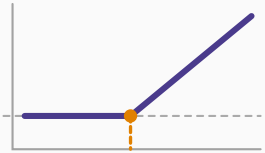
Marchés et produits financiers

Chapitre 9 : Les marchés des changes



Jaouad Madkour

Faculté d'Économie et de Gestion de Tanger · 29 août 2026

Plan du chapitre

Avant de commencer

Cotations et exposition

Taux à terme et parité

Le risque de règlement

Synthèse

Avant de commencer

Pourquoi ce chapitre ?

Le marché des changes est le plus vaste du monde et le seul ouvert en continu. Ce chapitre en présente les conventions de cotation, les trois formes d'exposition d'une entreprise multinationale, la relation qui lie taux comptant, taux à terme et différentiel de taux d'intérêt — la **parité des taux d'intérêt couverte** — et la mécanique du portage.

Cotations et exposition

Lire une cotation

Les conventions

Une paire s'écrit sous la forme devise directrice / devise de contrepartie. Le cours indique combien d'unités de la seconde valent une unité de la première. La cotation **directe** exprime le prix d'une devise étrangère en monnaie locale, la cotation **indirecte** fait l'inverse.

Cours acheteur et vendeur

Le teneur de marché affiche un cours **acheteur** auquel il achète et un cours **vendeur** auquel il vend. L'écart entre les deux, le *spread*, rémunère son service ; il se resserre sur les paires liquides et s'élargit en période de tension.

Le cours croisé

Un **cours croisé** se déduit de deux paires partageant une devise commune. L'arbitrage triangulaire maintient sa cohérence : si le cours croisé s'écarte du produit des deux autres, un enchaînement de trois opérations dégage un profit sans risque, ce qui ramène immédiatement les prix à l'équilibre.

Les trois expositions

Transaction, conversion, économique

L'exposition de **transaction** porte sur des flux contractuels déjà engagés en devise. L'exposition de **conversion** (*translation*) est comptable : elle naît de la consolidation de filiales étrangères. L'exposition **économique** est la plus large : c'est l'effet des variations de change sur la **valeur** de l'entreprise, y compris via sa position concurrentielle.

La plus difficile à couvrir

Un producteur national dont tous les flux sont en monnaie locale n'a aucune exposition de transaction. Mais si sa devise s'apprécie, ses concurrents étrangers deviennent moins chers et ses parts de marché s'érodent : l'exposition **économique** est bien réelle, sans qu'aucun flux identifiable ne permette de la couvrir simplement.

Taux à terme et parité

La relation fondamentale

La parité des taux d'intérêt couverte

$$F = S \frac{1 + r_{\text{contrepartie}}}{1 + r_{\text{directrice}}}$$

Le taux à terme se déduit du taux comptant et du **différentiel de taux d'intérêt**. Il n'est donc pas une prévision du cours futur : c'est un prix d'arbitrage.

Pourquoi cette relation tient

Deux stratégies doivent rapporter la même chose : placer en monnaie locale, ou convertir, placer à l'étranger et vendre le produit à terme. Si les rendements diffèrent, l'arbitrage — emprunter d'un côté, prêter de l'autre, couvrir le change — dégage un gain certain. La relation se rétablit immédiatement.

Report et déport

La devise dont le taux d'intérêt est **plus élevé** cote en **déport** : elle vaut moins cher à terme qu'au comptant. Inversement, la devise à faible taux cote en **report**. Le marché à terme ne fait donc qu'exprimer l'écart de rémunération.

Le carry trade

Le **portage** consiste à emprunter dans une devise à faible taux pour placer dans une devise à taux élevé, **sans couvrir** le change. La stratégie gagne tant que la devise à haut rendement ne se déprécie pas autant que l'écart de taux.

Une prime pour un risque de queue

Si la parité **non couverte** tenait, le portage ne rapporterait rien en moyenne. Empiriquement il est profitable la plupart du temps — puis subit des pertes brutales lors des épisodes d'aversion au risque, quand les positions se débouclent simultanément. Le profil est celui d'une vente d'option : gains réguliers, perte rare et sévère. C'est exactement la configuration du chapitre 9 du premier cours.

Le risque de règlement

Le décalage horaire

Une opération de change échange deux paiements dans deux fuseaux différents. Une partie peut avoir livré sa devise sans avoir encore reçu la contrepartie — c'est le **risque de règlement**, dit risque Herstatt, du nom de la banque allemande dont la fermeture en 1974 laissa des contreparties américaines sans contrepartie livrée.

Le règlement paiement contre paiement

Le dispositif **CLS** règle simultanément les deux jambes d'une opération : aucune devise n'est livrée si l'autre ne l'est pas. Ce mécanisme de **paiement contre paiement** a considérablement réduit un risque qui portait sur des montants quotidiens colossaux.

Synthèse

Ce qu'il faut retenir

Synthèse du chapitre

Les cotations s'articulent autour des cours **acheteur/vendeur** et des **cours croisés**, maintenus cohérents par l'arbitrage triangulaire. Une entreprise subit trois expositions : de **transaction** sur les flux engagés, de **conversion** à la consolidation, et **économique** sur sa valeur et sa position concurrentielle — cette dernière étant la plus difficile à couvrir. Le taux à terme n'est pas une prévision mais un prix d'arbitrage donné par la **parité couverte** $F = S(1 + r_c)/(1 + r_d)$: la devise à taux élevé cote en déport. Le **portage** exploite cette relation en renonçant à la couverture, avec un profil de gains réguliers et de pertes rares mais violentes. Enfin, le **risque de règlement** lié aux décalages horaires a été fortement réduit par le règlement paiement contre paiement.