

Extraversion économique et risque de change

Résumé

La présente publication a pour objet l'étude et la mise en évidence de la relation existant entre le degré d'extraversion d'une économie et la grandeur du risque de change induit par l'intensification des opérations commerciales et financières avec l'extérieur. A ce titre, l'exemple de l'Algérie présente un cas significatif digne d'être analysé.

A. BENLHAFSI

Faculté des Sciences
Economiques et de Gestion
Université Ferhat Abbas
19000 Sétif, Algérie

Dans les pays à économie de marché, le degré d'extraversion économique est, de fait, très élevé. Par conséquent, dans ces économies le risque de change constitue une variable fondamentale de la gestion financière des entreprises dont l'activité dépend étroitement des échanges commerciaux extérieurs. Ce risque est né avec l'instauration du système des taux de changes flottants qui a accru l'instabilité potentielle des monnaies. Depuis, les fluctuations quotidiennes des cours sur le marché des changes affectent directement les créances, les paiements et les engagements financiers des entreprises. Certes, une entreprise peut bénéficier d'un gain à la suite d'une modification favorable du taux de change mais peut subir également de grosses pertes le cas contraire. Le risque est d'autant plus grand que le volume des transactions commerciales et des engagements financiers est important.

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة الموجودة بين درجة الانفتاح الاقتصادي وأهمية تزايد مخاطر الصرف الناتجة عن تكثيف المعاملات التجارية والمالية مع الخارج جراء هذا الانفتاح. وفي هذا الإطار تعتبر تجربة الجزائر حالة ذات دلالة تستحق الدراسة

Alors, pour éviter toute mésaventure ou prévision erronée, les entreprises ont tendance à prendre à l'avance les dispositions nécessaires pour se prémunir contre les aléas pouvant résulter des modifications des cours de change. Pour ce faire, elles peuvent recourir aux différentes techniques de protection contre le risque de change notamment la procédure consistant en l'achat et la vente de devises à terme.

Dans cet ordre d'idées, et étant donné les transformations structurelles que connaît notre économie, en particulier la libéralisation du commerce extérieur et les récentes modifications du cours de la monnaie nationale, la Banque d'Algérie a introduit progressivement des règlements et des mécanismes en vue d'instaurer un marché des changes à même de répondre aux aspirations des opérateurs économiques en matière de protection contre le risque de change. Ces derniers ont désormais la possibilité de se prémunir contre les effets néfastes d'éventuels glissements (ou dévaluations) du Dinar et éviter ainsi les majorations des coûts des importations et des dettes financières.

Dans cette optique, les banques agréées sont appelées à jouer un rôle dynamique afin de garantir à leur clientèle la bonne exécution des ordres communiqués et la disponibilité des devises à la date du financement à un cours préalablement déterminé.

Les techniques de couverture du risque de change ne constituent pas en soi une innovation puisqu'elles sont couramment pratiquées non pas seulement dans les économies libérales développées, mais également dans bon nombre de pays en développement. Cependant, leur introduction en Algérie marque une rupture avec l'ancien système caractérisé par une gestion administrative du taux de change de la monnaie nationale et donc un risque de change minime. Leur mise en application vient en temps opportun pour consolider le passage à l'économie de marché.

En effet, outre la possibilité qu'elles offrent aux entreprises nationales pour se protéger contre le risque de change, ces techniques permettent aussi de lever toute équivoque sur l'épineux problème de transfert des revenus des investisseurs étrangers et, par conséquent, d'encourager leur installation.

L'ambition de ce propos est d'étudier l'évolution de la réglementation et des pratiques de change qui s'offrent aux opérateurs économiques algériens pour faire face au risque de change. Mais avant cela, il nous paraît utile de commencer par la définition du marché de change, son organisation et son fonctionnement.

I- ORGANISATION ET FONCTIONNEMENT DU MARCHE DES CHANGES

I.1- Organisation du marché des changes

Le marché des changes « permet d'assurer la confrontation des offres et demandes de devises étrangères et de déterminer le cours de chacune d'entre elles en monnaie nationale » (1).

En d'autres termes, l'objet du marché des changes est de mettre en relation les offreurs et demandeurs de monnaie nationale contre monnaies étrangères et de leur permettre d'échanger entre eux des monnaies étrangères. Les cours des changes sur la base desquels s'effectuent les transactions sont librement fixés sur le marché des changes suivant l'importance des ordres d'achat et de vente de chaque devise. Cependant, il existe en pratique, deux types de cotation :

a / La cotation à l'incertain : lorsque la place donne le nombre variable d'unités de monnaie nationale (la cote) qui s'échangent contre une unité (ou centaine d'unités) de monnaie étrangère (la base).
exemple : 1 FF = 10,32 DA.

L'incertain est la méthode la plus utilisée sur les places financières internationales. La cotation du dinar algérien se fait également suivant la même règle.

b / La cotation au certain : C'est quand une place donne le nombre variable d'unités de monnaie étrangère pour une unité de monnaie nationale.
exemple : 1 DA = 0,1032 FF.

Quant aux acteurs du marché des changes, ils peuvent être regroupés en trois catégories:

- **Les agents non-bancaires :** ce sont principalement les entreprises qui donnent aux banques des ordres d'achat ou de vente de devises au comptant ou à terme.

- **Les banques commerciales :** ce sont des intermédiaires agréés pour toutes opérations sur devises. Elles interviennent soit pour exécuter les ordres de leur clientèle soit pour leur propre compte. Les opérations sont traitées sur le marché des changes interbancaire et sont réalisées par des virements de compte à compte. A ce titre, les banques disposent de correspondants sur les places étrangères auprès desquels apparaissent leurs avoirs en devises (comptes NOSTRI). De même qu'elles tiennent des comptes au nom de leurs correspondants (comptes VOSTRI).

- **La Banque Centrale :** elle exerce trois fonctions principales sur le marché des changes:

- * Elle exécute les ordres de sa clientèle composée essentiellement d'administrations, de banques centrales étrangères et organismes financiers internationaux.

- * Elle intervient pour contrôler les fluctuations du cours de la monnaie nationale.

- * Elle intervient également pour réglementer les opérations de changes.

En fait, l'organisation pratique du marché des changes s'effectue à trois niveaux (2):

a / entre les banques et leurs clients,

b / entre les banques d'un même pays,

c / entre les banques de différents pays,

d / entre les banques commerciales et les banques centrales et,

e / entre banques centrales (et ce, à l'extérieur du marché).

Toutefois, le marché des changes, c'est-à-dire le « lieu » où s'échangent réellement les devises et où se fixent les cours, est localisé aux niveaux b et c. Il est matérialisé par un vaste réseau de communications reliant les banques entre elles leur permettant ainsi l'exécution rapide des transactions.

1.2- Les opérations de change

On distingue deux types d'opérations sur le marché des changes : les opérations au comptant et les opérations à terme.

1.2.1 - Les opérations au comptant (Spot market)

Les transactions au comptant portent soit sur des instruments de change manuel (billets de banque et chèques de voyage), soit sur l'échange de monnaies scripturales représentées par des avoirs en comptes bancaires.

Il va sans dire que les opérations de change manuel représentent un volume négligeable par rapport à l'importance des règlements commerciaux et financiers effectués sous formes de transferts d'avoirs en comptes.

La livraison des monnaies échangées sur le marché au comptant intervient dans un délai très court (deux jours ouvrables au maximum). Le cours du comptant est fixé librement et est déterminé par le mécanisme de l'offre et de la demande de devises à livrer immédiatement. Il est à noter que le cours applicable aux opérations de change scriptural constitue le taux directeur pour les opérations de change manuel.

Sur le marché au comptant, les banques procèdent en premier lieu à la centralisation puis à la compensation des ordres d'achat et de vente de devises pour obtenir la « position opérationnelle ». Celle-ci consiste en la détermination du solde net acheteur ou vendeur pour chaque devise. Ainsi, lorsque la demande l'emporte sur l'offre, c'est-à-dire en cas d'existence d'une demande nette, la banque fait appel au marché interbancaire afin d'éviter de rester en position de change. Autrement dit, si la compensation au niveau de la banque ne donne pas une position équilibrée suite au rapprochement de l'ensemble des ordres d'achat et de vente, une seconde compensation intervient au niveau du marché des changes interbancaire.

Les opérations au comptant se matérialisent par des échanges d'avoirs en comptes entre les banques intermédiaires agréées et ce, dans le cadre d'engagements achats-ventes réciproques. Les opérations de clientèle sont ainsi réalisées par de simples « transferts ». L'ordre étant donné directement de banque à banque de créditer un créancier désigné par le débiteur.

L'opération de change aboutit donc à une modification des avoirs en comptes bancaires situés sur des places différentes. La procédure est d'une extrême rapidité étant donné la modernisation et l'efficacité des moyens de communication.

1.2.2 - Les opérations à terme (Forward market)

Le marché des changes à terme « permet de fixer immédiatement le cours auquel s'échangeront ultérieurement des avoirs en comptes entre acheteurs et vendeurs »⁽³⁾. Les opérations sur ce marché donnent lieu à des techniques différentes de celles utilisées pour les opérations au comptant. Si les règles de transactions du marché des changes au comptant imposent une livraison immédiate des devises, celle-ci peut être différée de plusieurs mois sur le marché à terme.

La détermination, dès la conclusion du contrat de terme du cours auquel l'opération sera exécutée à l'échéance convenue, a pour objectif essentiel de couvrir un risque de change. Ainsi, par exemple, l'achat de devises à terme permet à un importateur de se prémunir contre la hausse des cours en fixant à l'avance la contre-valeur en monnaie nationale d'une dette en monnaie étrangère non encore exigible. De même, la vente à terme permet à un exportateur de connaître avec certitude la contre-valeur exacte d'une créance en monnaie étrangère dont il n'a pas encore perçu le montant et d'éviter, par conséquent, le risque d'une baisse éventuelle des cours.

Deux techniques sont utilisées pour l'exécution des opérations de clientèle:

a / Les opérations à « terme sec » (outright): ce sont des opérations complètes par elles-mêmes, c'est-à-dire non associées à des opérations d'achat ou de vente au comptant de sens contraire. Dans ce cas, le dénouement intervient à une date convenue d'avance. Ainsi, quand une banque reçoit de sa clientèle l'ordre d'acheter des devises, elle peut remplir son engagement par l'achat ou l'emprunt du montant désiré au même terme que l'opération à financer. Lorsqu'il s'agit d'un ordre de vente, elle peut céder les devises

au même terme que l'opération à financer.

b / Les opérations de « swaps » : les swaps consistent en une double opérations croisées au comptant et à terme pour un même montant. Ce sont des facilités de crédits réciproques entre deux partenaires. En d'autres termes, ce sont des opérations « liées » qui portent sur l'échange de deux monnaies pour une durée déterminée étant entendu qu'au terme convenu, les parties procéderont à l'échange inverse.

La cotation à terme peut donner lieu à trois situations possibles :

- le cours de la devise et de la monnaie nationale peuvent être identiques, on dit alors que le cours du terme est à la « parité » du comptant.
- La devise cote un « report » (premium) quand son cours en monnaie nationale est plus élevé à terme qu'au comptant. Dans ce cas, le cours à terme fait « prime ».
- La devise cote un « déport » (discount) lorsque son cours en monnaie nationale est plus faible à terme qu'au comptant. Le cours à terme est donc en perte.

Le « report » ou le « déport » d'une devise mesure l'écart entre son taux à terme et son taux au comptant. Le rapport du report ou du déport au taux de change au comptant est appelé « différentiel de change ». Alors, pour éviter un différentiel de change défavorable, la banque a la possibilité de couvrir ce risque par un « différentiel d'intérêt » en plaçant les devises acquises par le biais du swap sur le marché monétaire pour la même période que l'opération de change à terme.

I.3- La couverture du risque de change

Il apparaît de ce qui précède que la couverture du risque de change constitue l'objet essentiel des opérations à terme (cela n'exclue pas, bien sûr, que certaines opérations reposent uniquement sur la spéculation en anticipant sur les variations des cours de change).

De nos jours, la gestion du risque de change est considérée comme un élément important de la gestion financière des entreprises. Elle a pour objectif de minimiser les pertes susceptibles, du fait des variations des cours de change, d'affecter les créances ou les dettes de l'entreprise vis-à-vis de ses partenaires étrangers.

Le risque de change peut résulter tout simplement des fluctuations provoquées par les forces du marché des changes ou des modifications à la suite d'interventions des autorités monétaires (dévaluations ou réévaluations).

Dans une conjoncture caractérisée par une instabilité et un flottement des monnaies, il est très difficile de prévoir la tendance des cours, alors la plupart des entreprises s'efforcent de plus en plus de se protéger contre le risque de change par la couverture à terme. D'ailleurs, les banques elles-mêmes éprouvent des difficultés à s'adapter aux incertitudes qui résultent des variations continues des cours de change. C'est la raison pour laquelle elles se voient à leur tour dans l'obligation de se couvrir à terme en se livrant notamment à des opérations de swaps.

II- EVOLUTION DE LA POLITIQUE DE CHANGE EN ALGERIE

II.1- La genèse du risque de change

En réalité, l'émergence du risque de change dans notre pays s'est manifestée, comme pour les autres économies d'ailleurs, depuis l'effondrement du système des

parités fixes et, par conséquent, des accords de bretton woods. A partir de ce moment, l'Algérie a introduit un nouveau mécanisme de cotation du Dinar en le rattachant à un panier composé de quatorze monnaies. La pondération et le poids de chaque monnaie étaient déterminés en fonction de la structure du commerce extérieur représentée par la balance des paiements.

Cette méthode permettait d'échapper aux implications négatives qu'aurait entraîné le rattachement à une seule monnaie satellite comme l'ont fait bon nombre de pays en développement. La dépendance pluri-monétaire conférait donc au Dinar une stabilité relative de sa valeur.

Cette période, qui a prévalu depuis l'année 1974 jusqu'au début des années 1990, était caractérisée par un régime de contrôle strict des changes, une cotation administrative et une inconvertibilité de la monnaie nationale. L'objectif principal visé par les autorités étant la protection de l'économie des aléas et des imperfections qui pouvaient survenir au niveau de l'économie mondiale. Cependant, sur le plan interne, la méthode de cotation envisagée et le régime des changes qui était en vigueur ont conduit à une surévaluation du Dinar (4) et au développement d'un marché parallèle des devises, phénomènes aggravés par les effets du contre-choc pétrolier de 1986. Il en est résulté, par la suite, des dysfonctionnements manifestes de l'économie nationale qui ont amené à solliciter l'assistance des institutions financières internationales et l'adoption d'un programme d'ajustement structurel ayant pour conditionnalités, entre autres, la libéralisation du commerce extérieur et du régime des changes, la révision de la valeur du Dinar et l'instauration d'un marché de change devant déboucher à terme sur une convertibilité de la monnaie.

II.2- L'instauration progressive du marché de change

Devant la surévaluation anormale de la valeur effective du Dinar, un processus de glissement progressif a été amorcé depuis 1986 pour ramener sa parité vis-à-vis du Dollar US de 4,823 à 12,190 D A à la fin de l'année 1990. Ce processus s'est accentué avec les dévaluations successives de septembre 1991 (22%) et avril 1994 (40,17%) où la valeur de la monnaie nationale est passée à 63,00 DA pour un dollar.

Cet ensemble de mesures était envisagé dans le but de remplacer « graduellement le régime de parité fixe, où le taux de change était ancré sur un panier composé des principales monnaies, par un régime plus souple de flottement dirigé » (5). C'est ce qui a amené la Banque d'Algérie à introduire une nouvelle méthode d'évaluation de la valeur de la monnaie nationale dite "le fixing".

II.2.1- La méthode du « fixing »

Ce système consiste en la détermination du taux de change du Dinar par adjudication en vertu d'une relation entre, d'une part, l'offre de devises faite par la Banque d'Algérie et, d'autre part, la demande émanant des banques commerciales. Des séances de fixing se tenaient (au départ hebdomadairement puis quotidiennement) au siège de la Banque Centrale. Celle-ci, à l'ouverture de chaque séance, annonçait « un taux de change plancher et un montant de devises exprimé dans la monnaie pivot (le dollar US) qu'elle est disposé à offrir sur la base de ce taux plancher » (6).

Eu égard à cette offre, chaque banque participante fait une soumission pour le montant qu'elle désire acquérir et le taux auquel elle est disposée à effectuer cet achat.

Il s'en suit une mise en rapport et un ajustement de l'offre et de la demande jusqu'à obtention de l'équilibre qui permet d'arrêter le taux de change et les montants adjugés.

En dépit de sa rigidité relative, ce dispositif marquait une évolution dans le système de détermination du taux de change du Dinar et est considéré comme une étape transitoire vers l'instauration d'un véritable marché de change interbancaire. D'ailleurs, il n'aura été appliqué que pendant une période de quinze mois, c'est-à-dire jusqu'à la fin décembre 1995.

II.2.2- Le marché de change interbancaire

Des réformes importantes relatives au régime et au taux de change ont été engagées à partir de la fin de l'année 1995 qui a connu la promulgation des textes suivants :

- Le décret 95/07 du 23 décembre 1995 modifiant et remplaçant le règlement N° 92-04 du 22 mars 1992 relatif au contrôle des changes.
- Le décret 95/08 du 23 décembre 1995 relatif à la création du marché interbancaire des changes.

Grâce à ces réformes, la fixation du taux de change du Dinar se fait désormais selon les techniques classiques de marché et les taux sont systématiquement affichés via le réseau Reuter.

Opérationnel depuis exactement le 2 janvier 1996, *ce marché regroupe les banques et les établissements financiers agréés et concerne toutes les opérations de change au comptant ou à terme en monnaie nationale et devises librement convertibles.*

Afin d'assurer une souplesse dans le fonctionnement de ce marché, la Banque d'Algérie « laisse à la disposition des intermédiaires agréés certaines catégories de ressources en devises pour la couverture des engagements avec l'étranger contractés régulièrement par eux-mêmes ou par leur clientèle » (7). Ils sont également autorisés à prendre des positions de changes.

Théoriquement, la nouvelle réglementation permettait donc une détermination du taux de change de la monnaie nationale conformément au jeu de l'offre et de la demande exprimées par les intervenants qui exécutent les ordres de leur clientèle.

Elle offre surtout la possibilité aux entreprises nationales de se prémunir contre le risque de change en recourant à la technique de couverture à terme auprès des banques agréées. Ainsi, par exemple, un importateur algérien ayant passé une commande pour un montant déterminé en devises payable dans six mois peut au moment de la conclusion du contrat demander à sa banque l'engagement de lui fournir à la date du règlement de la transaction commerciale le montant nécessaire en devises contre versement de la contrepartie en dinars et ce à un cours immédiatement fixé. Pour éviter donc un prélèvement sur sa trésorerie tout en couvrant le risque de change, l'importateur achète des devises à terme à sa banque. La livraison se faisant à l'échéance et au prix convenus. Du point de vue comptable, la situation de l'importateur peut être retracée schématiquement de la façon suivante :

Actif

- Marchandises achetées.
- Hors bilan : devises à recevoir (de la banque).

Passif

- Devises à livrer (au fournisseur).
- Hors bilan : dinars à livrer (à la banque).

L'opération d'achat à terme a bien pour objectif d'éliminer un risque de change puisque la dette à l'égard du fournisseur (devises à livrer) non encore exigible est couverte par une créance en devises sur la banque (devises à recevoir). Du coup, l'importateur connaît à l'avance le prix de revient de la marchandise à importer.

S'il s'agit d'une opération de vente de devises à la suite d'exportation de marchandises, par exemple, la situation comptable de l'exportateur comporterait des engagements rigoureusement inverses. Celui-ci peut connaître dès la conclusion du contrat de terme, le montant en dinars qu'il recevra de la banque en contrepartie d'une livraison de devises que lui fournira son client étranger.

Cependant, l'opération d'achat ou de vente de devises à terme peut revêtir deux formes :

- La forme opérationnelle : qui permet à une entreprise, sans toutefois l'obliger, à acheter ou à vendre des devises contre dinars livrables à un prix appelé « prix d'exercice » et à une échéance fixée à l'avance. Mais, en contrepartie du droit que lui offre l'option de change, l'entreprise doit verser une certaine somme à sa banque dite « prix de l'option ».
- Le contrat de change irrévocable : la conclusion d'un tel contrat de vente ou d'achat de devises contre monnaie nationale oblige l'entreprise à honorer ses engagements vis-à-vis de sa banque conformément aux conditions stipulées dans le contrat. Selon cette formule, les opérations de change ne peuvent être annulées ni modifiées.

Ces mesures devraient, en principe, permettre aux opérateurs économiques de se couvrir contre les effets d'éventuels dérapages du Dinar et de se familiariser avec les techniques modernes de paiement des transactions commerciales internationales.

II.3- Situation actuelle

A l'heure actuelle, le fonctionnement du marché de change se limite pratiquement aux seules opérations au comptant et ce pour plusieurs raisons dont les plus importantes sont:

- La non-existence d'un marché monétaire en devises sans lequel les opérations de change à terme ne peuvent être réalisées étant donné que le terme est la conjugaison du cours comptant et du taux d'intérêt (8). Cette défaillance entraîne l'impossibilité du déroulement des opérations nécessitant le recours à des placements ou emprunts sur le marché monétaire en devises.
- La fixation par la Banque Centrale de taux de change à terme à des niveaux relativement élevés ce qui a pour effet logique le découragement des opérateurs économiques qui ont tendance à préférer le recours aux paiements au comptant.
- Le manque d'expérience flagrant de nos banques en matière de gestion de la trésorerie devises, ce qui limite leur rôle de conseils et d'assistance à leur clientèle en matière de couverture du risque de change.
- L'absence de techniques de gestion interne au niveau des entreprises nationales en vue de l'optimisation de l'organisation de la trésorerie devises et la difficulté à trouver un palliatif en recourant aux techniques externes faisant appel au marché de change.

CONCLUSION

L'ouverture économique sur le monde extérieur qu'implique le choix d'une orientation basée sur l'économie de marché suppose, bien évidemment, une intensification des transactions commerciales avec le reste du monde et une augmentation des flux financiers présents et futurs en devises convertibles entraînant dans leur sillage des risques de surcoûts liés aux fluctuations des taux de change des monnaies. Ces risques ne peuvent être évités par les opérateurs économiques qu'en ayant recours notamment aux techniques de gestion pratiquées sur les marchés de change mais, encore faut-il que ces derniers soient assez développés et aptes à assumer ce rôle.

En Algérie, depuis l'engagement des réformes économiques, des efforts sont consentis en vue de la synchronisation des mécanismes de fonctionnement de l'économie avec les nouvelles données imposées par l'économie de marché. Ainsi, il a été envisagé, entre autres mesures, l'instauration progressive d'un marché de change permettant une cotation reflétant la valeur réelle de la monnaie nationale en conformité avec les règles dictées par la loi de l'offre et de la demande. La réglementation, élaborée dans ce sens, présente en apparence tous les avantages d'un marché de change performant à même d'offrir aux entreprises nationales la possibilité de se prémunir contre les éventuels dépréciations ou glissements de la parité de la monnaie nationale.

Toutefois, il existe un écart flagrant entre les textes et la réalité. Les raisons à l'origine de cette discordance sont diverses et nos entreprises demeurent jusqu'à présent exposées à tous les risques qui peuvent affecter leur situation financière (déjà précaire) de par les variations des taux de change des monnaies. Cette état des choses est, du moins, inconcevable dans une économie qui se veut extravertie.

Notes et références bibliographiques

1. Banque de France, « Note d'information N° 54 », juillet 1983, p.1.
2. H. de Boudinat, J. Klein et B. Marois, « Gestion financière internationale », Dunod 2ème édition, Paris, 1978, p.3.
3. Banque de France, « Note d'information N° 55 », août 1983, p.1.
4. La surévaluation du dinar durant cette période mesurée par le différentiel d'inflation avec le reste du monde est estimée à environ 46,0 % selon une étude de la Banque d'Algérie.
5. Banque d'Algérie, « Situation financière et perspectives à moyen terme de la République Algérienne », juillet 1999, p.7.
6. *L'Economie*, N° 18, octobre 1994, p.14.
7. Décret N° 95/08 du 23 décembre 1995 relatif à la création du marché interbancaire des changes, article 13.
8. K. Ouzzani, « Régime des changes et taux de change en Algérie » in "*Lettre de l'information*", éditée par la Chambre algérienne de commerce et d'industrie, N° 92, novembre 1998, p.20. □