

MARCHÉ DES CHANGES

Cotation : de l'incertain au certain

Le passage à l'euro a aussi marqué le passage de la cotation à l'incertain à la cotation au certain. Ce changement remet en cause nombre de réflexes dans les opérations de change, par exemple dans le calcul, pourtant classique, des ventes à terme.

DÈS 1999, LES INSTITUTIONS financières ont subi l'épreuve du passage à l'euro qui, outre les indis-

pensables modifications techniques, a exigé aussi un changement des réflexes acquis tels que de nouvelles références dans l'échelle des cours, soudainement divisés par 6,55957 et surtout le passage d'une cotation «à l'incertain» à la cotation «au certain» des monnaies étrangères.

Rappelons ces modalités : une cotation «à l'incertain» indique la quan-

tité de monnaie nationale nécessaire pour obtenir une unité de devise (par exemple, 7 francs pour acheter 1 US\$). Une cotation «au certain» indique la quantité de devises obtenues en échange d'une unité de monnaie nationale (par exemple on obtient 0,92 US\$ pour un euro).

POURQUOI COTER AU CERTAIN ?

La cotation à l'incertain s'accorde naturellement avec les habitudes de la vie courante ; c'est plutôt le contraire pour la cotation au certain. Par analogie, si un kilo de tomates coûte 8 francs, la cotation des tomates est à l'incertain lorsque le prix est donné au kilo. Si les tomates étaient cotées au certain le marchand devrait afficher le poids en kilos de tomates que l'on obtient en échange d'un franc ; il y a de quoi décontenancer l'amateur de tomates, fut-il polytechnicien !

Pareillement, en apprenant que le cours du US\$ est passé de 7 francs à 7,15 francs, il est évident que le dollar est monté ; en revanche lorsque le cours du dollar passe de 0,93708 à 0,92388 euro, réaliser si le dollar est monté ou a baissé demande, à moins d'une bonne accoutumance aux nouvelles modalités de cotation, quelques instants de réflexion.

Pourquoi est-on passé de l'incertain, mode naturel d'évaluation du coût d'une marchandise au moins naturel certain, jusque-là uniquement en usage en Grande-Bretagne ? Sans doute parce que lors de la création de l'euro il a fallu définir la parité d'un euro dans cha-

cune des monnaies de la zone. Ces parités ayant été définies au certain, ce mode de cotation s'applique par extension aux monnaies hors zone euro.

LE CASSE-TÊTE
DU CHANGE À TERME

Au casse-tête de la conversion des prix courants en euros, s'y ajoute un autre, spécialement destiné aux financiers : la cotation des cours à terme d'une devise, report et déport. Rappelons la formation du cours à terme d'une devise dans le cas classique d'une couverture de la banque effectuant l'opération.

Un client demande à sa banque de lui livrer contre paiement en

“ La cotation à l'incertain s'accorde naturellement avec les habitudes de la vie courante ; c'est plutôt le contraire pour la cotation au certain. ”

monnaie nationale à terme (dans n jours) une unité de devises. Pour couvrir son risque de change, la banque emprunte en monnaie nationale le montant nécessaire pour acheter immédiatement la devise qui devra être livrée dans n jours ; dans cette attente, elle fera un dépôt à terme des devises achetées.



CLAUDE DUFOUX
Economiste senior
BNP Paribas



LAURENT MARGULICI
Administrateur de sociétés

Dans la pratique...

- Un client veut acheter un US\$ dans trois mois :
 - le taux d'intérêt US\$ à 3 mois est de 6 % ;
 - le cours spot à l'incertain est de 7 francs ;
 - le taux d'intérêt du franc à trois mois est de 4,50 %.

■ Cotation à l'incertain :
pour obtenir 1 US\$ dans trois mois, la banque doit acheter aujourd'hui :

$$X \times (1 + 6 \times 90/36\,000) = 1 \text{ US\$}$$

Soit $X = 0,98522 \text{ US\$}$ qui coûtent à la banque : $7 \text{ francs} \times 0,98522 = 6,89655 \text{ francs}$

Cette somme empruntée à 4,50 % vaut à l'échéance de trois mois :

$$6,89655 \times (1 + 4,50 \times 90/36\,000) = 6,97414 \text{ francs qui est le cours à terme.}$$

Dans cet exemple, il y a déport : le cours à terme, soit 6,97414, est inférieur au cours spot de 7.

■ Cotation au certain :

Si 1 US\$ coûte 7 francs, pour 1 franc on obtient $1/7 = 0,14286 \text{ US\$}$

Le cours spot au certain US\$/FRF est donc de 0,14286.

Pour obtenir 1 US\$, il faut $1/0,14286$ francs

En reprenant les chiffres de l'exemple précédent, le cours à terme coté au certain est de :

$$0,14286 \times \frac{1 + 6 \times \frac{90}{36\,000}}{1 + 4,50 \times \frac{90}{36\,000}} = 0,14339$$

Dans cet exemple, la différence algébrique (cours à terme - cours spot) est devenue positive :

$$0,14339 - 0,14286 = 0,00053 \text{ et il y a report.}$$

Report et déport sont inversés par rapport à la cotation à l'incertain.

Pour résumer :

| | | Cotation | |
|------|----------------------------|---------------|------------|
| | | à l'incertain | au certain |
| Taux | Taux monnaie > taux devise | report | déport |
| | Taux monnaie < taux devise | déport | report |

Schématiquement, pour que la banque fasse (cas d'école) une opération blanche, le client acheteur doit payer à la livraison de quoi permettre à la banque de rembourser son emprunt. On obtient ainsi le cours à terme.

Dans un système de cotation au certain, le raisonnement reste identique. Cependant la cotation du cours spot des devises est au certain ; dans ce cas, en échange d'une unité nationale, on obtient 1/unité de devises. Le cours à terme sera également annoncé au certain. Ce qui aboutit à des grandeurs sensiblement différentes.

Un exemple chiffré (encadré) montre que pour obtenir un dollar dans trois mois le cours à terme coté à l'incertain par la banque est de

6,97414. Le même cours à terme, cette fois coté au certain, est de 0,14339.

REPORTS ET DÉPORTS SONT INVERSÉS

Par définition, aussi bien dans les cotations à l'incertain et au certain, la différence algébrique entre le cours à terme et le cours au comptant est désignée par report lorsqu'elle est positive, déport lorsqu'elle est négative.

Ainsi, lors d'une cotation à l'incertain, si le taux d'emprunt de la monnaie nationale pour obtenir les devises est inférieur au taux de placement des devises achetées, la différence est négative, il y a déport ; lorsque c'est l'inverse, la différence devient positive, il y a report. En effet, dans l'exemple chiffré, il y a dé-

port car le cours à terme = 6,97414 est inférieur au cours spot = 7.

En cotation au certain, la différence algébrique entre le cours à terme et le cours spot est devenue positive. Il y a report lorsque le taux d'emprunt de la monnaie nationale est inférieur au taux de placement des devises ; elle est négative et il y a déport dans le cas inverse. Report et déport sont inversés par rapport à la cotation à l'incertain.

La passage d'une cotation à l'incertain à une cotation au certain implique donc de surmonter les réflexes acquis, autant pour les cotations que pour les notions de report et de déport. La question se pose de façon encore plus aigüe pour les *calls*, *puts* et autres tunnels... ■