

## **La couverture du risque de change par les entreprises marocaines : Analyse des résultats d'une enquête**

*Par Younes ETTAHRI<sup>1</sup>*

### **Résumé**

*Ce papier présente les résultats d'une enquête réalisée en 2009, auprès d'un échantillon d'entreprises marocaines installées dans la région du nord ; et portant sur leur comportement face au risque de change. Le questionnaire de cette enquête avait comme objectif de porter un éclairage sur les pratiques de gestion du risque de change chez les entreprises marocaines, tout en essayant de mettre l'accent sur la perception de celui-ci et les moyens mis en place pour délimiter son impact sur leurs résultats.*

**Mots clés : Risque de change ; Prévision ; Couverture ; Entreprise marocaine**

---

<sup>1</sup> Enseignant –Chercheur à L'ENCG – Tanger, Maroc

## 1. Introduction :

De tout temps, l'être humain a toujours voulu se couvrir, se protéger des différents événements qui peuvent lui arriver ou l'atteindre.

De même, l'entreprise, dans un souci de « saine gestion des risques », tend à se protéger contre les risques qu'entraînent ses activités économiques, en particulier ses activités internationales.

En effet, ces dernières années ont été caractérisées par une « turbulence » de plus en plus grande de l'environnement international de l'entreprise. D'autre part, on assiste à un élargissement sur le plan international des marchés financiers, et à une explosion des moyens de paiement internationaux.

Environnement « incertain » dirait-on, qui par ses caractéristiques multiples oblige l'entreprise à être de plus en plus alerte et agressive.

L'internationalisation est devenue ainsi l'une des voies suivies par la plupart des entreprises :

- Soit qu'elles exportent leur production et/ou importent d'autres produits,
- Soit qu'elles ont des filiales de production et/ou de distribution à l'étranger.

Cette intervention dans le commerce international ne serait pas très préoccupante s'il n'existait pas parallèlement la période d'incertitude monétaire internationale actuelle.

Cette situation nous met en face d'un paradoxe : les entreprises accentuent leurs efforts à l'exportation alors que la modification continue du cadre de référence monétaire change éventuellement leurs résultats.

De leur part, les entreprises marocaines ont depuis toujours souffert d'une réglementation des changes rigide conjuguée à un marché des changes domestique et limité en matière de couverture du risque de change, qui porte atteinte à leur compétitivité commerciale à l'échelle internationale.

La conséquence en est que le risque de change, au lieu d'être géré, était passivement subi et comptablement constaté.

Ainsi, la gestion du risque de change revêt un grand intérêt pour les entreprises, car l'amélioration des résultats commerciaux et financiers de l'entreprise conduit à un développement global du tissu économique national.

Voulant traiter du comportement de l'entreprise marocaine face au risque de change en tant que paramètre intégré dans leurs systèmes de gestion. On s'est proposé de savoir :

### **Problématique traitée :**

Notre problématique prend évidemment 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.

Cela révèle notre volonté de connaître les mécanismes qui visent à la maîtrise de l'impact des fluctuations erratiques des cours de change sur les opérations commerciales et financières.

### **2. Les soubassements fondamentaux de la théorie du change :**

Sans doute, l'impact des décisions de gestion du risque de change sur la valeur de l'entreprise conduit-il à accorder à cette gestion un intérêt particulier et à l'inscrire dans un cadre global de réflexion stratégique.

Inspirée de la trichotomie de DUMAS<sup>1</sup>, la jugulation du risque de change comporte explicitement cinq étapes fondamentales :

1. l'identification des différentes sources du risque en considération de la nature de l'activité de l'entreprise et de son environnement concurrentiel ;
2. le calcul de la position globale de change susceptible d'être influencée par les fluctuations des cours de change ;

---

1 - DUMAS B. « Minimiser les risques de change » Revue française de gestion, décembre 1979, pp. 33-42

3. la prévision de l'évolution future des cours des devises en question ;
4. la détermination du montant à couvrir et de l'instrument de couverture adéquat ;
5. enfin, la mesure et le contrôle des performances.

L'identification du risque de change constitue donc le point de départ obligé de tout processus de détermination des choix stratégiques, devant répondre à une problématique de prévention de ce risque.

Une première approche peut être effectuée par la firme sur la base des écarts constatés ex-post entre les résultats effectifs et les résultats initialement attendus de ses opérations facturées en devises, ces écarts étant imputables à des variations de taux de change.

Dans ce but, elle va procéder en trois étapes :

Dans un premier temps, elle va mesurer l'ampleur du risque de change auquel elle est exposée, elle va ensuite essayer de prévoir l'évolution des devises dans lesquelles elle travaille ; puis par une saine gestion du risque de change, elle va s'efforcer de réduire celui-ci le plus possible

## **2-1 le concept du risque de change :**

Une entreprise se trouve exposée au risque de change à l'occasion d'une transaction commerciale ou financière effectuée dans une autre monnaie que sa monnaie nationale ou de compte<sup>1</sup>.

Mais il faut également qu'il y ait un risque de voir le règlement financier se réaliser à une parité différente de celle retenue lors de l'engagement en devises.

Les fluctuations monétaires vont alors avoir sur cette transaction une incidence qui peut être favorable, défavorable ou encore nulle. Cette notion, valable en règle générale, peut prendre des formes très diverses et

---

2 - DEBAUVAIS M. et SINNAH Y. « la gestion globale du risque de change : nouveaux enjeux et nouveaux risques » *Economica* 1992 p. 109.

se situer dans l'activité commerciale, financière ou d'investissement de l'entreprise. On peut ainsi distinguer trois catégories de risque de change :

- le risque de transaction
- le risque de consolidation
- le risque économique.

## **2.2- les politiques préventives contre le risque de change :**

Le taux de change représente la quantité de monnaie nationale requise pour acquérir une unité de devise étrangère. Il varie en fonction inverse de la valeur externe de la monnaie nationale<sup>1</sup>.

Il résulte donc de la confrontation d'une offre et d'une demande. Les cours des devises connaissent des fluctuations de grande ampleur.

Ces variations sont-elles la seule conséquence d'opérations spéculatives ?<sup>2</sup>

Non, bien évidemment. Le financement des opérations commerciales associées aux exportations de biens et de services joue un rôle déterminant, même si les mouvements des capitaux induits par les anticipations de variation de taux de change peuvent, à certains moments, exercer des pressions à la hausse ou à la baisse du taux de change.

Tous les flux de marchandises et de capitaux entre les résidents et les non résidents, tous les facteurs qui influencent et déterminent le taux de change sont systématiquement recensés au sein de la balance commerciale.

De même, et du fait de leur exposition au risque de change, les entreprises sont très sensibles aux variations des cours des devises.

Il est donc naturel qu'elles essaient d'en prévoir l'évolution, bien que cette opération soit fort délicate. Il est en effet pratiquement impossible

---

3 - Voir LIPSEY, PURVIS, STEINER « Macroéconomie » traduit par L. MASSE, 2<sup>ème</sup> édition GAETAN MORIN éditeur Itée, 1992, p. 515.

4 - SIMON Y. « Techniques Financières Internationales » édition ECONOMICA 5<sup>ème</sup> édition 1993, pp. 85 et s.

de prévoir correctement l'évolution à court terme des taux de change et l'opération se révèle délicate pour le moyen et le long terme.

En effet, plusieurs théories concurrents, mais complémentaires dans leurs conclusions, s'ingénient encore à donner des commentaires plus ou moins pertinents des variations à court et moyen terme des taux de change. Compte tenu de l'horizon temporel d'explication et de prévision, il existe au moins trois approches différentes<sup>1</sup> :

- une approche dite fondamentale, s'appuie sur des relations de causalité particulières entre certaines variables économiques (masse monétaire, taux d'intérêt, niveaux des prix...) et le taux de change. Plusieurs modèles théoriques se proposent de fournir une justification ex-post des variations des taux de change ainsi que leur prévision à moyen et long terme ;
- une approche purement statistique établit à partir des données du passé des modèles assez complexes dont la simple extrapolation fournit des prévisions pour le futur ;
- enfin, une approche technique (ou chartiste), qui postule l'idée de mémoire des marchés de change, permet d'effectuer des prévisions à court terme à partir des données observées.

### **2.3- les modalités de couverture du risque de change :**

Adosser des flux de sens opposés constitue une couverture naturelle. Tel est le fondement des méthodes de couverture interne<sup>2</sup>.

De ce fait, l'entreprise exposée au risque de change va tout d'abord considérer ses propres ressources face à ce risque.

Elle peut utiliser les couvertures naturelles que constituent les flux étrangers en sens opposé en une même devise, ce qui l'amène à réaliser

---

5 - ITHURBIDE ph. « Les pratiques de prévision : une application aux marchés des changes » Vuibert 1999 p. 109

6 - DESMULIERS G. « la maîtrise du risque de change : des instruments efficaces » in Gestion 2000 n° 3 juin juillet 1990 pp. 174-175.

soit des opérations ponctuelles d'auto - couverture, soit une organisation spécifique telle que le maillage (ou netting). Enfin, elle peut également chercher non seulement à s'abriter des fluctuations de change mais à en tirer profit par le termaillage.

Ces techniques s'avèrent assez souvent limités pour une couverture systématique du risque de change, c'est pourquoi le recours au marché des changes constitue le moyen efficace pour endiguer le risque.

Parmi ces techniques, on peut différencier deux grands types :

- celle que l'on appellera « les techniques classiques » qui regroupent les opérations à terme (y compris les interventions sur le marché à terme de devises), les avances en devises ou les assurances réalisés par des organismes spécialisés.

- Celles « en développement » qui font appel à de nouveaux outils de marchés : les options de devises, les swaps et leurs dérivés.

### **3. la gestion du risque de change dans l'entreprise marocaine :**

La perception d'un risque de change tend à « déclencher » un programme d'action pour s'en protéger ou en tirer profit.

Mais sa mise en œuvre intéresse souvent plusieurs départements de l'organisation à des niveaux hiérarchiques différents.

Pour répondre à notre interrogation principale, il a été jugé nécessaire de mener une enquête auprès d'un échantillon de 89 entreprises participant au commerce international installées dans la région du nord (principalement à Tanger et Tétouan).

L'objectif recherché était de contourner l'ensemble des aspects relatifs à la gestion du risque de change dans ces entreprises.

Ces aspects ont trait à la prévision et à la couverture du risque de change.

Mais avant de traiter ces aspects, nous exposerons d'abord les différents éléments relatifs à la méthodologie de l'enquête.

### 3-1. Méthodologie de l'enquête :

Il s'agit d'éclairer le problème de la réaction des entreprises marocaines aux modifications du taux de change, notamment par une analyse du processus de gestion du risque de change.

Nous avons travaillé, au départ, sur deux échantillons d'entreprises, un, concernant les PME et l'autre, les grandes entreprises<sup>1</sup>.

En fait, cette première étape nous a permis de délimiter notre champ d'étude, un champ qui a retenu uniquement les entreprises réalisant un chiffre d'affaires (CA) supérieur à 50 millions de DH.

En effet, durant cette étape on a remarqué que le taux de réponse chez les PME importatrices et exportatrices a été très faible (de l'ordre de 10%)<sup>2</sup>.

Il était normal de s'interroger sur cette faiblesse de réponses, et on a pu relever quelques éléments d'explication tels :

- La méconnaissance par les entreprises des différents éléments qui ont trait au risque de change,
- La non disponibilité des ressources humaines ayant des connaissances en la matière,
- La gestion du risque de change est considérée chez quelques entreprises, comme un luxe dont le coût est onéreux,
- Finalement, d'autres ne s'estiment pas concernées car elles facturent uniquement en monnaie nationale.

De ce fait, l'échantillon des répondants représente 45%.

La procédure utilisée a été de deux types :

- Entretien pour les entreprises qui ont accepté de nous recevoir (nous assistons notre interlocuteur dans la réponse au questionnaire) ;
- Questionnaire envoyé pour les autres entreprises.

---

7 - Le critère de distinction entre PME et grandes entreprises, retenu ici est le chiffre d'affaires.

8 - Sur 50 PME interrogées au départ, seulement cinq entreprises ont répondu au questionnaire.



### 3-2. Quelques résultats généraux :

L'échantillon de 89 entreprises étudiées, ne comporte que des sociétés privées, aucune entreprise publique n'a été retenue. Concernant leur forme juridique, 65,8% des entreprises retenues sont des sociétés à responsabilité limitée, 33,2% des entreprises sont des sociétés anonymes.

L'enquête a porté sur plusieurs secteurs d'activité : branche textile et cuir représentée par 22 entreprises, 14 dans l'agroalimentaire, 12 dans la chimie et parachimie,... aucune banque ou organisme financier ne se trouve dans l'échantillon (tableau 1)

**Tableau 1 : Répartition de l'échantillon par secteur d'activité**

Secteur d'activité	Nombre de citation	Fréquence *
- Textile et cuir	22	24,7%
- Agroalimentaire	14	15,7%
- Chimie et parachimie	12	13,5%
- Bois papiers et carton	10	11,2%
- Industries métallique, mécanique et électrique	10	11,2%
- Produits minéraux transformés	8	9%
- BTP	7	7,9%
- Commerce et négoce	6	6,8%
- Assurances et banques	0	
<b>Total des observations</b>	<b>89</b>	<b>100%</b>

(\*) Les pourcentages sont calculés par rapport au nombre d'observations.

Une grande partie des entreprises ayant répondu, sont de grande taille.

Quatorze d'entre elles ont réalisé en 2008, un chiffre d'affaires global (HT) de plus de 1 milliard de dirhams. 85% d'entre elles ont un chiffre d'affaires compris entre 150 et 950 millions de dirhams.

L'échantillon est composé pour la grande majorité des firmes indépendantes strictement nationales (50%). Vingt sept sociétés sont des filiales de groupes internationaux, quinze filiales de groupes nationaux, et deux sociétés ayant des filiales à l'étranger.

Les entreprises de notre échantillon sont pour la plupart (54%) des importatrices et exportatrices. Les entreprises exportatrices sont au nombre 22 (24,7%), et presque le même pourcentage pour les entreprises importatrices (23,6%).

### **3-3. le comportement prévisionnel du risque de change chez l'entreprise marocaine :**

A propos de la pratique de prévisions, ou de son absence, les réponses permettent d'identifier plusieurs groupes. On a pu dans cette perspective, vérifier qu'il existe une relation éventuelle entre la taille ou la propension à exporter des firmes et la constitution de ces groupes.

Les principaux groupes distingués sont :

- Entreprises ne facturant pas en devises et n'effectuant pas de prévision (4%),
- Entreprises n'effectuant pas de prévisions (32%),
- Entreprises effectuant des prévisions (60%)
- Non réponse (4%).

Pour ce qui est des méthodes utilisées pour la prévision<sup>1</sup>, on a pu relever quatre techniques :

- Méthodes formalisées,
- Enquête auprès des banques ou d'organismes extérieurs,
- Méthodes qualitatives : avis des principaux services fonctionnels centraux,
- Prévisions faites par les responsables locaux et transmises au siège.

Pour ce qui est de la fiabilité de ces techniques, plus que la moitié des firmes effectuant des prévisions de taux de change affirment ne pas les prendre comme déterminant de leurs décisions.

Dans l'ensemble, les pratiques des responsables en matière de prévision sont déterminées par le volume de l'enjeu exposé.

Un tel comportement nous semble normal du moment que les performances des méthodes de prévision et la portée de leurs supports théoriques sont effectivement limitées au point de justifier une telle pratique.

### **3-4. les pratiques de gestion du risque de change :**

La diversité des instruments de couverture ainsi que les conditions et implications de leur utilisation, étant supposées connues de l'entreprise, il convient maintenant de tenter une analyse du comportement de couverture.

En premier lieu, l'entreprise doit décider si elle se couvre ou non, ou éventuellement de manière sélective. Certaines considèrent que la décision de couverture est tributaire des prévisions de taux de change.

Par ailleurs, le fait qu'une entreprise se couvre systématiquement, occasionnellement, ou jamais, ne traduit pas forcément l'existence d'une stratégie clairement arrêtée. On peut néanmoins essayer de dégager un

---

9 - Il s'agit des entreprises qui recourent à la prévision des cours de change.

comportement général de la firme en matière de couverture tout en recherchant les éléments ayant contribué à son adoption.

Le choix de la technique de couverture constitue la seconde étape. Les éléments générateurs du comportement adopté par l'entreprise peuvent justifier le recours à une technique plutôt qu'à une autre. Il importe donc d'identifier les possibilités d'arbitrage entre techniques.

Pour ce qui est des déterminants, on remarque que les entreprises ne sont pas passives en matière de couverture de leurs créances ou dettes libellées en devises. D'après l'enquête, la proportion d'entreprises se couvrant (d'une manière sélective ou systématique) parmi celles facturant en devises se situait à 96%<sup>1</sup>.

Il est certain que la sensibilisation des entreprises au risque de change s'est traduite par un accroissement du recours aux techniques de couverture, plutôt que par le recours à une facturation en monnaie nationale<sup>2</sup>.

Si une part considérable semble se couvrir systématiquement (26% du total de l'échantillon), la majorité d'entre elles ne le fait que de manière sélective (63% du total de l'échantillon); ce comportement est suffisamment clair pour que l'on cherche l'explication.

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

---

10 - (Nombre d'entreprises se couvrant/nombre d'entreprises facturant en devises)\* 100 = (73/76)\* 100 = 96%.

11 - Plus de 80% des entreprises interrogées recourent à une facturation en devises.

Pour ce qui est des techniques de couverture, les entreprises marocaines semblent pratiquer une alternance entre deux ou trois techniques les plus connues des entreprises, et que le marché des changes offre. Cependant, on peut tenter de vérifier, en l'occurrence, leurs caractéristiques communes.

Le principal outil de couverture est la couverture à terme (cité par 83,33% des entreprises). Cet instrument est simple de point de vue utilisation car il peut être parfaitement adaptable aux besoins de chaque exportateur et importateur.

La compensation vient en second lieu (citée par 42% des entreprises). Elle constitue une technique de couverture utilisée surtout par les entreprises qui sont à la fois importatrices et exportatrices.

Par la suite, les réponses penchent vers les avances en devises (citées par 25%) et les options (citées par 12,5%). Celles-ci sont surtout utilisées par les filiales des multinationales.

Sur l'ensemble des instruments utilisés, vingt six entreprises, soit 29,2% alternent la compensation avec la couverture à terme, dix neuf d'entre elles, soit 21% utilisent conjointement la couverture à terme et les avances en devises

## **5 - Conclusion :**

Les objectifs assignés à cette recherche étaient d'étudier le comportement de l'entreprise marocaine face au risque de change.

Face à ce risque, les firmes marocaines recourent à une gestion « dualiste » de celui-ci :

- Une gestion proactive qui consiste à prévenir et/ou minimiser le risque,
- Une gestion réactive qui intervient en aval du calcul de la position de change confrontée au risque.

Concernant les procédés de couverture, si la couverture à terme reste la plus utilisée pour les unes, d'autres restent toujours au niveau des outils « traditionnels », ceci par souci de simplification et/ou par manque de moyen.

Toutefois les limites de cette recherche peuvent être surmontées à travers des horizons qui restent encore à franchir. Ces horizons déterminent quelques pistes de recherche qui restent inexplorées.

En effet, la gestion du risque de changes pour le cas marocain, reste encore non prise en considération dans les grands domaines d'action stratégiques. Comme on l'a déjà signalé, plusieurs améliorations et développement sont nécessaires afin de lui permettre de mieux correspondre aux besoins actuels.

En fait plusieurs aspects du problème de change offrent encore pour le cas marocain un champ propice pour le développement de la recherche scientifique.

## Références Bibliographiques

- ANDRE A. « Principales approches en matière de prévision des taux de change : un inventaire » Banque n° 398, septembre 1980.
- BOURGUINAT H. « l'économie du change » Encyclopediae universalis supplément 1, Economica 1984.
- DEBAUVAIS M. et SINNAH Y. « la gestion globale du risque de change : nouveaux enjeux et nouveaux risques » Economica 1992.
- DESMULIERS G. « la maîtrise du risque de change : des instruments efficaces » in Gestion 2000 n° 3 juin-juillet 1990.
- DUMAS B. « Minimiser les risques de changes » Revue française de gestion, décembre 1979.
- ITHURBIDE ph. « les pratiques de prévision : une application aux marchés des changes » Vuibert 1999.
- LIPSEY, PURVIS et STEINE « Macroéconomie » Traduit par MASSE L. Gaëtan Morin 1992, 2<sup>ème</sup> édition.
- SIMON Y. « Techniques Financières Internationales » édition ECONOMICA 5<sup>ème</sup> édition 1993.