

La couverture du risque de change au sein des entreprises marocaines

Foreign exchange risk hedging in Moroccan companies

LAMRANI Karima

Doctorante

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion

Université Ibn Tofail

Laboratoire de recherche en sciences de gestion des organisations

MAROC

lamranikarima1995@gmail.com

BENNIS Laila

Enseignante chercheuse

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion

Université Ibn Tofail

Laboratoire de recherche en sciences de gestion des organisations

MAROC

lailabennis30@gmail.com

Date de soumission : 30/07/2021

Date d'acceptation : 18/09/2021

Pour citer cet article :

LAMRANI. K & BENNIS. L (2021) «La couverture du risque de change au sein des entreprises marocaines»,
Revue Internationale du Chercheur «Volume 2 : Numéro 3» pp : 1721 - 1744

Résumé

Les années quatre-vingt furent une mutation accélérée de l'environnement international. Une mutation de la conjoncture économique et financière caractérisée par une extrême volatilité des taux de change et des taux d'intérêts suite à la fin de parités de change fixes et son remplacement par un régime de changes flottants.

Dans le cadre de la couverture du risque de change, et de façon absolument identique, tous les produits n'assurent pas les mêmes degrés de couverture, certains peuvent même s'avérer très dangereux dans des cas particuliers.

Ce présent article vient montrer les stratégies de couverture adéquates selon les objectifs de chaque entité. Il vise à développer, de façon efficiente, les principales catégories et moyens de la gestion du risque de change des transactions, ainsi que les règles à observer pour l'arbitrer et le limiter.

Après un bref diagnostic de la gestion du risque de change chez les entreprises marocaines, le problème de couverture du risque de change est évoqué. Puis, les principales techniques et stratégies de couverture sont argumentées à partir d'exemples et hypothèses. Finalement, des critères de choix sont exposés.

Un des principaux finalités de ce travail est de vous faire entrer avec simplicité au cœur d'un des marchés financiers les plus mouvementé et captivant actuellement et de confirmer qu'il existe plusieurs facettes d'application des instruments de change dans ce contexte, pour répondre aux objectifs et contraintes de chaque organisation.

Mots clés :

Risque de change ; Entreprises marocaines ; Politiques et instruments de gestion ; Stratégies de couverture ; Taux de change.

Abstract

The eighties were a period of accelerated change in the international environment. A change in the economic and financial environment characterized by extreme volatility in exchange rates and interest rates following the end of fixed exchange rates and their replacement by a floating exchange rate regime.

In the context of currency risk hedging, and in an absolutely identical manner, all products do not provide the same degree of hedging, and some can even prove to be very dangerous in particular cases.

This article will show which hedging strategies are adequate according to the objectives of each entity. It aims to develop, in an efficient way, the main categories and means of managing the foreign exchange risk of transactions, as well as the rules to be observed to arbitrate and limit it.

After a brief diagnosis of foreign exchange risk management in Moroccan companies, the problem of hedging foreign exchange risk is discussed. Then, the main hedging techniques and strategies are discussed using examples and hypotheses. Finally, the criteria of choice are exposed.

One of the main purposes of this work is to make you enter with simplicity in the heart of one of the most turbulent and captivating financial markets today and to confirm that there are several facets of application of foreign exchange instruments in this context, to meet the objectives and constraints of each organization.

Keywords :

Foreign exchange risk ; Moroccan companies ; Management policies and instruments ; Hedging strategies ; Exchange rates.

Introduction

La nature des entreprises, les exigences de la compétition, la volonté constante des entreprises d'accroître leur part de marché ou de conquérir de nouveaux marchés, font que les risques auxquels elles sont exposées se développent et se diversifient de plus en plus.

Ainsi, toute firme internationale se trouve particulièrement exposée à ces risques de marché de nos jours. Cette exposition trouve son origine soit dans l'activité même de la firme, soit du fait de sa contrepartie ou de l'environnement dans lequel évolue cette entreprise.

Nos entreprises marocaines établissent de nombreuses relations commerciales avec des partenaires étrangers. Ce qui implique des modifications dans leur fonctionnement, en devenant acteurs du commerce international, les entreprises s'ouvrent à de multiples opportunités. En effet, elles se lancent sur les marchés étrangers en exportant leurs biens et services ou à l'inverse en important des produits dont elles ont besoin. Bien que favorable sur un plan économique, cet avènement a entraîné l'apparition d'un risque auquel plusieurs de nos entreprises locales doivent maintenant faire face dans leur quotidien, c'est le risque de change.

Le risque de change est inhérent à toute activité économique internationale. Toute entreprise y est confrontée dès lors qu'elle réalise des opérations commerciales, industrielles ou financières dont la monnaie de règlement n'est pas celle de référence et que le règlement n'est pas immédiat. Ce risque, résulte des mouvements imprévisibles des taux de change.

Le risque de change peut s'avérer très problématique pour nos entreprises. Ce type de risque a des conséquences qui peuvent être dommageables au niveau des résultats financiers, de la valeur du patrimoine et même de la pérennité de l'entreprise. Surtout avec la récente crise où les entreprises sont tenues d'optimiser les marges réalisées à l'export et de maîtriser les coûts d'achat à l'import.

Aucune firme, grande ou petite, ne peut se prévaloir d'être à l'abri des fluctuations des taux de change qui se répercutent sur sa performance. Il est primordial alors de le prendre en considération et de le gérer au mieux.

A cet égard, toute entreprise exerçant un grand nombre des transactions avec l'étranger, tel est le cas des cinq entreprises étudiées, doit mettre en place une politique de gestion des risques de change active, pour accroître ses marges bénéficiaires, et pouvoir agir avec justesse dans le choix de ses modes de couverture contre des éventuelles pertes, ou encore pour pouvoir bénéficier des gains possibles.

Dès lors, le défi majeur lancé aux entreprises modernes est d'établir et de consolider une politique de couverture des risques de change fiable dans un environnement économique et financier en constante évolution.

Étant conscientes de l'impact des risques de changes sur les transactions commerciales et financières des entreprises, que le choix de la problématique a été fait. Comment les sociétés marocaines gèrent-elles le risque de change? Et quels sont les instruments et stratégies de couverture les plus utilisées par ces sociétés de différents secteurs d'activité?

Afin de traiter ces points, une méthodologie, descriptive et analytique, sera adoptée et s'articulera autour de cinq sociétés basées dans la ville de Casablanca et appartenant à différents secteurs d'activité.

Pour répondre à notre problématique, cet article sera présenté en trois axes. Le premier axe portera sur un diagnostic de la gestion du risque de change chez les entreprises marocaines, le deuxième axe concernera les politiques et instruments les plus adoptés par les entreprises interrogées pour gérer le risque de change, et le dernier axe sera sous forme d'une simulation du comportement des résultats des entreprises étudiées selon l'application de trois instruments de couverture.

La méthodologie suivie permet d'identifier les types de risques de change, et établir un tableau des expositions de change, pour ensuite évaluer ces risques et finalement définir la stratégie de couverture appropriée. Et pour cela, on a choisi cinq grandes sociétés cotées en bourse situées dans la région du grand Casablanca. Ce choix est dû à l'emplacement des sièges de ces entreprises dans cette région.

L'étude adoptée est une étude qualitative faite à travers d'entretiens avec les responsables des départements financiers de chaque entreprise.

1. DIAGNOSTIC DE LA GESTION DU RISQUE DE CHANGE CHEZ LES ENTREPRISES MAROCAINES

D'après Marion. A, Asquin. A et Everaere. C (2012) dans leur ouvrage « Diagnostic de la performance de l'entreprise : Concepts et méthodes », la notion de risque de change est associée à l'instabilité du taux de change d'une monnaie par rapport à une autre à court et moyen terme.

Ces flottements peuvent affecter l'entreprise au niveau:

- Des opérations d'exportation et d'importation avec bien sûr des délais de paiements.
- De la compétitivité des produits de la société.

Le diagnostic du risque de change selon Pierre Noel Giraud (2004-2005), implique le suivi d'une méthodologie qui permet d'identifier les types de risques de change, et établir un tableau des expositions de change, pour ensuite évaluer ces risques et finalement définir la stratégie de couverture appropriée (cours budget, ratio de couverture ...).

1.1 Apparition du risque de change

Dans cet article, on a travaillé sur cinq sociétés cotées en bourse de différents secteurs d'activité qui sont exposées au risque de change dans le cadre de leurs engagements à l'international. Ce risque est présent à l'export concernant les encaissements des opérations libellées en devise. Il l'est également à l'import au niveau des décaissements en devise en faveur des fournisseurs étrangers.

Généralement, il s'agit du nombre de devises que l'entreprise doit payer ou recevoir ce qui détermine sa position de change au comptant, à terme ou globale.

Ces positions de changes sont établies, par un expert trésorerie devise et comptabilité des opérations bancaire qui s'en charge de présenter un échéancier sur lequel sont mentionnés tous les paiements et dépenses en devise de l'entreprise. En fait, il s'agit d'une extraction de la balance et un recensement de toutes les factures lorsque les conditions du marché le permettent.

Donc, Il est très important de déterminer la position de change de la société, car cela permet de mieux gérer et chiffrer le degré du risque et ainsi prendre les précautions nécessaires pour se couvrir.

1.2 Redressement de la procédure de règlement et de couverture du risque de change

Pour mieux appréhender les paiements à effectuer en devise étrangères, et permettre au service trésorerie d'établir des préventions et par conséquent d'avoir une visibilité sur les paiements lui permettant de mieux gérer ses flux et se prémunir contre le risque de change, les responsables trésorerie des sociétés étudiées ont proposés des mesures pouvant être prises à savoir :

- Le déclenchement de la couverture au service importation (Secteur agroalimentaire)

Le service des achats devrait fournir périodiquement (trimestriellement ou mensuellement) au service trésorerie un état prévisionnel des importations contenant les montants et les échéances.

- La communication entre services demandeurs et le service importation (Secteur de télécommunication)

Le service des achats devrait être en relation permanente avec les autres services qui lui fournissent leurs besoins. Les responsables du service des achats se charge de suivre, de collecter l'information concernant les besoins et d'accompagner la gestion des stocks pour maîtriser les flux. En fonction de cet état, le service trésorerie procède à l'achat de devises pour couvrir une partie du montant fourni dans l'état prévisionnel (50% à titre d'exemple). Cette opération permet d'avoir une réserve de devises auprès des banques pour se prémunir contre les fluctuations des cours de change.

Une communication périodique des dossiers à couvrir ne peut être à elle seule suffisante pour établir des prévisions fiables, le risque de la non concordance des montants réalisés avec les montants prévisionnels est toujours présent du fait que les services demandeurs peuvent décider de modifier ou d'annuler la demande. Les importations sont à leur tour modifiées ou annulées. Le service trésorerie, ayant déjà acheté la devise va se retrouver donc dans une situation difficile dû aux pertes subi, suite aux commissions bancaires et aux fluctuations des cours.

Par conséquent, pendant que les responsables importation changent leur base de données en termes de commandes pour être à jour avec les besoins du marché, le responsable de la trésorerie travaille avec des prévisions non valables, ce qui complique davantage la gestion du risque pour la société. Pour remédier à ce problème, la communication entre les services serait recommandable.

- La communication entre le service importation et la trésorerie (secteur de distribution)

La programmation des réunions mensuelles entre les parties concernées peut s'avérer pertinente dans la mesure où elle permettra au trésorier de discuter de l'état des importations et de couverture, d'avoir des explications sur les modifications faites de l'état prévisionnel et les changements susceptibles de survenir selon les prévisions des services demandeurs.

Le trésorier sera ainsi impliquer dans la relation entreprise client en suivant les fluctuations de la demande pour anticiper sur les changements possibles. Le responsable importation aura une idée sur l'état des couvertures, des achats à terme des dossiers payés et des montants en devise disponibles dans le compte à terme de la société.

- La cellule trésorerie / import (Secteur transport et logistique)

En raison de l'enchaînement du travail des deux services: importation et trésorerie, il serait utile d'instaurer une cellule trésorerie-import qui aura pour mission de coordonner entre l'importation, l'approvisionnement central et les flux financiers.

Cette nouvelle entité pourrait suivre les dossiers d'importation depuis le déclenchement de la commande au service approvisionnement jusqu'à négociation du trésorier à la salle de marché à l'échéance. Son objectif serait le transfert des dossiers à temps du service importation au service flux financiers, le règlement des fournisseurs à l'échéance et le transfert de toutes les informations financières concernant la couverture au service importation.

- Utilisation de nouveaux instruments de couverture du risque de change (secteur bancaire et assurance)

Avec la montée du mouvement d'internationalisation, de mondialisation des économies, et la généralisation du processus de déréglementation, l'environnement est complètement modifié.

Face à ce nouvel environnement, le besoin s'est fait sentir, par les marchés financiers, de développer des produits de couverture du risque de change répondant le mieux possible aux besoins des entreprises.

L'entreprise qui opère à l'échelle internationale, et qui traite une partie de ses opérations en devises étrangères a un intérêt à se couvrir via d'autres instruments de couverture du risque de change, supposés plus adaptés et plus performants qu'aux instruments qu'elle utilise.

2. LA COUVERTURE DU RISQUE DE CHANGE AU SEIN DES ENTREPRISES MAROCAINES

En générale, dès que les sociétés effectuent des opérations dans une monnaie autre que le Dirham, il y a un risque de change. Et face à ce risque, elles ont deux choix; soit de se couvrir ou ne pas se couvrir.

Si elles choisissent de se couvrir, ce qui leur permettra de connaître avec assurance la contrepartie des flux en devises futurs dans leur monnaie. Et dans ce cas, les cours de change qui sont prévus d'une manière implicite ne seront pas remis en question.

Et si elles choisissent de ne pas se couvrir, cela va impliquer toujours un risque car il n'est pas possible de connaître avec exactitude la contrepartie des flux prochains en devises, les prévisions peuvent être fausses.

L'objet de cette partie est de présenter comment les sociétés interrogées se couvrent contre le risque de change, avec bien sûr les différents instruments de couverture disponibles.

Les sociétés ont choisi de garder leurs identités anonymes en raison de confidentialité d'informations fournis et également de concurrence sur le marché.

2.1 Analyse fondamentale et technique des cours de change

Tableau 1. L'analyse technique vs l'analyse fondamentale

	Analyse fondamentale	Analyse technique
Question	Quand faut-il acheter / vendre?	Faut-il acheter / vendre?
Idée de base	Les variations de cours sont indépendantes	Cours représente la valeur intrinsèque
Horizon	Moyen et long terme	Moyen et long terme
Variables utilisés	Cours passés	Variables macroéconomiques

Source: Jacqueline DUCRET, "Gestion du risque de change", Edition E-thèque, 2002 page 20

Les résultats obtenus laissent apparaître que même si les sociétés interrogées appartiennent à différents secteurs d'activité, sauf qu'elles adoptent toutes une analyse technique. Certaines d'entre elles analysent techniquement le taux de change et préparent des probabilités à adopter, et d'autres sont indirectement impliqués dans une analyse technique et cela est observé à partir des variables macroéconomiques qu'elles analysent comme la croissance économique, le taux d'intérêt et autres.

❖ Identification du risque de change

D'après les réponses fournies par les responsables des sociétés interrogées, il a été constaté qu'avant même qu'elles effectuent une transaction financière ou commerciale en devise étrangère, le risque est déjà né. Ce n'est pas si facile de préciser la date et la nature du risque qui pourrait avoir lieu. En fait, le moment à partir duquel l'entreprise choisit de se couvrir reste arbitraire; car elle peut se considérer en risque de change même à partir de la signature du contrat, ou encore avant même qu'il y ait un enregistrement comptable. Tout dépend des conditions du marché. Mais cela n'empêche pas que les sociétés doivent tenir compte de l'entrée en risque de change durant la négociation du contrat, et le gérer dès l'émission de l'offre.

Toutefois, la prise en compte du risque de change ne signifie pas qu'il y a une couverture systématique, mais plutôt une gestion active du risque.

2.2 Politique de couverture du risque de change adoptée par les entreprises marocaines

2.2.1 La couverture sélective

La couverture sélective est la plus pratiquée par les sociétés qui sont fortement exposées à l'international, tel est le cas des entreprises choisies. Dès qu'elles signent un contrat, elles choisissent de se couvrir, le but est de minimiser la perte de change, mais tout cela en prenant compte de l'évolution du marché.

Cependant, le problème qui se pose souvent est la mise en place de ce type de couverture, car le trésorier doit avoir un système d'information lui donnant axé sur tous les flux entrants et sortants en devises ainsi que d'un système de prévision adéquat chose qui est difficile à faire.

L'autre problème est de savoir la méthode avec laquelle les résultats vont être évalués. Ces derniers peuvent être évalués en les comparants à ceux qui auraient pu être obtenus en se couvrant à 100% ou ne se couvrant pas.

A ce niveau-là, le trésorier peut adopter des techniques de gestion qui vont être développées dans les paragraphes qui suivent.

2.2.2 Couverture systématique :

Il s'agit de se couvrir automatiquement dès qu'apparaît un risque. En pratique, très peu d'entreprises couvrent totalement leur position, dont les entreprises que nous avons interrogées. Généralement, plus les flux en devises étrangères des sociétés s'élèvent, plus les proportions du risque couvert s'élèvent aussi.

Et comme a confirmé MICHEL Sion (2015), que la couverture systématique n'est pas toujours optimale à cause de deux facteurs qui sont:

- La non gratuité des mécanismes de couverture;
- La concurrence des autres entreprises du même secteur qui peuvent profiter des évolutions des cours de change.

2.3 Les instruments les plus adoptés pour gérer le risque de change

Les instruments de gestion du risque de change se répartissent en deux catégories, d'une part les techniques internes de gestion et d'autre part les techniques externes de gestion qui vont être identifiées dans les parties qui suivent.

Cependant, des entretiens directs ont été faits avec les Experts trésorerie devises et comptabilité des opérations bancaires des sociétés étudiées, à fin de mieux comprendre le fonctionnement des services, les formules de couvertures proposées et les instruments adoptés.

Cette méthode a été d'une grande utilité car elle nous a permis non seulement de recueillir les informations mais aussi de les comprendre et de pouvoir les interpréter tout en respectant la confidentialité des informations fournis par ces entreprises.

2.3.1 Les instruments internes de gestion du risque de change

Les techniques internes de gestion du risque de change sont mises en place par le trésorier de la chaque société, afin de diminuer l'exposition de chacune au risque. Certes, cette couverture peut se révéler très coûteuse vu le nombre énorme d'opérations qu'elle englobe. C'est pour cela que les sociétés annulent plusieurs opérations qui peuvent être évitées bien sûr, à condition de rassembler les créances et les dettes de même devises de chaque société.

Dans cette partie, on va essayer de répondre à deux questions principales; comment les sociétés évitent-elles le risque de change? Et comment le réduisent-elles?

Comment les sociétés évitent-elles le risque de change?

Généralement, il existe trois options pour éviter le risque de change qui sont l'ouverture d'un compte bancaire en devise, le choix de la monnaie de facturation et le règlement au comptant. Mais, dans le cas des sociétés étudiées, certaines adoptent une seule option qui est le compte bancaire en devise et d'autres adoptent l'option de règlement au comptant.

- **L'OUVERTURE D'UN COMPTE BANCAIRE EN DEVISE:**

Trois sociétés parmi celles choisies appartenant au secteur bancaire, d'assurance et de télécommunication disposent des comptes bancaires en devises étrangères qui leur permettent d'enregistrer régulièrement toutes les opérations d'importations et d'exportations dans la devise en question, afin de minimiser le risque de change. Ceci est essentiel car les devises obtenues grâce aux exportations vont servir à régler les dettes, au lieu d'être changées en monnaie nationale, chose qui pourrait entraîner un risque de change et du coup impacter la situation des entreprises.

L'une de ces trois sociétés a le droit d'alimenter son compte en euro de 70% de chaque montant obtenu dans les transactions effectuées. Le moment où l'entreprise reçoit les paiements, les responsables trésoreries appliquent certaines formules pour voir combien va être comptabilisé mais généralement, il s'agit d'un arbitrage.

- **CHOIX DE LA DEVISE DE FACTURATION**

Il s'agit de la facturation en Dirhams ou en devises. Et la seule et simple raison pour laquelle ces sociétés n'adoptent pas cette option est la non convertibilité du Dirham.

- REGLEMENT AU COMPTANT

Il s'agit de la solution la plus simple et efficace. En effet, le règlement au comptant est en quelques sortes la situation utopique pour éviter d'être confronté aux fluctuations des cours de change mais la majorité des paiements étrangers sont réalisés en plusieurs jours ou des fois en plusieurs mois après la facturation.

Ceci rend indispensable l'existence d'un risque de change. Ainsi, s'il est difficile d'avoir des règlements au comptant, il est important d'éviter des longs délais de paiement, ce qui est à négocier avec le client avant la signature du contrat.

Pour le cas des sociétés interrogées, certaines adoptent cet instrument pour éviter le risque de change. Tout simplement, après la négociation avec le fournisseur l'entreprise signe un contrat dans lequel sont mentionnés la nature de devise, la date du paiement et le montant à payer.

Comment les sociétés réduisent le risque de change?

- NETTING OU COMPENSATION INTERNE AU GROUPE:

Comme beaucoup de multinationales, les cinq sociétés étudiées ont une production instituée à l'échelle mondiale, où les équipements, les composants et les produits sont échangés entre les filiales du groupe de chaque société. Et pour réduire les frais de ces opérations d'échange au sein de chaque groupe, il y a recours à la compensation interne; vu que les transactions sont trop complexe, et les entreprises ne peuvent pas les gérer via un système de compte globalisé. Alors, elles sont dans l'obligation de travailler avec des systèmes plus sophistiqués.

Pour élaborer ce système de netting, les sociétés sont amenées à déterminer leurs périodicités de fonctionnement (jour, semaine ou mois), et leurs transactions financières. Ceci les engage à élaborer des matrices de compensation.

2.3.2 Les instruments externes de gestion du risque de change

Les instruments externes sont formés essentiellement des produits dérivés qui ont pour fonctions, la couverture des risques, l'arbitrage et la spéculation.

Dans le présent article, on étudiera les produits dérivés en tant qu'instruments de couvertures, parce que le métier du trésorier est loin d'être la spéculation puisqu'il ne cherche pas à profiter de la variation des cours, mais à optimiser ses flux via la couverture contre une hausse ou une baisse des taux.

Le risque de taux peut être couvert par des contrats à terme, des contrats optionnels ou des swaps. Mais dans notre cas, on s'intéressera beaucoup plus au contrat à terme puisque c'est l'instrument qui est utilisé au sein des sociétés étudiées.

- Contrats à terme :

Il s'agit de fixer aujourd'hui le cours de la devise à acheter ou à céder de manière définitive avec un tiers. Ici, les sociétés risquent une hausse du cours de la devise étrangère, et donc doivent acheter à terme des devises afin de pouvoir payer leurs factures en devises.

Le cours à terme résulte de trois paramètres; le cours au comptant le jour de la négociation; la durée de la couverture; et le différentiel entre le taux domestique et le taux devise sur la période à couvrir, avec la formule suivante:

$$F(t, T) = S(t) \times \frac{1 + i' \left(\frac{T-t}{360} \right)}{1 + i \left(\frac{T-t}{360} \right)}$$

Avec:

- F (t, T): Taux de change à terme.
- S (t): Taux de change au comptant.
- (T-t): échéance résiduelle.
- i': Taux d'intérêts à 1 mois dans le marché monétaire Marocain.
- i : Taux d'intérêts à 1 mois dans le marché monétaire Européen.

Le calcul du cours à terme permet de savoir s'il est en déport ou en report par rapport au cours au comptant.

- Options de change:

L'option de change est un instrument de couverture contre le risque de change, qui donne à son acheteur la possibilité d'acheter ou de céder un montant de devises à un taux fixé à l'avance appelé prix d'exercice, en contrepartie d'une prime. Il existe deux types d'options:

L'option Call (ou option d'achat) permet de se protéger contre la hausse de la devise. L'achat de cette option call donne le droit à son propriétaire:

- d'acheter à un prix d'exercice (PE);
- d'acheter à une date déterminé;
- d'acheter une quantité déterminée;
- d'acheter en contrepartie d'une prime payer au vendeur ;

L'option Put (ou option de vente) permet de se protéger contre la baisse de la devise. L'achat de cette option put donne le droit à son propriétaire:

- de vendre à un prix (PE) ;
- de vendre à une date déterminé ;
- de vendre une certaine quantité ;
- de vendre en contrepartie d'une prime ;

Au Maroc, le marché des produits dérivés reste très coûteux et non développer, et c'est la raison pour laquelle les sociétés interrogées n'adoptent pas cet instrument.

- Swap de change :

Un swap est un accord entre deux entreprises pour échanger des flux de trésorerie dans le futur. Cet accord définit les dates auxquelles les cash-flows seront échangés et la façon dont ils seront calculés.

Généralement, ils dépendent d'une ou plusieurs variables économiques comme le taux d'intérêt ou le taux de change.

3. SIMULATION DU COMPORTEMENT DES RESULTATS SELON L'APPLICATION DES INSTRUMENTS DE COUVERTURE

L'analyse suivante portera spécifiquement sur la technique de couverture du risque de change. Parmi les nombreuses stratégies possibles, l'analyse prendra en compte les contrats de change à terme, les options sur devises et les Swaps. Ces instruments sont les plus couramment utilisés. La simulation du comportement des résultats des cinq sociétés au cas où les instruments de couverture externe étaient utilisés portera sur le cas des importations, il s'agit de la couverture contre une hausse des cours.

3.1 Application des stratégies de couverture du risque de change

Cette présente partie sera consacrée à l'étude du cas d'une importation (à partir d'un exemple propre à nous) par chaque société, où des résultats seront déduits après l'application de chaque instrument de couverture par chaque société.

- **Exemple d'une importation**

Le 30/06/2020 la société importe une marchandise avec un montant global de 1 100 000,00 Euro, pour une échéance de 90 jours (3 mois). Le cours Spot Euro au 30/06/2020 = 11,15 MAD. La monnaie de facturation et de règlement sont l'euro. Les hypothèses de règlement au 30/09/2016 sont les suivantes:

- 1 Euro = 11.40 MAD
- 1 Euro = 11.19 MAD
- 1 Euro = 11.11 MAD

3.1.1 Résultat d'opération hors couverture:

Si l'entreprise ne fait rien pour se couvrir, elle adopte une politique de non couverture en pensant que l'euro ne connaîtra pas une hausse, ou que son éventuelle hausse ne sera pas significative pour justifier le coût d'une couverture. L'entreprise est alors exposée au risque de

hausse de la devise, comme constaté dans le tableau ci-après:

Tableau 2 : Variation des cours de change

Opération	Montant en euro	Cours	Contre-valeur en MAD
Valeur au 31/09/2016	1 100 000.00	11.40	12 540 000.00
Valeur au 30/06/2016	1 100 000.00	11.15	12 265 000.00
Différence	1 100 000.00	-0.25	-250 000.00
Perte			-275 000.00

Source: Auteurs

Hors couverture: le résultat est négatif, car le cours augmente à 11, 40 EUR/MAD soit:
 $100\,000,00 \times (11,15 - 11,40) = -275\,000,00\text{ MAD}$

3.1.2 Résultat d'opération de couverture via contrat à terme:

On va essayer d'appliquer deux stratégies de couverture du risque de change à savoir; la stratégie de contrat à terme, et les options de change.

Le principe d'un contrat à terme consiste à acheter ou à vendre une devise à un cours fixé immédiatement, mais pour une livraison à une date future prédéterminée, selon Abdie. L et Suissa. C M (2011)

Simulation de couverture d'une importation par contrat à terme:

Dans ce cas d'importation, les sociétés sont amenées à acheter la devise (Euro) à terme pour régler leurs futures importations.

- Le Risque: la hausse de l'Euro
- La Couverture: Mise en place d'achat à terme de l'Euro contre le MAD

Tableau 3. Première hypothèse: 1 Euro = 11.40 MAD

Opération	Montant en Euro	Cours	Contre-valeur en MAD
Achat à terme ferme	1 100 000.00	11.25	12 375 000.00
Valeur le 30/06/2016 (au comptant)	1 100 000.00	11.15	12 265 000.00
Perte sur devise	1 100 000.00	-0.10	-110 000.00
Valeur à l'échéance au 30/09/2016	1 100 000.00	11.40	12 540 000.00
Gain réalisé	1 100 000.00	+0.15	+165 000.00
Résultat net décaissé			12 375 000.00

Source: Auteurs

A partir de ce tableau, on déduit que la société verse une somme de 12 375 K MAD, avec une couverture du risque à hauteur de 165.000 MAD d'une somme total de 275 000 MAD grâce à sa couverture par contrat à terme.

Tableau 4. Deuxième hypothèse: 1 Euro = 11.19 MAD

Opération	Montant en Euro	Cours	Contre-valeur en MAD
Achat à terme ferme	1 100 000.00	11.25	12 375 000.00
Valeur le 30/06/2016 (au comptant)	1 100 000.00	11.15	12 265 000.00
Perte sur devise	1 100 000.00	-0.10	-110 000.00
Valeur à l'échéance au 30/09/2016	1 100 000.00	11.19	12 309 000.00
Manque à gagner	1 100 000.00	-0.06	-66 000.00
Résultat net décaissé			12 375 000.00

Source: Auteurs

A l'arrivée de l'échéance, le cours Euro a diminué pour atteindre 11,19 MAD ; en dépassant les 11,15 au comptant. Mais les clauses du contrat à terme ne peuvent faire bénéficier les sociétés de cette diminution du cours, ce qui permet d'enregistrer une perte de 110 000.00 MAD par rapport au montant de la dette, avec un manque à gagner de 66 000.00 MAD.

Tableau 5. Troisième hypothèse : 1 Euro = 11.11 MAD

Opération	Montant en Euro	Cours	Contre-valeur en MAD
Achat à terme ferme	1 100 000.00	11.25	12 375 000.00
Valeur le 30/06/2016 (au comptant)	1 100 000.00	11.15	12 265 000.00
Perte sur devise	1 100 000.00	-0.10	-100 000.00
Valeur à l'échéance au 30/09/2016	1 100 000.00	11.11	12 221 000.00
Manque à gagner	1 100 000.00	-0.14	-154 000.00
Résultat net décaissé			12 375 000.00

Source: Auteurs

A partir de cette troisième hypothèse, on remarque que le marché s'est clairement diminué et le cours est devenu 11,11 MAD, alors comme les sociétés sont engagées à terme ferme, elles se trouvent dans l'obligation d'honorer leurs engagements. Dans ce cas, elles décaisseront le montant de la vente à terme des Euros : $(1\ 100\ 000,00 * 11,25) = 12\ 375\ KMAD$.

3.1.3 Résultat d'une opération de couverture via Swap et options de change:

Le Swap de change est une double opération de change, l'une au comptant dans un sens, et l'autre à terme dans l'autre sens, avec la même contrepartie. Les deux opérations sont abordées simultanément avec le même taux de change comptant de référence. Outre sa fonction d'instrument de change, c'est aussi une double opération de trésorerie. Cette technique permet en particulier d'éclaircir et de repousser par anticipation une opération de change à terme. Son coût est le différentiel de taux d'intérêt entre les deux devises; report et déport.

Simulation de couverture d'une importation par « SWAP de change »

Supposant que chaque société reçoit aujourd'hui un paiement de 1 100 000.00 d'euros et devront effectuer un paiement de 1 100 000.00 euros dans 90 jours, elles peuvent conclure des accords de swap en vertu desquels elles vendront 1 100 000.00 euros aujourd'hui (contre des dirhams) et s'engageront à acheter la même quantité d'euros dans 90 jours à un taux de change qui est préétabli aujourd'hui.

Grâce à ce swap, les entreprises ont accès à l'équivalent en Euros de 1 100 000.00 pour les 90 prochains jours. Le swap élimine également le risque de change au cours de cette période. Toutefois, les entreprises sont maintenant obligées par des contrats d'acheter des Euros dans 90 jours et devront payer ces derniers en Dirham Marocain à ce moment.

L'option de change est un contrat donnant à son acquéreur le droit (et non l'obligation) d'acheter ou de vendre un montant donné de devises à une date (ou pendant une période) déterminée et à un cours fixé par avance appelé prix d'exercice, moyennant le paiement d'une prime.

- SIMULATION 1: COUVERTURE D'UNE IMPORTATION PAR ACHAT D'UN « CALL DEVISE »

Call classique: EUR/MAD

- Strike: 11.25 (terme)
- Prime: 3.00%
- Quantité: 1 100 000 Euro
- Echéance: 3 mois

Tableau 6. Fluctuation du cours de change

Cours à l'échéance	Statut option	Cours d'achat de la devise
11.11	Out-the-money	$11.11 + (11.25 * 3\%) = 11.45$
11.25	At-the-money	$11.25 + (11.25 * 3\%) = 11.59$
11.40	In-the-money	$11.25 + (11.25 * 3\%) = 11.74$

Source: Auteurs

L'acheteur de l'option ne peut exercer son droit que lorsque l'évolution du cours devient favorable. Si non, il sera obligé d'abandonner l'option et acheter ou vendre la devise au prix du marché, pour pouvoir ainsi profiter de l'évolution du cours. Donc, son risque de perte restera limité au montant de la prime payée.

En ce qui concerne le vendeur de l'option, il aperçoit la prime mais s'engage à vendre ou à acheter la devise au prix définit.

- Si: Cours d'euro > 11,25 € \longrightarrow exercer l'option ; l'acheteur obtient l'euro au prix de 11,25€ plus la prime.
- Si: Cours d'euro < 11,25 € \longrightarrow abandonner l'option ; l'acheteur perd la prime, mais il bénéficie d'un prix plus avantageux pour acheter l'euro.

Pour mieux apprécier les gains et les pertes liés à l'exercice, on va présenter chaque hypothèse avec le résultat net à décaisser.

Chaque société choisit de se couvrir avec une option de vente aux caractéristiques suivantes:

- Prix d'exercice: 11,25 (1 Euro = 11,25 MAD).
- Prime: 0,3375 MAD par Euro (11,25 * 3%).

1ère hypothèse: 1 Euro = 11,11 MAD

Le cours Euro est passé à 11,11 MAD par rapport à un cours convenu avant de 11,25 MAD, ça signifie que le cours Euro a baissé. La société n'a pas donc intérêt à exercer son option parce que le cours proposé par le marché est plus avantageux que celui conclu lors de l'achat du Call.

Tableau 7. Les entreprises n'exercent pas l'option

Résultat brut	$1\ 100\ 000 * 11.11$	12 221 000 MAD
Prime	$(1\ 100\ 000 * (11.25 * 3\%))$	371 250 MAD
Résultat net	$12\ 221\ 000 + 371\ 250$	12 592 250,00 MAD
Montant décaissé		12 592 250,00 MAD

Source: Auteurs

Tableau 8. Les entreprises exercent l'option

Résultat brut	$1\ 100\ 000 * 11,25$	12 375 000,00 MAD
Prime	$(1\ 100\ 000 * (11.25 * 3\%))$	371 250 MAD
Résultat net	$12\ 375\ 000 + 371\ 250$	12 746 250,00 MAD
Montant décaissé		12 746 250,00 MAD

Source: Auteurs

Le cours Euro est passé à 11,11 MAD par rapport à un cours convenu avant de 11,25 MAD, ça signifie que le cours Euro a baissé. Les sociétés n'ont pas donc intérêt à exercer leurs options parce que le cours proposé par le marché est plus avantageux que celui conclu lors de l'achat du Call.

2ème hypothèse: 1 Euro = 11,25 MAD

Le cours de change sur le marché et le Strike sont égaux aux prix conclu lors de l'achat du call, donc les entreprises peuvent soit acheter la devise sur le marché ou bien exercer l'option.

Elles réaliseront dans tous les cas une perte équivalente à la prime de 371 250,00 MAD.

3ème hypothèse: 1 Euro = 11,40 MAD

Tableau 9. Les entreprises n'exercent pas l'option

Résultat brut	1 100 000*11,40	12 540 000,00 MAD
Prime	(1 100 000*(11.25*3%))	371 250 MAD
Résultat net	12 540 000 + 371 250	12 911 250,00 MAD
Montant décaissé		12 911 250,00 MAD

Source: Auteurs

Tableau 10. Les entreprises exercent l'option

Résultat brut	1 100 000*11,25	12 375 000,00 MAD
Prime	(1 100 000*(11.25*3%))	371 250 MAD
Résultat net	12 375 000 + 371 250	12 746 250,00 MAD
Montant décaissé		12 746 250,00 MAD

Source: Auteurs

L'exercice de l'option a donné un résultat positif avec une couverture totale du risque de change qui est de 275 000,00 MAD.

Avec $275\ 000 = (11,40 - 11,15) \times 1\ 100\ 000$.

3.2 Choix de la stratégie de couverture

3.2.1 Analyse comparative des résultats

Faisant suite à la panoplie de stratégies qui existent pour couvrir le risque de change, plusieurs méthodes ont donné satisfaction en matière de gestion de risque, mais le plus avantageux selon Bertrand.J, Solnik. B et Perignon. C (2014) est de confronter les résultats obtenus pour analyser les coûts liés à chaque stratégie, le degré de couverture et l'avantage donné par chacune.

Si on garde sur le marché les conditions suivantes pour les trois stratégies:

- Cours Spot: 11,11 (1ère hypothèse)

- Cours Spot: 11,40 (2ème hypothèse)
- Cours à terme (en cas du contrat à terme): 11,25
- Strike (en cas d'options de devises): 11,25
- Cours à la facturation: 11,15
- Echéance: 3 mois (90 jours)

Résultat sur opération de change selon la première hypothèse

Tableau 11. Première hypothèse : Cours Spot = 11,11

Opération	Contrat à terme	Option classique	Swap
Quantité du sous-jacent	1 100 000 euro	1 100 000 euro	1 000000 euro
Cours	11.25	11.25	Cours spot=11.11 Cours à terme=11.25
Prime		371 250 MAD	
Résultat sur opération	-12 375 000 MAD	- 525 250 MAD	- 154 000 MAD

Source: Auteurs

Résultat sur opération de change selon la deuxième hypothèse

Tableau 12. Deuxième hypothèse : Cours Spot = 11,40

Opération	Contrat à terme	Option classique	Swap
Quantité du sous-jacent	1 100000 euro	1 100000 euro	1 100000 euro
Cours	11.25	11.25	Cours spot=11.40 Cours à terme=11.25
Prime		371 250 MAD	
Résultat sur opération	-12 375 000 MAD	- 206 250 MAD	- 165 000 MAD

Source: Auteurs

D'après les tableaux ci-dessus, on constate le résultat sur chaque opération de change selon la fluctuation du cours enregistrée. En fait la couverture par option donne un rendement certain. Or, si on opte pour un contrat à terme, il faut que celui-ci soit bien négocié de manière à faire face aux fluctuations du marché de change, pour cela on doit suivre de près l'actualité sur les cours de changes, et prendre en compte les prévisions des cambistes pour rester aligner avec les réalisations sur le marché financier en terme de cotation.

Au niveau du Swap, plus la différence est importante entre le cours Spot et celui à terme, plus l'opération sera grevée de perte.

Le responsable trésorerie ,de l'une des sociétés interrogées, a insisté sur la nécessité de collecter d'abord les informations sur le marché financier, et voir si les prévisions sont pour une flambée du taux de change, dans ce cas la stratégie convenable sera l'achat d'une option de vente, même si on sera devant un risque de perte du montant de la prime, mais on disposera d'une certaine liberté quant à la décision d'exercice ou non de l'option, s'ajoute la connaissance dès le premier jour du montant total qu'on risquera de perdre.

Le contrat à terme peut aussi être pris comme stratégie alternative, si cette fois les prévisions sont pour une diminution de cours, il sera le moyen le plus efficace de couverture aussi bien que le Swap.

3.2.2 Avantages et limites des stratégies de couverture

Le tableau suivant nous présente les avantages et risques liés à chacune des stratégies citées:

Tableau 13. Les avantages et les risques liés à chacune des stratégies citées

	Contrat à terme	Option classique	Swap
Avantages	Cours connus dès la couverture Cours minimes	Se protéger avec possibilité de profiter d'une évolution favorable du cours	Permet d'apparier des entrées et des déboursée dans une même devise Coûts minimes
Risques	Impossibilité de profiter d'une évolution favorable du cours	Prime à payer	Impossibilité de profiter d'une évolution favorable du cours

3.2.3 Détermination de la stratégie de couverture selon l'objectif de la société

- Contrat à terme :

En concluant des contrats à terme, l'entreprise élimine la totalité ou la plus grande partie du risque de transaction. Les contrats à terme sont simples d'utilisation et ne comportent aucun prix d'achat, ce qui les rend très populaires en pratique.

Le cours de change à terme est égal au cours de change au comptant touché par un report ou un déport reflétant la différence entre les taux d'intérêt pratiqués sur chacune des devises. Ainsi, le

gain éventuel de trésorerie, dû au différentiel des taux d'intérêt, est compensé par la différence de change à terme. Pour des raisons pratiques, c'est la couverture à terme qui est la plus souvent utilisée, et c'est d'ailleurs la stratégie de couverture adoptée par les cinq entreprises étudiées.

- Options :

Comme les options sur devises n'obligent pas l'entreprise à vendre ou à acheter des devises (contrairement aux contrats à terme), elles permettent à l'entreprise de bénéficier des fluctuations favorables des taux de change, ce qui explique pourquoi la plupart d'entre elles comportent un coût d'achat (la prime).

En effet tout dépend de l'objectif fixé par l'entreprise, à partir duquel on a alloué les propositions de couverture suivantes:

-Quand la société a pour objectif de fixer le cours futur des devises, elle doit adopter la stratégie de change à terme pour se couvrir du risque.

-Quand la société veut optimiser la gestion globale de sa trésorerie, elle doit opter pour une stratégie de swap de change.

-Quand la société veut à la fois bénéficier de l'évolution favorable de la devise, et assurer un cours minimum ou maximum, elle doit choisir l'option sur devise.

Une fois que les sociétés sont en mesure de déterminer les instruments correspondent à leurs besoins, il serait temps d'examiner les durées pour lesquelles la couverture sera étaler, aussi de voir sur quelle échéance la stratégie de couverture des risques de change sera adoptée. Mais, il reste très important de connaître qu'une stratégie se doit d'être redessinée. Evidemment, avec le temps, les données exploitées pour fonder la stratégie diffèrent. Alors, il se peut que le portefeuille des fournisseurs ainsi que le portefeuille client changent et ne restent pas les mêmes, qu'on ait une excellente couverture naturelle ou qu'on ait un aspect différent face au risque.

Finalement, pour qu'une stratégie reste toujours efficace et centrée sur les objectifs d'expansion, elle doit être revisitée le plus souvent possible, et c'est ce qui a été confirmé par les responsables des entreprises interrogées.

- ❖ **Implications managériales :**

- Cerner le rôle du risque de change à un niveau beaucoup plus restreint, celui de l'entreprise marocaine, par l'exemple de cinq sociétés de différentes activités

- Les résultats de cette étude suscitent des implications managériales pouvant contribuer à l'amélioration de la performance du choix de stratégie de couverture du risque de change.
- Mettre la lumière sur les entreprises marocaines en particulier comme il a été fait dans de nombreux travaux d'auteurs marocains (Aamoum.H & Dargouch.B, 2020).
- Les travaux de recherche menés dans le cadre de ce travail visent essentiellement à formaliser la pratique et l'expérience professionnelle en contribuant à la création de connaissances.

Conclusion

L'exposition au risque de change est un sujet qui constitue la préoccupation de plusieurs entreprises. Ce travail a tenté de contribuer à une meilleure compréhension de la problématique en adoptant une approche méthodologique, descriptive et analytique qui se fonde sur le diagnostic de la situation actuelle de la gestion du risque de change au sein des entreprises étudiées, et des simulations de stratégies afin d'apprécier les résultats obtenus.

L'existence de plusieurs produits de couverture met les sociétés dans un embarras de choix, mais comme chaque entreprise a une situation financière différente des autres alors, conséquemment il leur faut à toutes une solution adaptée à leurs besoins.

Durant l'exercice de son activité, chaque entreprise se trouve confrontée à plusieurs risques, notamment le risque de fluctuations des cours de change.

La meilleure solution à apporter par le trésorier, c'est d'identifier ce risque, se doter des outils nécessaires pour le mesurer et être capable de le couvrir, totalement ou partiellement.

C'est ce qui a été détaillé tout au long de cet article, en montrant que par un choix efficace de l'instrument financier; les sociétés pourront maîtriser leurs coûts et optimiser la gestion de leurs trésoreries.

Dans tous les cas, il est nécessaire que les procédures internes soient mises en place pour contrôler le risque des opérations mises en œuvre. De plus, l'efficacité de la stratégie adoptée par chaque entreprise doit être évaluée à posteriori. Il est, en effet, inutile de mettre en œuvre des stratégies de couverture extrêmement complexes et coûteuses en temps si elles ne permettent pas d'obtenir de meilleurs résultats que des couvertures plus classiques.

Mais face à la libéralisation du Dirham Marocain, comment les sociétés marocaines ont agi ? Et est-ce qu'elles se sont adaptées facilement au change flottant ?



BIBLIOGRAPHIE

- Aamoum, H & Dargouch, B. (2020) Le poids du capital immatériel dans la valeur des entreprises marocaines cotées en bourse. Revue internationale des sciences de gestion, volume 3 : numéro 2.
- Abdie, L & Suissa, C.M. (2011) Finance internationale: marché des changes et gestion des risques financiers.
- Bertrand, J ; Solnik, B & Perignon, C. (2014) Marchés Financiers : Gestion des portefeuilles et des risques, 6ème Edition DUNOD.
- Etats de synthèses internes des sociétés X.
- Giraud, P.N. (2004-2005) Initiation à l'économie, Edition 2.
- Marion, A ; Asquin, A & Everaere, C. (2012) Diagnostic de la performance de l'entreprise : Concepts et méthodes, Dunod.
- Rapports d'activités internes des sociétés X.
- Sion, M. (2015) Gérer la trésorerie et la relation bancaire, 6ème Editeur Dunod.
- Sites officiels des sociétés X.