

ANALYSE COMPARATIVE DES PRATIQUES DE GESTION DU RISQUE DE CHANGE DES ENTREPRISES: CAS MAROCAIN ET TUNISIEN

Ahmed HRIFA, Zineb BAMOUSSE,

ENCG-Settat, Université Hassan Premier, MAROC

ahmedhrifa00@gmail.com

z.bamousse@gmail.com

Résumé— l'objectif de ce travail est de fournir une analyse théorique sur les politiques de change et les pratiques de gestion du risque de change dans deux économies émergentes : le Maroc et la Tunisie. Ces analyses s'arc-boutent donc sur des faits observés, recueillis et mesurés des pratiques, des méthodes et des moyens mis en place pour gérer et pour se couvrir contre les effets du risque de change.

Mots-clés— Risque de change, couverture, gestion du risque de change, politique de change, Entreprises Marocaines, Entreprises Tunisiennes.

I. INTRODUCTION

La littérature de « gestion » est une grande consommatrice du terme « risque » utilisé dans de nombreux contextes à des besoins et réflexions théoriques et méthodologiques très diverses. Le débat portant sur la mesure du risque suscite un vif intérêt sur le plan de la recherche scientifique, il est en effet loin d'être clos.

Compte tenu de la mondialisation des marchés, de la globalisation financière, de l'explosion spectaculaire du commerce international et des crises monétaires récentes, l'exposition aux devises étrangères a gagné en importance dans le milieu des entreprises et en finance internationale.

Devant cette présence continue d'instabilités, une gestion des risques cohérente, globale et rentable est plus que jamais cruciale pour que l'entreprise puisse atteindre ses objectifs. Les décideurs doivent continuellement prendre en considération le vaste arsenal de facteurs reliés à la mondialisation, et ce, en intégrant, de nouvelles stratégies à leurs anciennes équations afin de faire face aux variables qui ont contribué à accroître le risque de change de l'entreprise.

En effet, la gestion du risque de change permet à l'entreprise, suite aux événements imprévus, de survivre, de continuer à fonctionner et vise également à préserver dans les meilleures conditions de coût, le patrimoine de l'entreprise contre les pertes qui peuvent l'atteindre dans l'exercice de son activité.

La problématique de la gestion du risque s'impose aujourd'hui avec force dans les économies émergentes. Il est donc jugé opportun pour les entreprises exposées au risque de change, de mettre en place des stratégies de couverture de plus en plus sophistiquées, qui permettra d'annuler ou d'atténuer ces fluctuations.

Pour mieux comprendre la pratique de la gestion des risques, nous avons mené une étude exploratoire dans deux pays: le Maroc et la Tunisie. Ces pays émergents, au potentiel d'échange, représentent des opportunités d'affaires particulièrement intéressantes notamment grâce à la volonté des gouvernements nationaux de faire de l'ouverture une priorité de développement économique.

Après un bref survol de la littérature théorique, nous essayerons d'apporter des éléments de réponse sur la base de notre étude.

II. PROBLEMATIQUE

Voulant traiter du comportement des entreprises Marocaines et Tunisiennes face au risque de change, on s'est proposé de traiter la problématique suivante :

Notre problématique prend en considération l'état actuel des connaissances en matière de risque de change et vise à porter un éclairage sur la perception et la couverture du risque de change par les entreprises Marocaines et Tunisiennes au moyen d'une étude comparative.

III. REVUE DE LITTERATURE

A. Concept du Risque de Change

1) *Définition du risque de change*: Les définitions du risque de change sont multiples. Certains auteurs limitent la notion du 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 étrangères » [15].

Par contre d'autres, 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 puisque son objectif est la minimisation de ce risque » [16].

Le risque de change donc, est la variabilité de la valeur de l'entreprise, provoquée par la volatilité des cours de change.

Pour mieux clarifier la notion du risque de change, nous proposerons l'exemple suivant :

Cas d'un importateur Tunisien :

Le 25 Janvier 2018, un importateur Tunisien a passé une commande de marchandises à un fournisseur Français pour une valeur de 100 000 €, payable fin décembre.

Le 25/01/2018, le cours de l'euro est à 2,2816 TND.

A cette date, le coût de sa dette est de : $100\ 000 \times 2,2816$
TND = 228 160 TND

Le 31/12/2018, trois scenarios seront possibles :

- Le cours de l'Euro contre le TND baisse :

Si on suppose qu'il passe à 2,1700 TND, l'importateur voit sa dette baisser puisqu'elle est désormais de 217 000 TND au lieu de 228 160 TND.

Suite à cette baisse du coût, l'importateur a pu réaliser un **gain de change** de 11 160 TND.

- Le cours de l'Euro contre le TND reste stable :

L'importateur devra régler sa dette de 228 160 TND

Pas de différence entre cette somme et celle prévu lors de l'achat.

- Le cours de l'Euro contre le TND augmente :

A titre d'exemple, le cours passe à 2,3111 TND.

La dette de l'importateur s'élève à 231 110 TND, ce qui signifie qu'il a subi une **perte de change** de 2 950 TND.

2) *Naissance du risque de change :* L'analyse des différentes sources du risque de change nous a permis de constater que ce dernier apparaît dès lors qu'une entreprise est en détention d'actifs ou de passifs exprimés en devises. En général, l'apparition du risque de change s'éclore dans trois opérations, à savoir ; importation, exportations, prêt/emprunt.

- Cas d'une importation : dans ce cas, le risque de change se réalise à la signature du contrat.

- Cas d'une exportation : Pour l'exportateur, le risque de change devient réel à la réception de la commande jusqu'à la réception du règlement.

- Cas des opérations financières : le risque apparaît dès que les opérations de trésorerie ont été exécutées. C'est à ce stade là que le risque de change est cristallisé.

3) *Les différents types de risque de change :*

- Risque économique : c'est l'incertitude sur la contrepartie en monnaie nationales des flux futurs en devises. Il concerne les retombées globales que les variations des taux de change peuvent avoir sur la valeur actuelle et la compétitivité future de l'entreprise.

→ Risque : opérations affectées par des mutations monétaires macro-économiques

- Risque transactionnel : c'est la présence de créances ou de dettes libellées en devises au bilan d'une entreprise

→ Risque : impact immédiat sur la valeur des dettes et des créances (charges et produits).

- Risque de consolidation: c'est un risque lié à la conversion des états comptables de filiales étrangères et des profits des filiales en devise locale.

→ Risque : baisse de la valorisation des états financiers consolidés dans la devise fonctionnelle.

B. La Gestion du Risque de Change

Avant de définir sa stratégie de couverture, l'entreprise est censée d'abord déterminer sa position de change.

La position de change détermine la situation financière de l'entreprise vis-à-vis de ses créances et ses dettes en devises.

Position de change = Avoirs en devises – Engagements en devises.

1) *Les différentes positions de change :*

- Position de change fermée : dans ce cas, le solde est nul, autrement dit, les avoirs en devises sont égaux aux engagements en devises, l'entreprise n'est pas exposée au risque de change.

- Position de change longue : dans ce cas, le solde est positif, les avoirs sont supérieurs aux engagements en devise, l'entreprise est exposée à une dépréciation de monnaie étrangère.

- Position de change courte : dans ce cas, le solde est négatif, les créances sont inférieures aux dettes, l'entreprise est exposée à une appréciation de monnaie étrangère.

Après avoir déterminé sa position de change, l'entreprise peut ensuite choisir entre l'une des trois stratégies de couverture suivante :

- Non couverture : lorsque l'environnement financier dans le pays de résidence de l'entreprise est assez stable.

- Une couverture sélective : les positions en monnaies étrangères sont couvertes de cas en cas. La plupart du temps, les positions couvertes sont celles où l'entreprise s'attend à une perte de change ou pour laquelle le risque d'une absence de couverture est trop grand. Cette stratégie repose sur des prévisions en matière de change.

- La couverture automatique : elle vise à couvrir la totalité des opérations de change de l'entreprise.

Après cette étape, il ne reste au trésorier de l'entreprise que de choisir l'instrument de couverture adéquat.

2) *Les instruments de couverture:*

Techniques de couverture internes :

- Le choix de la monnaie de facturation
- Le termaillage
- Les clauses d'indexation dans les contrats
- Les compensations internes
- Les swaps

Choix de la monnaie de facturation :

La monnaie de facturation est la devise dans laquelle sera libellé le contrat d'achat ou de vente internationale. Les parties au contrat, qui ont la liberté de choisir cette monnaie de facturation, peuvent choisir une devise plutôt qu'une autre afin de minimiser le risque de change. Deux possibilités s'offrent à elle :

- Choisir la monnaie nationale
- Choisir une autre devise

Choisir la monnaie nationale : pour éviter le risque de change, de nombreuses entreprises, notamment les PME, choisissent de ne facturer ou de n'accepter que des transactions en

monnaie nationale (ou en euros dans le cas des pays européens). Cette situation fait peser le risque de change sur la partie étrangère. Celle-ci ne l'admettra que si :

- L'entreprise est en position de force, les avantages que l'autre partie retire de la transaction étant importants (qualité du produit ou des services, compétitivité du prix, délais de règlements longs, délais d'exécution rapides, service après-vente performant, ...);
- Le coût final sera inférieur pour l'autre partie, celle-ci anticipant une dépréciation de la monnaie nationale de l'acheteur en cas d'achat, ou une appréciation en cas de vente.

Choisir une devise : de manière générale, l'entreprise a intérêt à :

- facturer ou payer en une monnaie facilement transférable et servant de façon usuelle aux paiements internationaux (dollar américain, livre sterling, yen, euro, ...);
- faciliter la gestion en utilisant peu de devises car suivre leur évolution demande de disposer de nombreuses informations et du temps pour les traiter.

Le Termaillage :

Le termaillage consiste à accélérer ou retarder les encaissements ou les décaissements des devises étrangères selon l'évolution anticipée de ces devises. Cette technique vise donc à faire varier les termes des paiements afin de profiter de l'évolution favorable des cours.

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

TABLEAU I

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

Les techniques visant à mesurer l'évolution des cours de change mobilisent des ressources importantes. La technique du termaillage, basée principalement sur cette estimation de l'évolution des cours, n'est applicable que dans la mesure où le chiffre d'affaires à l'exportation et les pertes potentielles liées aux variations de cours de change justifient la mise en place d'une telle structure.

Les clauses d'indexation dans les contrats :

Les clauses d'indexation rédigées dans les contrats d'achat ou de vente internationale visent à prévoir contractuellement les modalités de partage du risque de change de transaction entre l'acheteur et le vendeur, dans l'hypothèse où une variation du cours de change de la devise choisie par les parties interviendrait.

- Clause d'adaptation des prix proportionnelle aux fluctuations des cours de change : dès la signature du contrat, le vendeur définit la valeur des marchandises dans sa monnaie. Si le cours de la monnaie de facturation du contrat augmente, le prix de l'exportation est augmenté pour l'acheteur sur base

du nouveau taux de change. Le risque de change est donc entièrement supporté par ce dernier.

- Clause d'indexation « tunnel » : l'entreprise peut introduire un tunnel, présentant un cours minimum et maximum à l'intérieur desquels le cours de la monnaie de facturation peut fluctuer sans aucune incidence sur le prix des marchandises. Si les variations de cours de change dépassent ces limites, le prix est revu à la hausse ou à la baisse selon les modalités prévues dans la clause.

- Clause de risque partagé : la clause de risque partagé fait supporter aux deux parties une part du risque de change. Le contrat prévoit, par exemple, qu'une partie de la variation de cours intervenant entre la date de facturation et la date de paiement sera partagée par l'exportateur à concurrence de la moitié, l'importateur supportant l'autre moitié.

- Clauses multidevises : les clauses multidevises ou clauses de change multiples permettent de libeller le montant du contrat en plusieurs devises et c'est seulement à l'échéance que l'une des parties au contrat (l'acheteur ou le vendeur) choisit la devise de règlement.

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.

La Compensation :

La compensation est un instrument de couverture par laquelle une entreprise limite son risque de change en compensant les encaissements et les décaissements dans la même unité monétaire. Ainsi, le règlement d'une créance en devise sera attribué au paiement d'une dette libellée dans la même monnaie. La position de change ne se rapporte alors que sur le solde.

Dans cette optique, l'entreprise veille à restreindre le nombre de monnaies de facturation, de manière à pouvoir compenser un maximum de flux d'argent « entrant » et « sortant ». L'entreprise doit également agir sur les dates de règlement afin de disposer de suffisamment d'entrées pour payer les sorties.

En outre, la compensation bilatérale peut être mise en œuvre par les firmes dans des cas exceptionnels. Cette compensation est possible quand deux entreprises sont en relation commerciale et qu'elles réalisent des ventes réciproques. C'est le cas lorsqu'une société vend à un client étranger des produits et ce client s'approvisionne dans cette même entreprise.

Les Swaps :

Le swap de devises est un accord conclu entre deux parties qui s'échangent un montant précis de devises étrangères et se contractent mutuellement à réaliser continuellement des paiements correspondant aux intérêts ainsi qu'à se rendre le montant échangé à une date fixée au préalable. Dans la plupart des cas, une banque sert d'intermédiaire pour la transaction. Il existe différents types de swaps :

- Les swaps exports sont octroyés par des banques aux exportateurs dans certains pays. Ils correspondent à une avance en devises convertibles auprès de la Banque

Centrale, et qui sera remboursée dès que l'exportateur aura encaissé le paiement de ses ventes ;

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

Techniques de couverture externes :

- L'assurance change
- La couverture sur les marchés des changes à terme
- La couverture sur le marché monétaire
- Les marchés d'options de devises

L'Assurance change :

L'entreprise peut se couvrir contre le risque de change par la souscription 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 devises sans s'exposer au risque de modification et variation des cours de change.

Marché des changes à terme :

La couverture sur le marché à terme est une des stratégies les plus utilisées par les entreprises étant donnée sa simplicité d'emploi. La couverture à terme se manifeste par un échange d'une devise contre une autre, sur la base d'un cours comptant fixé avec livraison réciproque à une date convenue. Deux opérations sont réalisables : l'achat à terme (couverture des importations) et la vente à terme (couverture des exportations).

Le change à terme permet de fixer à présent un cours d'achat ou de vente de devises pour une échéance future. L'exportateur, pour se couvrir contre les effets du risque de change lié à la variation du cours d'une devise, vend à terme à sa banque le montant de sa créance. Il fixe ainsi de façon précise le montant de monnaie nationale qu'il encaissera à l'échéance. L'importateur, quant à lui, pour se couvrir contre le risque de change lié à l'appréciation éventuelle d'une devise, achète à terme les devises correspondant au montant de sa dette. Il connaît ainsi avec exactitude le montant en monnaie nationale qu'il devra payer.

La technique de couverture à terme permet de connaître à l'avance le cours auquel le banquier, d'une part, achètera la devise à l'exportateur au moment de l'échéance et, d'autre part, vendra la devise à l'importateur au moment de l'échéance. Il est à signaler que ces contrats sont fermes et que l'exportateur ou l'importateur ne peuvent bénéficier d'une évolution favorable ultérieure de la devise.

Marché monétaire :

Le recours au marché monétaire peut se faire via deux voies : les prêts et les emprunts en devises.

- Les prêts en devises :

Le prêt en devises permet à l'importateur qui a une position courte en devises, d'acheter des devises au comptant ou grâce à un emprunt et de les placer jusqu'au jour de l'échéance. Le fait

d'acheter les devises le jour de sa commande annule son risque de change. Si la trésorerie de l'entreprise est insuffisante, l'importateur peut emprunter des euros sur le marché et les vendre au comptant contre devises.

- Les emprunts en devises ou « avances en devises » : L'exportateur peut emprunter les devises correspondant au montant d'une créance à recevoir sur le marché des devises et les vendre aussitôt sur le marché comptant pour obtenir de la monnaie nationale. Il payera ensuite l'emprunt avec les devises obtenues de son client. L'entreprise abolit ainsi le risque de change, et régénère sa trésorerie en monnaie nationale. L'avance en devises sera d'autant plus intéressante que le taux d'intérêt de la devise concernée est proche du taux de crédit en monnaie nationale.

Options de devises :

L'acquéreur d'une option d'achat de devises se procure le droit - et non l'obligation - d'acheter un certain montant de devises à un prix appelé prix d'exercice, jusqu'à, ou à, une certaine échéance (appelée date d'exercice).

L'acheteur d'une option de vente de devises se procure le droit - et non l'obligation - de vendre un certain montant de devises. Identiquement, Comme dans le cas d'une option d'achat, cours et échéance sont fixés à l'avance.

Le propriétaire d'une option peut donc décider de plein gré de l'exercer ; c'est-à-dire d'acheter ou de céder la devise au prix d'exercice. Par ailleurs, il peut également se détacher d'utiliser ce droit si le cours qu'il peut obtenir sur le marché des changes est plus avantageux pour lui.

L'option de change permet donc à son détenteur de couvrir son risque de change tout en gardant la possibilité de réaliser un gain de change dans le cas d'une évolution favorable du cours de la devise.

En contrepartie du service et des risques encourus par le vendeur de l'option (généralement un banquier), une prime, plus ou moins élevée suivant les situations (durées de couverture, cours garantis, devises), est demandée à l'acheteur de l'option. Le risque de l'acheteur d'options est ainsi borné au montant de cette prime.

Le dénouement d'une option peut se faire selon trois voies : il y a abandon de l'option dans le cas où l'acheteur d'option trouve avantage à acheter (ou à vendre) ses devises sur le marché des changes. Il y a exercice de l'option dans le cas inverse. Enfin, il y a revente de l'option quand cette dernière a encore une valeur positive et que l'entreprise n'a pas réalisé son opération commerciale.

IV. METHODOLOGIE

Pour explorer nos deux cas, nous avons opté pour une méthode d'analyse comparative. Cette méthode nous paraît judicieuse, car elle permet de faire ressortir les similitudes et contrastes entre chaque cas. En mettant ainsi en parallèle nos deux études, nous pourrions ultimement observer s'il existe une convergence entre les stratégies appliquées par chacun des deux pays pour gérer le risque de change.

La collecte de données nécessaires à la construction de nos deux études repose principalement sur des données

secondaires. Ainsi, archives, rapports annuels, sources et déclarations officielles, résultats boursiers, analyses financières, revues de presse, articles spécialisés et sites Internet, bref toutes ces sources ont été traitées de façon indépendante, puis corroborées entre elles, pour permettre ensuite de monter le squelette de chacun des cas.

V. ANALYSE COMPARATIVE

Des données qualitatives et quantitatives provenant d'une multitude de sources ont ainsi été recueillies afin de nous permettre d'analyser dans un premier temps les politiques de change actuelles aussi bien au Maroc qu'en Tunisie. Le deuxième axe de notre réflexion s'attachera à comparer les différentes techniques de couverture contre le risque de change applicables par chacun des deux pays.

A. Les Politiques de Change Actuelles

Si l'on se réfère sur le rapport annuel du Fond Monétaire International (FMI), les pays en question avaient ou ont encore un régime de rattachement par rapport à un panier de devises [14].

Le Maroc :

A partir de 1912, date du début du protectorat français sur le Maroc, le franc marocain fut l'unité monétaire principale du Royaume. Cette dernière circula jusqu'en 1958, date de la création du dirham marocain qui est resté rattaché au Franc Français (FF) par une parité fixe jusqu'en 1973. A partir de 1973, il a fait l'objet d'une politique de change flottant administré par rapport à un panier de devises des principaux partenaires du pays. En 1990, le DH était dévalué de 9,25% par rapport au FF [17]. En janvier 1993 commence un processus de libéralisation du compte courant et du compte de capital qui aboutit en juin 1996 à un passage vers un régime à bande de fluctuation autour d'une parité centrale par rapport à un panier de devises. En 1999, et avec la création de l'euro, les autorités monétaires ont réaménagé le panier en remplaçant les anciennes monnaies européennes par l'Euro. Cette politique de change n'a pas dispensé le dirham marocain d'une réévaluation, suite à la dépréciation du dollar depuis 2001 et en raison du poids élevé de ce dernier dans le panier de référence. Une telle politique a poinçonné une part de la compétitivité de ses exportations à cause de l'appréciation du dirham par rapport aux devises de ses concurrents directs, notamment la Tunisie et l'Egypte, poussant Bank EL Maghreb à réaménager le panier en bornant sa composition à l'Euro et au Dollar américain (pondérations respectives de 80% et 20%). Le régime de change du Maroc a eu toujours comme mission d'assurer une certaine stabilité du dirham par rapport à ses principaux partenaires, dans l'ambition de maintenir un équilibre de la Balance des paiements.

Avant la réforme, le Maroc adoptait un régime intermédiaire de parité fixe avec un rattachement de la monnaie nationale à un panier de monnaie, dans des bords de fluctuation de +/- 0,3% de part et d'autre du taux central la valeur de la monnaie nationale contre les monnaies étrangères est déterminée sur la base des cours des devises constituant le

panier, pondérés de leurs poids respectifs (60% EUR et 40% USD à partir d'avril 2015), en appliquant les cours de références historiques fixes des dites monnaies contre dirham [13]. Ce rattachement du dirham au dollar et l'euro a appuyé la capacité de l'économie marocaine à attirer davantage les investissements directs en provenance de l'Union Européenne.

Le 15 janvier 2018, Le Maroc a décidé de passer d'un régime de change fixe à un régime flexible, dans des bords de fluctuation de +/- 2,5% (au lieu de +/- 0,3%). Dans le cadre de ce nouveau régime, la banque centrale continuera d'intervenir sur le marché des changes afin d'assurer sa liquidité. La nécessité de cette réforme et son timing s'expliquent par deux raisons. La première est la prédisposition de l'économie marocaine à opérer ce changement de cap puisqu'elle concilie tous les prérequis (réserves de change, déficit contrôlé, monnaie en ligne avec sa valeur réelle...). La seconde raison est l'environnement turbulent dans lequel évolue l'économie mondiale qui comporte de forts risques extérieurs.

TABLEAU II
ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ DE CHANGE AU MAROC

| Forces et Opportunités | Défis et Faiblesses |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> -Mécanismes de protection et de soutien (LPL avec le FMI, dons des pays du CCG,...) -Solidité et résilience du système bancaire -Adéquation du niveau des réserves de change -Faible volume de capitaux spéculatifs -Réglementation des changes rigides - Inflation maîtrisée | <ul style="list-style-type: none"> -Peu d'intérêt manifesté par les entreprises marocaines au fonctionnement de ce marché et plus particulièrement à la gestion du risque de change - Le manque d'information - Le manque de formation et du perfectionnement d'un personnel hautement qualifié dans le domaine |

La Tunisie :

Le Dinar Tunisien (DT) est la monnaie de la Tunisie depuis 1958. A partir de 1978, le pays adopte une politique de ciblage d'un taux de change effectif réel fixe. Cette fixité de la parité par rapport à un panier de devises de plusieurs monnaies, constitué majoritairement de l'euro et du dollar, a pour objectif de tenir la stabilité réelle du dinar afin d'assurer la compétitivité extérieure de l'économie tunisienne.

Le 27 Décembre 1992, la Tunisie a institué la convertibilité courante du Dinar Tunisien, le principe de cette mesure consiste en un transfert illimité et libre non seulement des investissements mais aussi du capital et des plus-values sur capital au titre des investisseurs étrangers, et une liberté de transfert limitée pour les opérations courantes pour les Tunisiens résidents.

Avant l'implantation du marché de change interbancaire au comptant, les opérations sur ce marché étaient réservées exclusivement à la Banque Centrale de Tunisie et le Dinar Tunisien été rattaché à un panier de devises. Depuis plus de 10 ans, la Tunisie n'a plus un système de change stable, le pays applique un régime semi flottant, le taux de change est contrôlé par le marché de change.

La Banque Centrale de Tunisie (BCT) fixe un taux de change quotidien référentiel du Dinar en comparaison avec un

panier de devises que la Tunisie utilise comme le Dollar, l'Euro, le Yen et dernièrement le Yuan Chinois. Ensuite, C'est avec ce prix référentiel que démarre la journée de change du dinar, par contre, il existe un décalage entre les taux de change des banques et entre les banques et les bureaux de change, cela est dû à la différence de leurs transactions (contrats à court terme, les commandes...). Aujourd'hui, suite aux recommandations du FMI, les dispositions internes de la BCT lui imposent de ne plus intervenir dans l'ajustement du taux de change du Dinar et de le laisser subir la loi de l'offre et de la demande du marché afin d'avoir une image réelle de l'état de l'économie du pays.

TABLEAU III
ENVIRONNEMENT DU MARCHE DE CHANGE EN TUNISIE

| Forces et Opportunités | Défis et Faiblesses |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> - Réforme du secteur bancaire - Position géo-économique remarquable - Administration centrale solide - Une bonne intégration internationale - Une économie relativement diversifiée | <ul style="list-style-type: none"> - Faiblesse du marché interbancaire et des règles restrictives - manque de vulgarisation des produits dérivés auprès de la clientèle locale - Faiblesse des investissements - Besoin accru en ressources |

TABLEAU IV
TABLEAU COMPARATIF DES APPORTS ET LIMITES DU REGIME DE CHANGE

| Maroc | | Tunisie | |
|--|---|---|--|
| Apports | Limites | Apports | Limites |
| <ul style="list-style-type: none"> - Favoriser la diversification en cours des flux commerciaux et financiers - Préserver la compétitivité - Faciliter l'absorption des chocs extérieurs. | <ul style="list-style-type: none"> -BAM subvient à l'ensemble des besoins en devises des opérateurs économiques, sans limite et sans aucun ajustement sur les taux de change. - En période de crise, les réserves de change du Maroc subissent de fortes pressions à la baisse. | <ul style="list-style-type: none"> - Assurer la stabilité nominale - Préserver la compétitivité - Contrôle sur les mouvements de capitaux - Faciliter l'absorption de chocs externes. | <ul style="list-style-type: none"> - Le taux de change avant la dernière dégringolade du Dinar ne reflétait pas le taux de change réel du Dinar parce qu'il était supporté par les interventions de la BCT - Les réserves en devises ne sont plus conséquentes. Les réserves de la BCT sont formées par les prêts de l'étranger qui ont eux-mêmes diminué. |

B. Les Techniques de Couverture

Le Maroc :

Après la mise en place d'un régime de change plus flexible, les entreprises marocaines œuvrant au niveau international commence à se soucier de l'impact que la flexibilité du dirham pourrait avoir sur leurs marges bénéficiaires.

Selon plusieurs enquêtes sur le comportement de couverture des entreprises marocaines, on a constaté qu'une part considérable semble se couvrir systématiquement, la majorité d'entre elles ne le fait que de manière sélective ; ce comportement est suffisamment visible pour que l'on cherche les raisons.

Il semble que le comportement de couverture au Maroc est déterminé par la perception accordée au risque de change. Ce comportement, nous paraît, répondre à une prudence des entreprises recourant à une couverture systématique ; ou un but de spéculation si ce n'est qu'une facilitation du processus de gestion du risque de change, chez les entreprises se couvrant d'une manière sélective.

Par rapport aux techniques de couverture, les entreprises marocaines semblent adopter une alternance entre deux ou trois techniques les plus connues et que le marché des changes offre.

D'une part, en pole position, on retrouve la couverture à terme. La compensation vient en second lieu, elle constitue un instrument de couverture pratiqué surtout par les entreprises qui sont à la fois importatrices et exportatrices.

Ensuite, on retrouve les avances en devises et les options. Ces dernières sont surtout utilisées par les filiales des multinationales marocaines.

D'autre part, sur l'ensemble des instruments utilisés, 29,2% des entreprises marocaines alternent la compensation avec la couverture à terme et 21% utilisent conjointement la couverture à terme et les avances en devises [3].

La Tunisie :

L'instabilité économique que la Tunisie est en train de vivre, a conduit les entreprises tunisiennes à être plus attentives aux risques de change des devises face au Dinar.

De ce fait, les entreprises tunisiennes continuent à chercher à mettre en place une et/ou des instruments de couverture efficace permettant de se couvrir contre les effets de ce risque.

En se basant sur plusieurs études, il nous semble que la couverture par options de change est l'alternative la plus avantageuse pour les entreprises commerciales tunisiennes qui leurs permet une meilleure couverture contre le risque de change, mais en réalité ce choix n'existe pas et la couverture à terme reste la plus demandée et la plus utilisée. Plusieurs éléments peuvent expliquer cette tendance, tels que : la taille de l'entreprise et la réglementation des options de change très stricte de la BCT.

Concernant le mode de gestion du risque de change par les entreprises tunisiennes, ces dernières n'ont pas une vision stratégique sur la gestion du risque de change. Seulement depuis 1986 lorsque le Dinar a été dévalué brusquement et d'une manière significative les responsables des entreprises sont devenus plus attentifs aux conséquences du risque de change.

Aucun système de couverture n'existe jusqu'en 1989, c'est à partir de cette date que la BCT a mis en place un système de couverture à terme par option relatif aux opérations en capital.

Pour la Tunisie, quelques techniques seulement sont permises dans le cadre de la réglementation de change en vigueur, à savoir [1] :

- La facturation en monnaie nationale
- Les comptes professionnels en devises
- Les opérations de change à terme
- Les options « vanille » de type européen
- Les opérations de Swaps devises/dinars

VI. CONCLUSION

Au terme de cette analyse, il convient de tirer les conclusions suivantes :

La gestion du risque de change revêt un grand intérêt pour les entreprises et doit être une partie centrale de la gestion stratégique de toute entreprise, car l'amélioration des résultats commerciaux et financiers de l'entreprise conduit à un développement global du tissu économique national.

La décision d'utiliser des instruments de couverture est semblable à la souscription à une assurance. Si la plupart des entreprises marocaines et tunisiennes utilisent la couverture à terme, d'autres restent toujours au niveau des outils classiques, ceci par souci de simplification et/ou par manque de moyen.

En effet, la gestion du risque de change pour le cas marocain, reste encore non prise en considération dans les grands domaines d'action stratégiques. Plusieurs améliorations et développement sont inéluctables afin de lui permettre de mieux correspondre aux besoins actuels.

Pour le cas tunisien, Si la couverture par les options était appliquée et bien réglementée, elle aurait été la meilleure alternative. En plus, Les instruments de couverture sont encore limités pour répondre aux besoins des entreprises tunisiennes.

Par ailleurs, on a constaté que la plupart des entreprises exposées au risque de change aussi bien au Maroc qu'en Tunisie sont les PME, cela peut-être expliqué par :

- La méconnaissance des différents éléments qui ont trait au risque de change ;
- Le non disponibilité des ressources humaines qualifiées en la matière ;
- La gestion du risque de change est perçue chez quelques PME, comme des coûts supplémentaires ;
- D'autres ne s'estiment pas concernées car elles facturent uniquement en monnaie nationale.

On constate également que le choix de l'instrument de couverture du risque de change dans les deux pays est tributaire de divers facteurs. Outre les caractéristiques et la structure des opérations propres à chaque entreprise, les préférences et les avis des responsables jouent un rôle crucial. La mise en place de l'instrument devrait se dérouler dans le cadre d'un processus bien défini où les compétences sont clairement attribuées.

Enfin, notre contribution ne prétend pas épuiser le sujet et devra notamment être étendue à d'autres types de risques comme le risque crédit, cela permettrait certainement de préciser et de mettre à jour une certaine spécificité des entreprises marocaines et tunisiennes face aux risques et offrent un champ propice pour le développement de la recherche scientifique.

REMERCIEMENTS

Toute mon estime va particulièrement à Mme Zineb BAMOUSSE mon encadrante pédagogique, professeur à l'Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Settat (ENCGS) qui a consacré son temps, si précieux, pour suivre à distance mes travaux. Ses irremplaçables conseils m'ont permis de conduire le travail à terme.

Je tiens à remercier également Mr Mohamed Sali Ben Ali, professeur d'économie et de finance internationale à l'Institut des hautes études commerciales de Sousse, Tunisie pour m'avoir aidé à choisir ce sujet de recherche.

Enfin, je remercie toutes les personnes qui ont contribué, de près ou de loin, à la réalisation et la rédaction de cet article.

REFERENCES

- [1] CIRCULAIRE AUX INTERMEDIARIES AGREES N° 2016-01 OBJET : Marché des changes et instruments de couverture des risques de change et de taux d'intérêt. Tunis, le 8 février 2016
- [2] CIRCULAIRE de l'OFFICE DES CHANGES n°1.633 du 1er avril 1996 relative à la mise en place d'un marché des changes au Maroc.
- [3] ETTAHRI Youness (2010), « la couverture du risque de change par les entreprises marocaines : Analyse des résultats d'une enquête » Revue Marocaine de Gestion et d'Economie ; N°2, Janvier-Mai 2010
- [4] ABDELOUAHAB M. Z. (2008), « Crises de change contagieuses et régimes de change : Quelles leçons pour les économies émergentes du MENA ? », Colloque international Ouverture et émergence en méditerranée, Rabat, 17-18 octobre 2008.
- [5] BEN ALI M. S. (2006), « Libéralisation du compte capital et choix d'un régime de change : quelle portée pour la flexibilité en Tunisie ? », Revue Tiers Monde, n° 188.
- [6] FRANKEL A. J. (2003), "Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies", NBER Working Papers, n° 10032.
- [7] INTERNATIONAL MONETARY FUND (2006), "Tunisia, Staff Report for 2006 Article IV Consultation", IMF Country Report, n° 06/1.
- [8] MOULEY S. (2000), « Les déterminants et le choix optimal du régime de change en Tunisie dans la perspective d'une intégration de la zone Euro », CEMAFI, Université de Nice Sophia Antipolis.
- [9] ZIADI N., ABDALLAH A. (2007), « Taux de change, ouverture et croissance économique au Maghreb », Colloque international : Enjeux économiques, sociaux et environnementaux de la libéralisation commerciale des pays du Maghreb et du Proche-Orient, Rabat – Maroc, 19-20 octobre 2007.
- [10] "Le rôle des marchés monétaire et financier dans le cadre de la zone "Euro" Analyse comparative du Maroc, de la Tunisie, de la Turquie et d'Israël Albert Marouani (Coordinateur) Université de Nice Sophia-Antipolis, CEMAFI octobre 2000
- [11] Aglietta.M et C.Baulant : "régime de change et compétitivité en Tunisie et au Maroc" Communication au Colloque International "Impact de l'élargissement de l'UE aux PECO sur les PSM" Tunis, 1999.
- [12] ADAM. C., COBHAM D. (2008), "Alternative exchange rate regimes for MENA countries: gravity model estimates of the trade effects, Centre for Economic Reform and Transformation", Discussion Paper n° 2008/03.
- [13] Bank Al-Maghrib- Ateliers Presse 13-14 Février 2017
- [14] BEN ALI M. S. (2016) , « ouverture en compte capital et politiques de change : cas du Maroc, de la Jordanie et de la Tunisie
- [15] P. Prissert « La gestion du risque de change » Revue Banquer , Octobre 1973
- [16] Gilles Nancy « Gestion du risque de change et mouvements de capitaux » Economica 1976
- [17] BENJELLOUN Ouafae « La convertibilité monétaire cas du Maroc », imprimerie Najah El Jadida, Edition 1994.