a conduit à confirmer la troisième hypothèse de notre étude.

Nous pouvons conclure que la rentabilité de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT est affectée défavorablement par une dépréciation du dinar et favorablement par une appréciation de ce dernier. Cette conclusion est valable pour toute entreprise algérienne exerçant à l'échelle internationale.

Jusqu'à aujourd'hui l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT ne prévoit aucun instrument de couverture et ne fait que constater les pertes et les gains de change, c'est-à-dire qu'elle adopte une stratégie de non couverture.

C'est pour ces raisons que nous conseillons à cette entreprise d'utiliser certaines techniques de couverture comme la clause du risque partagé malgré que cette dernière n'est pas toujours accepté par les fournisseurs étrangers notamment avec la chute des prix de pétrole et donc la dépréciation du dinar.

L'entreprise peut également utiliser la technique du « termaillage » qui à consiste à retarder ou à avancer les encaissements et les décaissements en devise sur la base des prévisions de l'évolution du taux de change.

Notre étude nous a conduits vers les conclusions suivantes :

- Le développement du marché des changes et l'évolution du système de change ont poussé à plus de fluctuations au taux de change ;
- Le risque de change est devenu un risque majeur pour toute entreprise exerçant le commerce international, et même pour celle qui a son activité au niveau local parce

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise

qu'elle aura de la concurrence féroce par les entreprises étrangères (risque de change économique) ;

- L'instabilité du taux de change affecte d'une manière favorable ou défavorable la rentabilité de l'entreprise ;
- La meilleure solution pour l'entreprise afin de se protéger sa rentabilité est de se couvrir contre le risque de change. Ces techniques auront des résultats considérables dans la mesure où elles vont permettre aux entreprises de réduire leurs pertes de change.



BIBLIOGRAPHIE

Les ouvrages

- ACH. Y-A et DANIEL. C, « **Finance d'entreprise, du diagnostic à la création de valeur**», édition : HACHETTE, Paris 2004
- Aglietta Michel, « **Macroéconomie international** », édition Montchrestien, France, 1997
- A. LAHRECHE-REVIL, **Taux de change réel et croissance : Perspectives pour une zone euro en Méditerranée**, Revue d'économie financière, 1999
- Albertini,J et Silem A, « **Comprendre les théories économiques** », Edition Seuil, Paris, 1980
- Armand Dayan : « **Manuel de gestion/volume 2** », 2ème édition, éd. Ellipses, Paris, 2004
- BARREAU, J ; DELAHAYE, F, « **Gestion financière** », 13emeEdition, Dunod, Paris, 2004
- BENDRIOUCH, A, « **Gestion du risque de change** »,2eme Edition, Cogefos, 2003.
- Bramoullé; G, Augey; D, (1998), **Economie monétaire**, Dalloz, Paris
- CABANE. P, « **L'essentiel de la finance à l'usage des managers** », édition : EYROLLES, Paris, 2005
- Catherine Karyotis, « **l'essentiel de la bourse et des marchés de capitaux** », édition Gualino, Lextenso, 4ème édition, France, 2014
- C.BIALES, « **le taux de change** », France, 2013
- C. PASCO, « Commerce international », DUNOD, Paris, 2007
- Descamps Christian, Soichot Jacques, « **gestion financière internationale** », Ed .EMS, 2006
- D. EITEMAN, A. STONEHILL ET M. LOFFETT, « **Gestion et finance international** », edition Pearson éducation, 10eme edition, Paris, 2004
- Dominique Plihon, **les taux de change**, 3ème édition, EDITION, LA DECOUVERTE, et syros, 2001
- DRUNAT Jérôme, Dufrenot Gilles, Mathieu Laurent, « **Les Théories Explicatives Du Taux De Change : de Cassel au début des années quatre-vingt** ». In: Revue française d'économie, volume 9, n°3, 1994
- F.YAICI : «**Précis de finance internationale** ». ENAG Edition, 2008
- G. LEGRAND et H. MARTINI, « **Commerce international** », Dunod, 3émé édition, Paris, 2003
- Gérard Melyon, « **Gestion financière** », édition Bréal, 4ème édition, France, 2007
- Gilles Nancy. « **Gestion du risque de change et mouvements de capitaux** » : Economica 1976
- GRANDJEAN, P, « **Change et gestion du risque de change** », Edition Chihab, Paris, 1995
- Hubert de la Bruslerie « **Analyse financière**» ,2eme Edition. Paris: DUNOD, 2002
- K.CHIHA, « **finance d'entreprise** », Edition Dar Houma
- Larbi Dohni, Carol Hainaut, « **Les taux de change : déterminants, opportunités et risques** », édition de boeck, 1ére édition, Bruxelles, 2004

- Laurence Abadie, Catherine Mercier - Suissa « **Finance Internationale** », édition : Armand Colin, Paris, 2011
- M. Dupluy, J-M Cardebat, Y. Gegourel “finance international”, travaux dirigé, édition DUNOD, PARIS, 2006
- Maurice Debeauvais, Yvon Sinnah, « **La gestion globale du risque de change : nouveaux enjeux et nouveaux risques** », édition Economica, Paris, 1991
- Mondher Chérif, « **Les taux de change** », édition Revue Banque, Paris, 2002
- P. Prissert « **La gestion du risque de change** » Revue Banque, Octobre, 1973
- Patrice fontaine, « **gestion financière internationale** », édition Dalloz, Paris, 1997
- Patrice fontaine, « **Marché des changes** », édition Pearson Education, 2ème édition, Paris, 2011
- Peyrard; J, Max Peyrard ; M, « **Dictionnaire de finance** », Vuibert, 2ed, Belgique, 2001
- Phillippe d’Arvisenet « **Finance Internationale** », édition DUNOD, Paris, 2004
- PLIHON Dominique, « **Le taux de change** », 6ème édition, édition LA DECOUVERTE, Paris, 2012
- PRAMAGE, « **analyse et diagnostic financier** », Edition d’organisation, Paris, 2001
- SALVATOR. Dominick, « **Économie Internationale** », De Boeck, Bruxelles, 2008
- SIMON.Y, LAITIER.D, « **finance international** », ED: ECONOMICA, 9ème édition, Paris 2005
- TAVERDET-POPIOLEK. N « **Guide du choix d’investissement** », édition : d’Organisation, Paris, 2006
- TOURNIER J C « **évaluation d’entreprise** », 3eme Edition d’organisation, 2002
- Xavier Bruckert, Didier Marteau, Dahlia Tang « **LE MARCHÉ DES CHANGES ET LA ZONE FRANC** », édition : Ellipses, Paris, 1989
- Yves Simon, Christophe Morel, « **Finance Internationale** », édition Economica, 11ème édition, Paris, 2015

Les articles

- Baillie; R, MacMahon; P, (1989), **The foreign exchange market, theory and econometric evidence**, Cambridge university press, New York
- BENASSY-Quéré Agnés, **Comment se fixe les taux de change ?** Un bilan. In : Économie & prévision, N°107, 1993-1, Études internationales, PP 37-62
- BOROWSKI. Didier, COUHARDE Cécile, THIBAUT Florence. « **Les Taux De Change D’équilibre Fondamentaux : De L’approche Théorique A L’évaluation Empirique** », In: Revue française d’économie, volume 13, n°3, 1998, PP 177-206
- Ward; M, (1 985). **Parités de pouvoir d’achat et dépenses réelles dans les pays de l’OCDE** (OCDE, Paris)

Rapport et documents

- COUDERT Virginie, « **Comment Évaluer L'effet Balassa-Samuelson Dans Les Pays d'Europe Centrale Et Orientale?** » BULLETIN DE LA BANQUE DE FRANCE – N° 122 – FÉVRIER 2004
- COUDERT Virginie, «**Les Taux D'intérêt** », Encyclopedia Universalis [en ligne], consulté le 09 Novembre 2015.
 - URL: <http://www.universalis.fr/encyclopedie/taux-d-interet/>
- FMI, bulletin 08 mars 2004, Christine Ebrahim-Zadeh, département des relations extérieures, « **Les Effets Balassa-Samuelson** », P : 54
- Laurence Le Gallo (juillet-août 2005), « **Comment la banque vous juge** »
- Jean-Baptiste Desquilbet, Université Lille 1 – 2015
- P. PAUCHER: «**Mesure de la performance financière de l'entreprise**», office des publications universitaires, Alger, P: 08

Sites internet

https://www.oecd-ilibrary.org/fr/economics/etudes-economiques-de-l-ocde-france-1989_eco_surveys-fra-1989-fr

<https://d1n7iqsz6ob2ad.cloudfront.net/document/pdf/538e11914171e.pdf>

https://www.memoireonline.com/08/09/2504/m_Les-instruments-de-couverture-durisque-de-change11.html

www.algerienews.info

<https://cpa-bank.dz/>

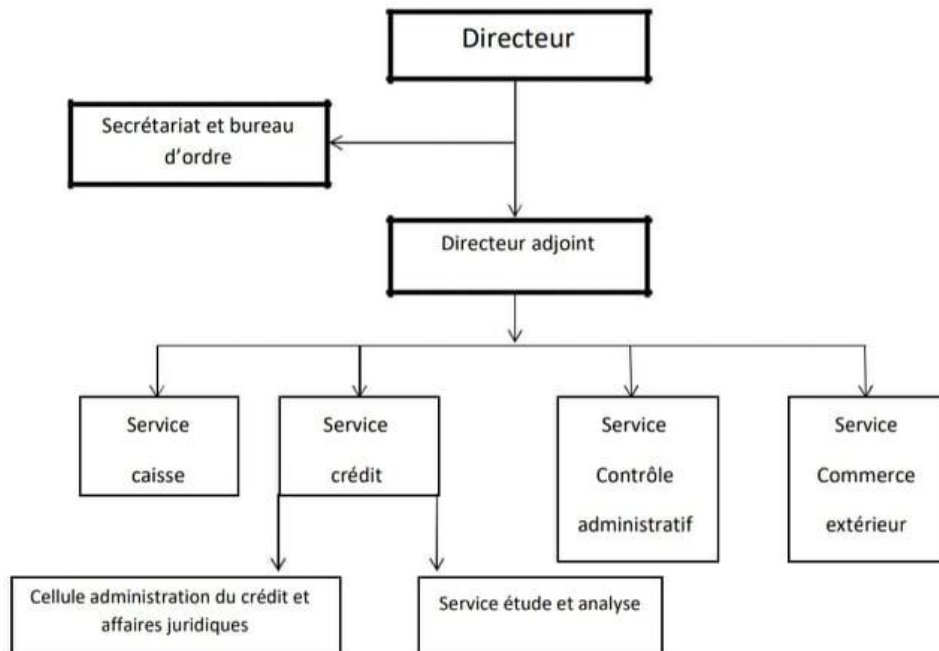
Mémoires

- Imen Themri, mémoire fin d'étude sur « **la couverture contre les risque de change** », université de Jandouba Tunis, 2007.
- Bennada Mokhtaria, mémoire fin d'étude sur « **Impact de la variation du taux de change sur l'inflation et la croissance économique en Algérie** », université d'Oran 2, 2017-2018.
- Rennane Rabah, mémoire fin d'étude sur « **L'impact du taux de change sur les comptes de la balance des paiements en Algérie : (1999-2008)** », université d'Oran, 2012-2013.



Annexe

Annexe n°1



Source : Document interne au service crédit du CPA

Annexe n°2

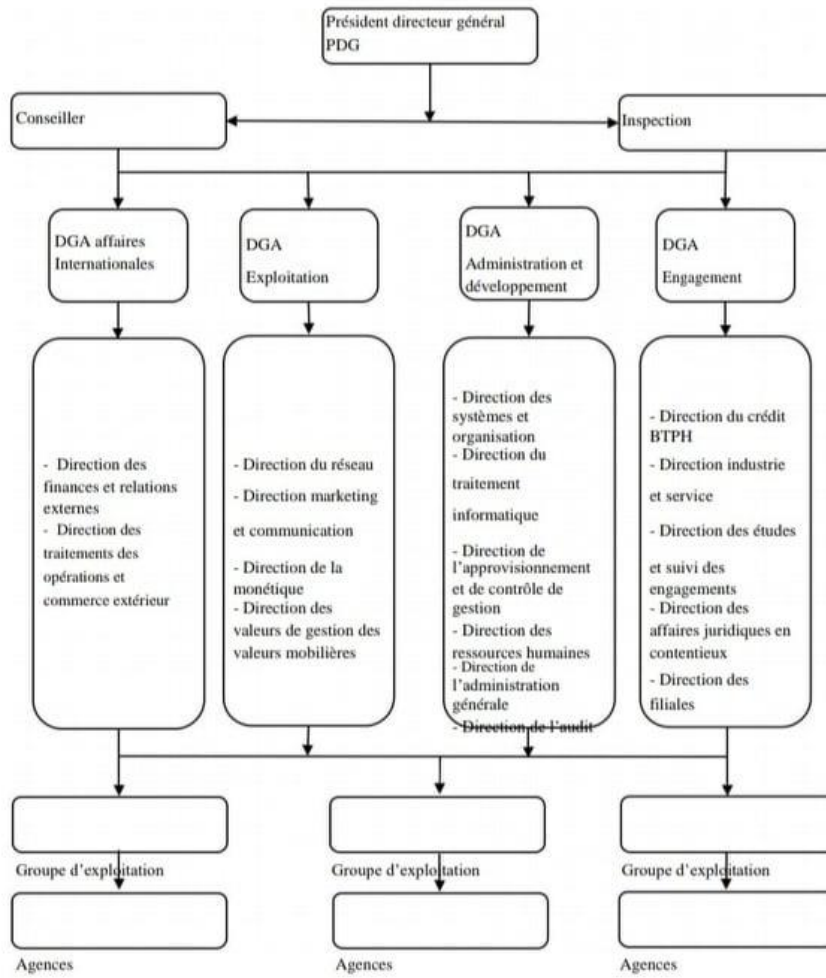


Table des matières

Résumé

Dédicaces

Remerciements

Liste des tableaux

Liste des figures

Liste des abréviations

Sommaire

Chapitre1 : Conceptualisation du marché des changes.....6

Introduction6

Section 1 : le marché des changes.....7

Sous-section 1 : présentation du marché des changes.....7

1 Définition du marché des changes.....7

2 Les principales devises négociées sur le marché des changes7

2.1 La dénomination des devises.....7

2.2 L'échange des devises.....8

3 Caractéristiques du marché des changes.....9

3.1 Un marché-réseau dominé par quelques places financières9

3.2 La détermination du taux de change9

3.3 Un marché dominé par les banques9

3.4 Le plus grand marché financier au monde9

3.5 Marché en continue.....10

3.6 Le marché financier le plus liquide.....10

3.7 Un marché risqué dominé par les opérations à terme10

3.8 Les types de transaction11

Sous-section 2 : Les acteurs du marché des change11

1 Les acteurs de marché du change :.....11

1.1 Les banques12

1.2 Les entreprises12

1.3 Les investisseurs institutionnels13

1.4 Les banques centrales14

1.5 La clientèle privée	14
1.6 Les courtiers (Brokers)	15
Sous-section 3 : les compartiments du marché des changes	14
1 Le marché au comptant (spot market)	15
1.1 La cotation.....	15
1.1.1 La cotation au certain	15
1.1.2 La cotation à l'incertain	16
1.2 Le cours acheteur et le cours vendeur : l'importance du spread	16
1.3 Les cours croisés.....	17
2 Le marché à terme (forward market).....	19
3 Le marché du dépôt	20
3.1 Le transfert de dépôt bancaire	20
3.2 Le numéraire à définir.....	20
Sous-section 4 : les comportements adoptés par les intervenants sur le marché des changes	20
1 La couverture, ou « hedge ».....	21
2 L'arbitrage.....	21
2.1 L'arbitrage spatial.....	22
2.2 L'arbitrage sur taux d'intérêt.....	22
2.3 L'arbitrage sur les cours de change	22
2.4 Le rôle des arbitrages	22
3 La spéculation	23
3.1 La Spéculation sur le change au comptant	23
3.2 La Spéculation sur le change à terme	24
3.3 La spéculation sur les devises	24
3.4 Le rôle de la spéculation	24
Section 2 : Le taux de change	24
Sous-section 1 : Notion du taux de change	24
1 Définition du taux de change:	25
2 Taux de change au comptant.....	26
3 Taux de change à terme	26
3.1 Taux de change nominal (TCN)	26
3.2 Taux de change réel (TCR).....	27
4 Taux de change effectif (TCE).....	27
4.1 Taux de change effectif nominal (TCEN).....	28

4.2 Taux de change effectif réel (TCER).....	28
5 Le taux de change d'équilibre	28
Sous-section 2 : les régimes de change	28
1 Qu'est-ce qu'un régime de change ?	29
2 Régime de Change fixé.....	29
2.1 Avantages du régime de change fixe :	33
2.2 Inconvénients du régime de change fixe :.....	34
3 Régime de change flottant	34
3.1 Avantages.....	34
3.2 Inconvénients	34
4 Régime de change intermédiaire.....	35
5 Le triangle d'incompatibilité de Mundell.....	36
6 Les types de régime de change dans le SMI contemporain	36
Sous-section 3 : Les déterminants du taux de change.....	35
1 Détermination du taux de change:.....	37
2 Théories traditionnelles du taux de change (Modèles de long terme):	37
2.1 Approche du taux de change par la balance des paiements (BP):	37
2.2 La théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA):	38
2.2.1 L'effet Balassa-Samuelson:	40
2.2.1.1 Les implications majeures de l'effet Balassa:	41
3 Approches financières de détermination du taux de change:.....	41
3.1 Théorie de la parité des taux d'intérêt :	41
3.1.1 Théorie de la parité non couverte des taux d'intérêt (PTINC):	42
3.1.2 Parité couverte des taux d'intérêt (PCTI):	43
4 L'approche monétaire du taux de change:.....	44
5 Modèle de choix de portefeuille :.....	46
6 Le choix du régime de change	48
6.1 Revue de littérature.....	48
6.2 Facteurs influençant le choix de régime de change	50
7 Mouvement vers la flexibilité pour les pays émergents	50
Conclusion.....	
 Chapitre 2 : La rentabilité et sa relation avec la fluctuation du taux de	
change	51
Introduction	52

Section 1 : La rentabilité de l'entreprise	53
Sous-section 1 : Généralités sur la rentabilité	53
1 Définition de la rentabilité	54
2 Typologies de la rentabilité.....	54
2.1 Rentabilité économique	55
2.2 Rentabilité financière :(ou rentabilité des capitaux propres).....	56
2.3 Rentabilité commerciale	56
3 Les soldes intermédiaires de gestion	57
3.1 Définition :	57
3.2 Le mode de calcul des différents soldes intermédiaires :.....	57
Sous-section 2 : L'analyse de la rentabilité.....	62
1 Analyse de la rentabilité économique et financière.....	64
1.1 Analyse des marges d'exploitation	65
1.2 Analyse de la rentabilité économique	66
1.3 Analyse de la rentabilité financière	67
1.3.1 Décomposition du ratio de rentabilité financière	68
2 La capacité d'autofinancement (CAF) :.....	70
2.1 Définition :	70
2.2 Le calcul de la CAF	70
2.2.1 Calcul par la méthode soustractive :	70
2.2.2 Calcul par la méthode additive :	71
2.3 L'interprétation de la CAF	71
Section 2 : La gestion du risque de change	70
Sous-section 1 : Le risque de change	70
1 Définition du risque de change	72
2 Typologie des risques de change.....	73
2.1 Le risque de change de transaction	73
2.1.1 Risque de change commercial	73
2.1.2 Le risque de change financier	74
2.2 Risque de change comptable	75
2.3 Risque de change économique	75
Sous-section 2: la position de change.....	74
1 La définition de la position de change.....	76
2 Les types de la position de change	77

2.1	La position de change par devise.....	77
2.1.1	Position de change longue.....	77
2.1.2	Position de change fermée.....	78
2.1.3	Position de change courte.....	78
2.2	La position de change par échéance.....	78
2.3	La position de change globale.....	79

Sous-section 3: la couverture du risque de chang.....76

1	La détermination de la position de change.....	79
1.1	La surveillance en temps réel de la position de change.....	79
1.2	L'évaluation de la probabilité de variation de taux de change.....	80
1.3	Le calcul des coefficients de risque.....	81
1.4	La mise en œuvre des techniques adéquates de couverture.....	81
2	Les techniques de couverture.....	82
2.1	Techniques de couverture interne.....	82
2.1.1	Le choix de la monnaie de facturation.....	83
2.1.1.1	La facturation en monnaie nationale.....	83
	Avantage.....	83
	Inconvénients.....	83
2.1.1.2	La facturation en devise.....	84
	Avantages.....	84
	Inconvénients.....	84
2.1.2	Les clauses d'indexation.....	85
2.1.3	La compensation multilatérale ou netting.....	86
2.1.3.1	Le netting bilatéral.....	87
2.1.3.2	Le netting multilatéral.....	87
2.1.4	Le termaillage.....	88
2.1.5	Les centres de refacturation.....	89
2.1.6	La mise en commun (pooling).....	89
2.2	Techniques de couverture externe.....	89
2.2.1	L'avance en devises.....	89
2.2.2	La couverture sur le marché monétaire.....	90
2.2.2.1	Les prêts en devise.....	90
2.2.2.2	Les emprunts en devise.....	90
2.2.3	Les produits de type assurance.....	91
2.2.3.1	L'assurance change négociation.....	91

2.2.3.2	L'assurance change contrat.....	91
2.2.4	La couverture à terme.....	92
2.2.4.1	Définition.....	92
2.2.4.2	Principe.....	92
2.2.5	Les swaps.....	93
2.2.5.1	Les swaps de change	93
2.2.5.2	Les swaps de devises	94
2.2.6	Les options sur devises.....	95
Conclusion.....		93

Chapitre 3 : l'étude de l'impact du taux de change sur la rentabilité et la valeur patrimoniale de l'entreprise.....95

Introduction.....95

Section 1 : Présentation du Crédit populaire d'Algérie96

1	Création et organigramme du Crédit Populaire d'Algérie, « CPA »	100
1.1	Création du CPA.....	100
1.1.1	Présentation de l'agence CPA 333, Mila.....	101
1.2	La mission du CPA.....	101
1.3	La mission du CPA.....	102
1.4	Structure du CPA.....	102
1.5	Activités du CPA.....	105
1.5.1	Collecte des ressources.....	105
1.5.2	Distribution du crédit	106
1.5.3	Activité commerciale	106
1.6	Rôle du CPA.....	106
1.6.1	Financement et développement de l'économie nationale.....	106
1.6.2	La modernisation	106
1.6.3	Le contrôle.....	106

Section 2 : Etude de cas d'une entreprise «ALLOUCHE AMAR EXPORT, EURL»...107

Sous-section 1 : Présentation de l'entreprise ALLOUCHE EXPORT/IMPORT EURL103

1	L'analyse de l'activité de marché :	107
1.1	Présentation de l'entreprise :	107
1.2	Moyens humains	107

1.3	Les moyens matériels.....	107
1.4	Produits	107
1.5	Clients	108
1.6	Fournisseur.....	108
Sous-section 2 : L'exposition de l'EURL ALLOUCHE AMAR EXPORT/IMPORT à la volatilité du taux de change		104
1	Cas d'importation.....	108
2	Cas d'exportation	109
Sous-section 3 : l'analyse de la rentabilité de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT.....		106
1	Le bilan.....	110
2	Les tableaux de compte de résultat :.....	111
3	Calcul de la rentabilité de l'entreprise	115
3.1	Rentabilité financière :.....	115
3.2	Rentabilité économique :	116
3.3	Rentabilité commerciale :	117
4	Analyse des charges financières.....	118
5	Analyse des produits financiers	119
Sous-section 4 : L'étude de l'impact du taux de change sur la valeur patrimoniale de l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT.....		116
Sous-section 5: les recommandations proposées pour l'entreprise EURL ALLOUCHE EXPORT/IMPORT.....		120
Conclusion.....		122
Conclusion générale.....		105
Bibliographe		
Annexe		