

## Les enjeux de la réforme du régime de change du Maroc\*

Sylviane Guillaumont Jeanneney

 Sylviane Guillaumont Jeanneney est Conseiller de la Fondation pour les Etudes et Recherches sur le Développement International (Ferdi), ancien professeur à l'Université d'Auvergne, chercheur au Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (Cerdi).

Le choix d'un régime de change par un pays en développement est toujours une décision difficile. Le taux de change réel qui exprime le prix relatif des biens locaux par rapport aux prix des biens étrangers, et plus généralement le prix des biens faisant l'objet du commerce international par rapport aux biens n'en faisant pas l'objet ou biens domestiques, influence l'ensemble de la structure des prix et ce faisant exerce des impacts multiples, financiers, économiques et sociaux. Quant au choix de son régime des changes le Maroc semble à la croisée des chemins.



\* Cette brève est issue d'une communication au Symposium International « Les logiques et la portée des modèles économiques : vers un éclairage du modèle du Maroc » tenue à Casablanca les 21 – 23 mars 2018. Que mon collègue et ami Fouzi Mourji trouve ici l'expression de mes vifs remerciements pour son invitation à ce riche colloque et pour l'aide documentaire qu'il m'a apportée pour la rédaction de cette communication.

## ... / ... Le régime de change du Maroc et la récente réforme

Selon la classification du FMI<sup>1</sup> et jusqu'au début de l'année 2018 le système de change du Maroc était celui de la fixité conventionnelle<sup>2</sup> avec rattachement à un panier de monnaies composé pour 60% d'euros et pour 40% de dollars ; le dirham marocain n'a été dévalué, de manière importante, que dans les années quatre-vingt. Le Maroc ayant accepté les obligations de l'article VIII du FMI dès 1993, il existe une liberté des changes pour les opérations courantes.

Le 15 janvier 2018 les autorités marocaines ont élargi les marges de fluctuations du dirham qui sont passés de plus ou moins 0,3% autour de la parité à plus ou moins 2,5%, cependant que la parité n'était pas modifiée. Cette réforme, ayant fait l'objet d'une large campagne d'explications ne s'est pas traduite lors de son adoption par une variabilité accrue du cours des devises sur le marché des changes puisque le cours du dirham est resté dans la marge antérieure de 0,3%. Depuis mars 2018 la Banque centrale n'a pas eu à intervenir sur le marché des changes<sup>3</sup>.

### La place du Maroc dans les systèmes de change des pays en développement

Par le choix d'un régime de change fixe, le Maroc se situe dans la majorité des pays en développement. En effet au 30 avril 2018, 43 pays en développement ont un régime de fixité conventionnel, tandis que 27 pays stabilisent *de facto*, leur taux de change de telle sorte que le FMI assimile leur régime à un change fixe, soit au total 70 pays. Les pays qui ont adopté un régime de plus grande flexibilité sont au nombre de 55, que ce soit à travers un *crawling peg* (19 pays), une bande

de fluctuation (1 pays) ou un flottement contrôlé (35 pays)<sup>4</sup>. Il est vrai que parmi les pays qui ont adopté un système officiel de fixité, nombreux sont ceux qui appartiennent à une zone monétaire et à ce titre reçoivent une assistance pour le maintien de leur parité. Il s'agit de vingt-deux pays, à savoir les quinze pays de la Zone franc (UEMOA, CEMAC et Comores), les trois pays de la Zone rand (Lesotho, Namibie et Swaziland), les deux pays de la Zone escudo (Sao-Tomé et Principe), auxquels on peut ajouter le Népal et le Bhoutan dont la monnaie est rattachée à la roupie indienne compte tenu de leurs relations économiques et financières très étroites avec l'Inde.

Cependant, en élargissant les marges de fluctuations autour de la parité, le Maroc se trouve dans une situation particulière car à l'heure actuelle seul le Royaume de Tonga a adopté une marge de fluctuations supérieure au 2% du régime conventionnel. La flexibilité autorisée par la réforme marocaine demeure limitée puisque la bande n'est que de 5% autour de la parité<sup>5</sup>.

### Le Maroc devrait-il aller vers une plus grande flexibilité du dirham ?

Cette réforme devrait-elle être une première étape vers plus de flexibilité du dirham, avec l'adoption d'un régime de flottement (contrôlé), comme semble le suggérer le FMI ? La réponse des autorités marocaines demeure prudente<sup>6</sup>, à

1. Cf. IMF *Annual Report* 2017, Appendix II 8.

2. C'est-à-dire avec des marges de fluctuations au plus de 1% au-dessus et au-dessous de la parité, soit une bande de fluctuation de 2% au maximum et la possibilité de modifier la parité au gré des autorités.

3. IMF Morocco Request for an Arrangement under the Precautionary and Liquidity Line, janvier 2019, (IMF *Country Report* 19/24 p.7).

4. IMF *Annual Report* 2018, Appendix II 8. Le Chili, le Mexique et la Somalie sont les trois seuls pays en développement ayant adopté un flottement libre. Dans le document du FMI douze pays ne sont pas classés, car leur régime est incertain quant au mode de contrôle.

5. Le Royaume de Tonga est un Etat de Polynésie, composé de 170 îles du Pacifique Sud. Sa monnaie (le pa'anga) est rattachée à un panier de monnaies constitué du dollar des Etats-Unis, de l'Australie, de la Nouvelle Zélande et de Fiji. Son régime de change (défini en 2010) est différent de celui du Maroc parce que la marge maximale de fluctuation (de 5%) s'applique sur un mois, ce qui se traduit par une plus forte flexibilité au cours du temps.

6. Dans le rapport Morocco Request for an Arrangement under the Precautionary and Liquidity Line, (janvier 2019, op.cité), les autorités marocaines « s'engagent à continuer la transition du régime de change avec un élargissement de la bande de fluctuations, quand les conditions le permettront et dans le contexte d'une

juste titre car la question est complexe, en raison des arguments qui militent pour le maintien d'un taux de change fixe tandis que d'autres sont en faveur d'une véritable stratégie de flexibilité du taux de change<sup>7</sup>.

## ► Les arguments en faveur de la fixité du taux de change

Il existe deux arguments principaux en faveur d'une fixité du taux de change, le premier traditionnel, le second plus rarement considéré : la fixité du taux de change est un instrument de la stabilité monétaire, elle agit positivement sur la productivité des entreprises.

### La fixité du taux de change, instrument de stabilité monétaire

La fixité du taux de change contribue à la maîtrise de l'inflation et réduit la variabilité du taux de change réel inhérent à un flottement de la monnaie. Il existe un consensus sur ce point dans la littérature ; on peut citer à titre d'exemple le travail récent du FMI *Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne, une croissance à plusieurs vitesses*, octobre 2016, chapitre 2<sup>8</sup>. Selon ce rapport (p. 57), les résultats d'une régression du taux d'inflation appliquée à l'ensemble des pays en développement montrent une supériorité nette des pays à régime de change fixe (régimes de caisse d'émission, pays sans monnaie officielle distincte y compris les unions monétaires, régimes de change fixe conventionnels) sur les régimes intermédiaires (paniers de monnaies, *crawling pegs*, bandes horizontales) et de flottement, soit en moyenne sur la période 1980-2014 sept points d'inflation en moins.

La confiance des agents économiques dans

la volonté de l'autorité monétaire de maîtriser l'inflation accroît l'efficacité de la politique monétaire. Le change fixe contribue à la crédibilité de l'autorité monétaire. En effet, un déficit de la balance des paiements induit par un excès de monnaie, entraîne automatiquement une destruction de monnaie. De plus la dévaluation étant perçue comme un échec de la politique, les agents économiques sont conduits à anticiper que l'autorité monétaire agit effectivement pour en éviter l'occurrence. Or on sait que la confiance dans la volonté de la Banque centrale de maîtriser l'inflation est un élément important de réussite de sa politique en tempérant les anticipations d'inflation (Barro et Gordon, 2013)<sup>9</sup>.

Ce rôle d'ancrage que joue le taux de change paraît particulièrement utile dans les pays en développement où la difficulté d'équilibrer les finances publiques incite à la création monétaire à travers les avances aux États. Cependant au Maroc le statut d'indépendance de la Banque centrale et la stricte limitation des avances au Trésor public limitent ce risque. À cet égard l'adoption en novembre 2005 du nouveau Statut de la Bank Al-Maghrib a constitué un tournant pour la politique monétaire au Maroc. En effet, ce Statut a conféré à cette banque centrale une indépendance en matière de formulation et de conduite de la politique monétaire et a érigé la stabilité des prix en mission fondamentale. L'indépendance dont jouit la Banque Centrale se reflète au moins à quatre niveaux : 1) La composition de son Conseil : outre le Wali en tant que Président, le Directeur Général, le Directeur du Trésor, le Conseil comprend six personnes indépendantes, reconnues pour leur expertise en matière économique et financière, 2) Le Directeur du Trésor prend part aux réunions du Conseil, en tant que représentant du Ministère des finances, mais ne participe pas au vote sur les décisions relatives à la politique monétaire, 3) La restriction du recours du Trésor au financement de la banque centrale, sauf dans des cas exceptionnels

stratégie de communication structurée », p.10.

7. Selon la même problématique, P. Guillaumont et S. Guillaumont Jeanneney, 2017.

8. Chapitre réalisé sous la direction de Dalia Hakura, coordonné par Charalambos Tsangarides, avec la collaboration de Mumtaz Hussain, Tim Willems et Jiayi Zhang.

9. Pour une analyse du mécanisme sous-jacent voir S. Guillaumont Jeanneney, 2015, p.120-122.

où des avances peuvent être accordées pour un montant ne dépassant pas 5% des recettes fiscales. Cette facilité n'a jamais été accordée dans le cadre du Statut actuel. Le Trésor se finance aux conditions du marché, à l'instar des autres agents économiques, 4) L'autonomie financière de la banque<sup>10</sup>.

Le régime de change fixe du Maroc s'est effectivement accompagné d'une remarquable stabilité monétaire, comme le montre le tableau 1 ci-dessous.

**Tableau 1.** Taux d'inflation (moyennes annuelles des prix à la consommation)%

2010-2015	1.6
2014	3.8
2015	0.5
2016	1.5
2017	0.8
2018	1.9
2019*	1.4

\*projections

Source : IMF *regional Economic Outlook: Middle East, North Africa, Afghanistan and Pakistan*, April 2019 Statistical Appendix.

L'objectif de stabilité monétaire qui est assigné à la Banque centrale du Maroc par ses statuts se justifie par l'impact négatif de l'inflation sur la croissance économique (Fisher, 1993). Certes les périodes d'expansion économique s'accompagnent généralement d'une certaine hausse des prix. Mais au-delà d'une hausse des prix de quelques points, l'inflation est défavorable à la croissance économique de long terme. La plupart des analyses économétriques de la croissance sur une longue période montrent en effet un impact négatif du taux d'inflation sur la croissance du produit par tête, ce que confirme l'étude récente FMI, à partir d'un échantillon de pays émergents et en développement<sup>11</sup>.

En effet, dans une économie de marché,

les décisions de production, d'investissement et de consommation (ou d'épargne) sont prises en fonction des prix relatifs des biens et services qui constituent les signaux du marché. Leur instabilité brouille ces signaux, ce qui conduit à des décisions de production et d'investissement erronées réduisant la productivité des entreprises et crée de l'incertitude freinant l'investissement<sup>12</sup>. L'instabilité des prix relatifs a pour principale origine la variabilité de l'inflation qui accompagne toujours une hausse rapide des prix. La variabilité de l'inflation déforme la structure interne des prix du fait de la flexibilité inégale du prix des différents biens et services. Alors que certains prix peuvent être librement augmentés, d'autres sont fixés dans des contrats (salaires, intérêt, loyers, prix des biens d'équipement...) en fonction des prévisions d'inflation qui sont incertaines lorsque l'inflation est variable. L'instabilité de l'inflation s'accompagne en régime de flottement d'une instabilité des taux de change nominaux ainsi que des taux de change réels car les cours de marché s'adaptent imparfaitement à l'évolution instable des prix, ce qui participe à l'instabilité des prix relatifs<sup>13</sup>. En revanche la fixité du taux de change tend à stabiliser le taux de change effectif nominal, en particulier avec un rattachement à un panier de monnaies (reflétant plus ou moins la géographie des échanges de biens) et ce faisant contribue, avec la politique de stabilité monétaire, à lisser le taux de change effectif réel.

Comme l'ont montré Aghion et al., 2009, la nocivité de l'instabilité du taux de change pour la croissance est particulièrement manifeste dans les pays à faible développement financier où les entreprises ne peuvent aisément emprunter aux banques pour faire face à l'instabilité de leurs profits et à leur besoin inopiné de liquidités. D'autre part, un système financier peu développé et un marché financier embryonnaire renforcent

10. Source : site de la Banque centrale.

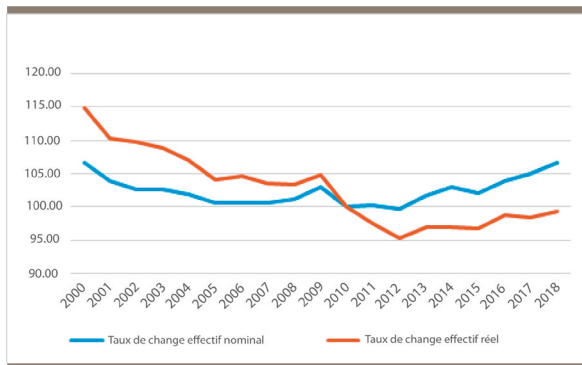
11. Cf. FMI 2016, op. cit. p.59. Voir aussi en particulier pour l'Afrique Pattillo, Tsangarides et Van Den Boogaerde dans « Growth and Convergence in the CFA Franc Zone » in A. Gulde et C. Tsangarides, 2008 (chapitre 2) qui ont montré sur un échantillon de pays africains durant la période 1960-2000 que l'inflation exerce un impact négatif sur la croissance.

12. Cet argument est développé dans Guillaume-Jeanneney, 1998, p. 205-208.

13. En revanche un système de crawling peg (indexation automatique du taux de change nominal sur l'inflation interne) permet de stabiliser le taux de change réel vis-à-vis de la monnaie d'intervention mais avec un risque d'inflation endogène.

l'instabilité des taux de change dans un régime de flottement. C'est pourquoi, dans ces pays, les régimes de fixité du taux de change conduisent à une croissance plus forte du produit par tête que les régimes de flottement. Cette conclusion théorique est confortée par leur analyse économétrique qui montre que l'effet positif d'un régime de flexibilité n'existe que pour les pays à fort développement financier. Si l'on observe le ratio du crédit bancaire au secteur privé en pourcentage du produit intérieur brut (indicateur traditionnel du développement financier) le Maroc se situe dans la moyenne des pays en développement à faible et à moyen revenu (soit 134% contre 136%). Les petites et moyennes entreprises ne reçoivent que 33% de ce crédit et elles considèrent que l'accès au financement constitue la deuxième contrainte au développement de leurs affaires (IMF 2019, Staff report p.12). L'effet stabilisateur du régime de change fixe sur les taux de change effectifs (taux réel comme nominal) est apparent au Maroc où, comme le montre le graphique 1, la variabilité de ces taux a été modérée depuis 2000.

**Graph 1.** Taux de change effectifs du maroc



NB : le taux de change effectif réel est calculé par le FMI en utilisant les indices de prix à la consommation. La pondération est glissante sur trois ans et comprend l'ensemble des partenaires commerciaux représentant au moins 0,45% du commerce extérieur marocain (nouvelle formule de mars 2019, appliquée à partir de l'année 2004 ; de 2000 à 2003 : 1% du commerce extérieur) Source : FMI *Statistiques financières internationales*.

Au-delà du brouillage des signaux économiques, l'inflation, source d'inégalité, est une cause de malaise social, voire de troubles politiques et par là de moindre croissance écono-

mique et de moindre bien-être. Les mouvements sociaux contre la « vie chère », voire les émeutes, sont courants dans les pays en développement<sup>14</sup>.

Comme l'inflation est défavorable à la croissance économique, elle est défavorable aux pauvres dans la mesure même où la croissance est le premier facteur de réduction de la pauvreté (Dollar et Kray, 2002). De plus l'inflation heurte particulièrement les pauvres en raison de la nature souvent fixe de leurs revenus (petits salaires, aides sociales) et de leur patrimoine exclusivement monétaire. La pauvreté au Maroc, telle qu'elle est mesurée par la Banque mondiale comme la part de la population vivant avec moins de 3,20 dollars par jour n'est pas négligeable : encore de 7,7% en 2013 (dernière année où le taux est disponible (*World Development Indicators*), même si elle est inférieure à la moyenne des pays de la région Moyen orient et Afrique du Nord (14,3%) ; d'autre part la pauvreté est concentrée dans certaines zones où la proportion de pauvres est bien supérieure.

### La fixité du taux de change, incitation à améliorer la compétitivité par des gains de productivité

L'adoption d'un régime de change flexible vise à permettre d'augmenter la compétitivité de l'économie grâce à une dépréciation réelle. En revanche dans un régime de change fixe il ne peut y avoir (sauf dévaluation de la monnaie) de forte dépréciation réelle de la monnaie. C'est pourquoi, au-delà de l'effet bénéfique de la stabilité des prix relatifs sur la croissance du produit par tête qui vient d'être souligné, la stabilité du taux de change réel est une incitation donnée aux divers agents d'améliorer la productivité des entreprises, puisque cela reste la seule manière d'accroître la compétitivité de l'économie. En change fixe, plusieurs mécanismes sont à l'œuvre dans ce sens, sachant que la productivité du tra-

14. Les émeutes au Brésil, notamment à Rio, contre en particulier la hausse du prix des transports, le 3 mars 2014 en sont un exemple significatif.

vail dépend de l'efficacité technique des facteurs de production et de l'intensité capitaliste.

Parce que les entrepreneurs ne peuvent compter sur une dépréciation du taux de change pour accroître leurs prix ils sont poussés à améliorer leur efficacité (Guillaumont P. et Guillaumont Jeanneney S. 1991). Ils sont contraints de fermer les unités de production les moins productives alors qu'inversement la dépréciation est un moyen de laisser subsister les unités peu performantes. Ce type de phénomène a été par exemple observé dans l'industrie de la chaussure en cuir en Éthiopie (Gebre-Egziabher, 2009 ; Sonobe et al, 2009). Pendant la période de l'appréciation réelle du birr éthiopien de 35% entre 2000 et 2008, on a constaté la fermeture des petites entreprises non performantes en faveur de nombreuses entreprises de taille plus grande, plus compétitives en termes de prix et de qualité des biens.

On peut aussi imaginer que la fixité du taux de change qui prive l'État de l'outil de la dépréciation du taux de change (sauf à dévaluer la monnaie ce qui a un coût politique comme noté ci-dessus) renforce sa motivation à mettre en œuvre une politique en faveur de la productivité des entreprises, dans les domaines de l'éducation, des infrastructures, de l'accès au financement et de climat des affaires.

D'autre part, tandis qu'une dépréciation réelle de la monnaie permet de gagner en compétitivité en diminuant le coût réel du travail, la fixité du taux de change est une garantie que l'amélioration de la compétitivité ne sera pas recherchée systématiquement par une baisse de la rémunération des travailleurs. Dès lors la fixité du taux de change semble favorable à une meilleure productivité du travail (Guillaumont Jeanneney S. 2015). En effet dès les années cinquante Harvey Leibenstein considérait que dans les pays en développement une rémunération trop faible du travail pouvait altérer la santé et la capacité au travail des ouvriers et montrait que la motivation des travailleurs agit sur l'efficacité de la combinaison productive, ce

qu'il appelait «efficacité-X» (Leibenstein, 1957, 1966). Il semble qu'ainsi un régime de change fixe soit favorable à la croissance de la productivité du travail en préservant l'effort des travailleurs pauvres.

Enfin la fixité du taux de change, en évitant la dépréciation nominale et réelle du taux de change, est un facteur de plus forte intensité capitaliste et donc de plus forte productivité du travail que le flottement de la monnaie ; en effet la dépréciation de la monnaie accroît le coût du capital relativement au travail puisque le capital est constitué en grande partie de biens d'équipement qui dans les pays en développement sont majoritairement importés. Autrement dit la fixité du taux de change conduit à un rapport des prix entre biens échangeables internationalement et travail généralement plus bas que le flottement de la monnaie.

En résumé un régime de change fixe pourrait avoir un impact positif sur la productivité 1) par l'efficacité accrue des managers d'entreprise et la disparition des unités de production les moins performantes, 2) par une politique économique plus systématiquement favorable aux entreprises 3) par la protection du niveau de vie des travailleurs pauvres augmentant leur effort au travail, 4) par l'augmentation de l'intensité capitaliste.

Ces mécanismes ont pu jouer au Maroc. L'évolution de la productivité du travail ne permet pas en elle-même de conclure sur ce point car elle dépend des changements dans la structure du Produit intérieur et de nombreux autres facteurs qui déterminent l'environnement des entreprises. Si toutefois on compare la croissance de la productivité du travail au Maroc de 2000 à 2016 à celle de trois pays à revenu intermédiaire<sup>15</sup> choisis parce qu'ils ont adopté des régimes de flottement et ont connu une dépréciation nominale (et réelle) de leur taux de change<sup>16</sup>, on

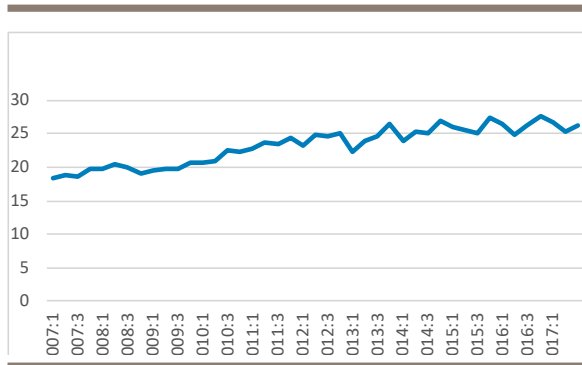
15. Le Maroc et la Tunisie sont classés dans les pays à revenu intermédiaire de la tranche inférieure, l'Algérie et le Mexique dans les pays à revenu intermédiaire de la tranche supérieure.

16. De 2000 à 2016, la monnaie marocaine s'est appréciée de 5% vis-à-vis du dollar américain, tandis que les monnaies mexicaine,

constate que l'accroissement de la productivité au cours de cette période est certes bien inférieur au Maroc (14%) à celui en Tunisie, remarquablement rapide (34%), mais supérieur à celui au Mexique (5%) et à celui en Algérie (3%)<sup>17</sup>.

Comme le secteur manufacturier est au cœur de la stratégie de croissance du Maroc il est pertinent de jeter le projecteur sur ce secteur dont dépend la diversification de l'économie. Les données propres au Maroc permettent de considérer spécifiquement la productivité des industries de transformation : l'augmentation de cette productivité de 2007 à 2017 a été forte, soit au total 34% contre 9% lorsque la productivité est calculée avec le Produit intérieur brut (voir graphique 2).

**Graph 2. Productivité du secteur manufacturier**



NB : la productivité du travail est égale à la valeur ajoutée des industries de transformation en volume divisée par l'emploi dans ce secteur (millions de dirham 2007). Source : Maroc Haut Commissariat au Plan.

tunisienne et algérienne se sont dépréciées respectivement de 54%, 40% et 32% ; la dépréciation du taux de change effectif réel du Mexique, de la Tunisie et de l'Algérie a été durant la même période respectivement de 29%, 24% et 16% contre seulement 9% au Maroc (Source : *IMF Statistiques financières internationales*).

17. La productivité du travail est égale au Produit intérieur brut divisé par le nombre de personnes employées, exprimé en dollars 2016. Source des données : *The Conference Board Total Economy Data base*

## ► Les arguments en faveur d'une flexibilité du taux de change

S'il existe un consensus quant à l'impact des changes fixes sur la performance des pays en matière de stabilité monétaire, il n'en est pas de même quant à leur impact sur les performances de croissance<sup>18</sup>. Dans l'étude du FMI précitée (FMI 2016, p.59) les résultats des régressions de la croissance du produit par tête en fonction du régime de change varient selon le type de classification (*de jure* ou *de facto*), selon qu'est considéré l'effet direct ou l'effet total à travers l'impact du régime de change sur les autres variables explicatives et finalement selon les niveaux de développement et les continents ; ceci montre l'impossibilité d'une réponse univoque : si l'on se réfère à l'effet total de régimes *de facto*, dans les pays émergents et en développement, les régimes de change fixe ont par rapport aux régimes intermédiaires ou flottants un impact négatif, mais ce résultat semble dû uniquement à l'Afrique subsaharienne, sans doute en raison d'une tendance à la surévaluation des monnaies. Dans les seuls pays émergents la nature du régime des changes semble indifférente tandis que dans les pays en développement hors Afrique subsaharienne les régimes de change fixe et intermédiaires sont plus favorables que les changes flottants.

Deux arguments sont généralement avancés à l'encontre des régimes de change fixe : d'une part un risque de surévaluation de la monnaie qui compromettrait la croissance des secteurs de production de biens internationalement échangeables dont la productivité est supérieure en général à celle des secteurs de biens non échangeables ; d'autre part la difficulté de modifier rapidement le taux de change face à un choc externe déséquilibrant la balance des paiements et en

18. En 2009 Aghion *et al* (article cité) soulignent l'absence d'études concluantes sur l'impact du choix d'un régime de change sur la croissance des pays en développement ; peu de travaux (à l'exception de ceux du FMI) ont été consacrés depuis à cette question.

général les finances publiques simultanément, afin d'éviter une trop forte récession. Ceci amène à poser deux questions : 1) Le risque de surévaluation du taux de change s'est-il concrétisé au Maroc ? 2) Quelle est l'ampleur des chocs exogènes auxquels le Maroc est confronté et qui justifieraient une plus forte flexibilité de son taux de change ?

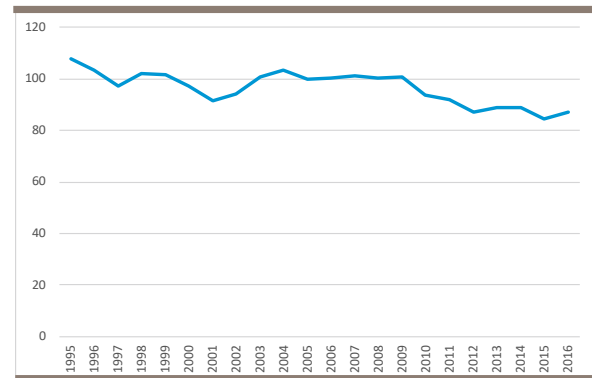
### Existe-t-il une surévaluation manifeste du taux de change du dirham ?

La réponse à cette première question est sans doute négative. Comme le montre le graphique 1 ci-dessus, le taux de change effectif réel du Maroc a connu depuis 2000 une tendance à la dépréciation, même si cette tendance s'est légèrement inversée depuis 2012. Selon les calculs du FMI<sup>19</sup>, la « méthode d'évaluation par la balance courante » d'un éventuel désalignement du taux de change fait apparaître une surévaluation du dirham 6,7% en 2016 tandis que les deux autres méthodes d'évaluation du taux d'équilibre suggèrent à l'inverse une sous-évaluation (10% pour la « méthode de la soutenabilité externe » et 4,7% pour la « méthode économétrique d'estimation du taux de change effectif réel »). De l'avis même de l'institution, ces calculs sont incertains mais en tout cas ne manifestent pas un problème aigu de compétitivité par les prix<sup>20</sup>.

Là encore il paraît pertinent de considérer en particulier le secteur des produits manufacturés, ce que permet l'Observatoire de la compétitivité durable de la Ferdi. Celui-ci fournit un taux de change effectif réel spécifique aux produits manufacturés exportés. Le taux de change réel d'un produit manufacturé y est défini comme le rapport de l'indice général des prix à la consommation à l'indice du prix d'exportation du produit considéré, les deux indices étant exprimés en dollars. Le taux de change effectif réel des princi-

paux produits manufacturés exportés est ensuite calculé comme la moyenne arithmétique des indices des cinq principaux produits manufacturés exportés, pondérée par leur importance relative dans les exportations moyennes de la période 2009-2013. Au vu du graphique 3, apparaît une tendance de longue période à la dépréciation de ce taux de change réel.

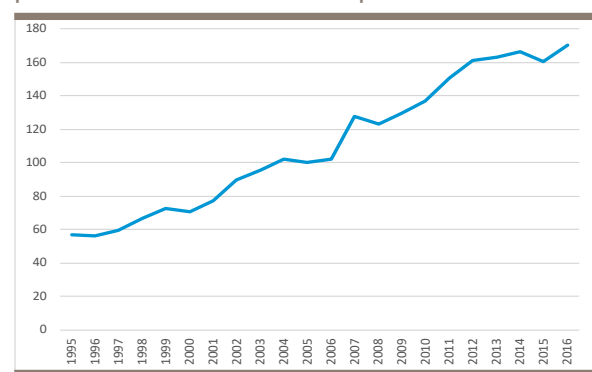
**Graph 3.** Indice du TCER moyen pondéré des 5 principaux produits manufacturés exportés



Source : Observatoire de la compétitivité durable (Ferdì); calculs à partir des données du CEPII (BACI 2016) et du FMI *International Financial Statistics*, 2015 (base100=2005).

Cette tendance à la baisse du TCER a sans doute contribué à la croissance de la part de marché des cinq mêmes produits manufacturés exportés (Cf. graphique 4).

**Graph 4.** Indice des parts de marché des produits manufacturés à l'exportation



Source : Observatoire de la compétitivité durable (Ferdì); calculs à partir des données du CEPII, BACI 2016 (base 100=2005).

19. «Morocco Second Review under the Arrangement under the Precautionary and Liquidity Line» IMF *Country Report* No. 17/264, p.14

20. Ces résultats rejoignent ceux d'une étude interne à la Banque centrale du Maroc.



Les travaux du FMI<sup>21</sup> donnent une vision un peu moins favorable de la compétitivité prix des produits manufacturés, à travers une comparaison du coût unitaire du travail dans le secteur manufacturier marocain (ou rapport entre la rémunération du travail et la productivité du travail<sup>22</sup>) à celui des principaux partenaires commerciaux du Maroc. Durant les dix dernières années cette autre expression du taux de change réel<sup>23</sup> a connu une évolution proche de celle du taux de change réel traditionnel (représenté au graphique 1) et relativement stable ; toutefois selon cette même étude l'évolution diffère selon les secteurs : hausse rapide du taux de change réel dans le secteur de l'électronique, des textiles et des industries mécaniques, plus modérée dans le secteur agroindustriel et nulle dans le secteur des industries chimiques. Malgré cette hausse, les coûts unitaires du travail dans le secteur manufacturier, corrigés de la productivité, demeurent globalement inférieurs à ceux des concurrents étrangers, notamment de la Chine qui est le principal exportateur de produits manufacturés.

Cependant certains économistes vont plus loin dans la justification d'un change flexible. Ainsi selon Dani Rodrik (2008) l'adoption d'un régime de flottement de la monnaie devrait avoir pour objectif une sous-évaluation systématique du taux de change. L'association entre sous-évaluation de la monnaie et croissance économique est justifiée par deux arguments complémentaires. Dans les pays en développement, comme nous l'avons noté plus haut, la productivité des secteurs de biens échangeables (principalement l'industrie) est supérieure à celle de l'agriculture familiale ou des services de nature souvent informelle ou relevant du secteur public, selon une vision dualiste des économies peu développées. C'est pourquoi l'industrialisation est au cœur des stratégies de développement et le Maroc ne déroge pas à cette règle. Mais dans les pays en

développement la croissance de l'industrie est soumise à des handicaps plus prégnants que les services. Il s'agit des mauvaises institutions qui nuisent à la fiabilité des contrats et des imperfections ou défaillances de marchés (tant au niveau des biens, des crédits et du travail) qui renchérissent les coûts de production. Le handicap particulier de la production manufacturière tient à la plus grande complexité (en moyenne) des processus de création d'activité et de production. Dani Rodrik suggère de compenser ce handicap par une sous-évaluation de la monnaie. Il en résulterait que les régimes de flexibilité des taux de change seraient plus appropriés que les régimes de change fixe puisque les premiers permettent plus facilement une dépréciation réelle de la monnaie.

L'application de cette recommandation au Maroc ne serait pas sans danger. L'usage systématique d'une dépréciation de la monnaie entraînerait une redistribution des revenus à travers l'inflation sans doute défavorable aux plus pauvres et qu'il serait difficile d'évaluer et de corriger. Il se traduirait presque inévitablement par une instabilité de l'inflation et du taux de change réel, défavorable à la croissance (voir ci-dessus). Enfin il risquerait d'atténuer la volonté d'accomplir les réformes en vue de lever les handicaps que supporte encore le secteur industriel. C'est pourquoi Guzman, Ocampo et Stiglitz (2017) conseillent de choisir dans les pays en développement un change fixe, tout en favorisant le secteur manufacturier par une politique industrielle, reposant sur un système fiscal favorable à ce secteur et sur des actions structurelles en vue d'atténuer les handicaps auxquels il fait face. Cette stratégie est nommée par les auteurs « système de taux de change effectivement multiple » car il évite, contrairement à la dépréciation monétaire, d'avantager aveuglément tous les secteurs de biens échangeables, y compris celui des ressources naturelles.

21. « Morocco Selected Issues » *IMF Country Report* n° 17/65, p.31-34.

22. Calculée comme le rapport de la valeur ajoutée manufacturière au nombre de personnes employées.

23. Calculé régulièrement par le FMI seulement pour les économies développées.

## L'économie marocaine est-elle soumise à des risques de chocs externes qui justifieraient une flexibilité du taux de change ?

Même si le niveau actuel du taux de change ne semble pas justifié une dépréciation de la monnaie, il convient de considérer l'argument principal des tenants du flottement qui est de pouvoir aisément utiliser l'outil du taux de change pour faire face à un choc externe susceptible de déstabiliser simultanément la balance de paiements et les finances publiques.

Les risques de déséquilibre auxquels est confrontée l'économie marocaine ont plusieurs origines : 1) une récession dans les économies avancées qui sont les principaux partenaires commerciaux du Maroc qui entraînerait une diminution du volume des exportations marocaines de biens manufacturés et agricoles et une réduction des entrées d'investissements directs étrangers, des revenus du tourisme et des transferts de revenus des émigrés, 2) une détérioration des termes de l'échange en raison d'une hausse du prix du pétrole dont le Maroc est importateur (18% de ses importations) ou une baisse des prix d'exportations de produits primaires exportés (mais qui ne représente que 10% de ses exportations), 3) une forte volatilité des marchés internationaux de capitaux entraînant une hausse de coûts et une moindre capacité d'emprunts sur ces marchés.

Certes une dépréciation de la monnaie est susceptible d'améliorer la balance des paiements (notamment la balance commerciale) en réduisant le prix en devises des biens agricoles et manufacturés exportés et en augmentant le prix des importations en monnaie nationale. Elle peut aussi soulager les finances publiques en augmentant les recettes fiscales plus que les dépenses, le service de la dette extérieure étant relativement faible au Maroc. La montée en gamme dans la chaîne des valeurs des produits exportés par le Maroc pourrait cependant à l'avenir réduire leur élasticité au taux de change réel (Ahmed S., Appendino M. and M. Ruta, 2015).

Nous avons rappelé les conséquences inflationnistes d'une dépréciation du taux de change et le risque que le flottement de la monnaie ajoute aux chocs externes un choc monétaire découlant de l'instabilité du taux de change. C'est pourquoi la flexibilité du taux de change ne serait sans doute une réponse adéquate que si le Maroc était soumis à des chocs externes de forte ampleur et durable puisqu'on ne peut pas déprécier fortement et rapidement le taux de change réel sans dévaluation, alors même qu'une amélioration de la productivité ne saurait être rapide. Si le choc est transitoire, ce que laisse plutôt augurer l'origine des chocs subis par le Maroc, il vaut mieux puiser dans les réserves extérieures et augmenter la dette. A cet égard le Maroc est dans une situation favorable. Les réserves extérieures constituaient à la fin de 2017 5,6 mois d'importations. La dette extérieure du Maroc s'élève à moins de 34% du Produit intérieur brut<sup>24</sup>.

## ► Conclusion

Les autorités marocaines, par leur récente réforme du système de change, manifestent leur réticence à adopter un régime de flottement du dirham. Face aux avantages d'une stabilité du taux de change nominal mais aussi aux risques liés à des événements extérieurs dont elles n'ont pas la maîtrise, la prudence a été d'adopter un régime intermédiaire entre une fixité rigide et un flottement. Il s'agit en l'occurrence du rattachement à un panier de monnaies (qui existe de longue date) et à un petit élargissement des marges de fluctuations du cours du change autour de la parité<sup>25</sup>.

Le rattachement à un panier de monnaies (moitié dollar, moitié euro) donne déjà une certaine flexibilité aux taux de change du dirham marocain ; c'est une réponse à l'instabilité chronique du cours de change de ces deux monnaies qui l'une et l'autre ont un poids

24. *IMF Country Report No. 19/24*, p.21-22.

25. Le troisième régime intermédiaire dans la classification du FMI est le *crawling peg* qui n'est pas d'actualité au Maroc qui ne connaît pas d'inflation.

important dans les relations commerciales et financières du Maroc. Une certaine variabilité des cours de change du dirham vis-à-vis de chacune de ces deux monnaies résulte directement du rattachement à un panier plutôt qu'à l'une d'entre elles, elle n'est pas sans coûts pour les petits opérateurs ; mais cela les habitue à se protéger du risque de change (grâce à l'existence d'un marché des changes opérationnel) de telle sorte qu'ils ne seraient pas trop démunis face à une flexibilité accrue du taux de change autour de la parité. Cependant si la définition de la parité par un panier au lieu d'une devise (dollar ou euro) a le mérite d'atténuer la surévaluation du dirham qui pourrait résulter de l'appréciation intempestive de la monnaie unique de rattachement, elle n'est pas une réponse à des chocs exogènes, tels que la détérioration des termes de l'échanges ou des conditions d'emprunt sur les marchés internationaux.

La définition d'une bande de fluctuations autour de la parité permet en revanche en cas de besoin de laisser se déprécier la monnaie à l'égard de l'ensemble des devises. Mais pour l'heure cette bande reste étroite; si les chocs externes supportés par l'économie marocaine s'intensifiaient dans le futur, il serait possible d'élargir quelque peu la bande de fluctuations, mais tout en maintenant le contrôle des changes sur les opérations financières pour parer à des sorties spéculatives de capitaux et éviter une dévaluation non désirée.

Cependant un système de larges bandes autour de la parité n'est plus adopté à l'heure actuelle par aucun pays développé ou en voie de développement (sauf Tonga) parce qu'il comporte un fort risque de spéculation lorsque le cours de change se rapproche (dangereusement) des bornes supérieure ou inférieure<sup>26</sup>. La Bank Al-Maghrib serait alors sans doute amenée à renforcer le cadre de sa politique monétaire défini en 2006 et fondé sur

plusieurs indicateurs d'inflation<sup>27</sup>, de telle sorte que ses décisions de politique monétaire soient guidées par l'écart entre la prévision d'inflation et la cible annoncée, comme c'est le cas dans la plupart des pays en flottage.

## ► Références

- **Aghion P., Bachetta P., Rancière R. and K. Rogoff** (2009) «Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: the Role of Financial Development », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, May p. 494-513.
- **Ahmed S., Appendino M. and M. Ruta**, (2015) «Global Value Chains and the Exchange Rate Elasticity of Exports» *IMF Working Paper 15/252*
- **Barro R. and D. Gordon** (1983) « A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model », *Journal of Political Economy*, August, p. 589-610.
- **Barro R. and D. Gordon** (1983) « Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, July, p. 101-122.
- **FMI** (2016) Perspectives économiques régionales, *Afrique subsaharienne, une croissance à plusieurs vitesses*, octobre.
- **Gebre-Egziabher T.** (2009) «The developmental impact of Asian drivers on Ethiopia with emphasis on small-scale footwear producers » *The World Economy* 32(11), p. 1613-1637.
- **Guillaume P. and S. Guillaume Jeanneney** (1991) «Exchange Rate Policies and the Social Consequences of Adjustment in Africa», in A. Chhibber and S. Fischer (eds). *Economic Reform in Sub-Saharan Africa*. Washington. DC: The World Bank, p. 13-24.
- **Guillaume P. et S. Guillaume Jeanneney** (2017) « La Zone franc en perspective » *Revue d'économie du développement*, n°2, juin, p. 5-40.

26. L'expérience du Système monétaire européen avec des marges autour des cours pivots élargi à 15% est significative à cet égard.

27. Cf.; Appendix II.9 De facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Framework, as of April 30, 2017, IMF, *Annual Report 2017* (note 4).

- **Guillaumont Jeanneney S.** (2015) *Régimes et stratégies de change dans les pays en développement*, Economica, Paris.
- **Guzman M., Ocampo J.A.** and **J.E. Stiglitz** (2017) « Real Exchange Rate Policies for Economic Development » *NBER Working Papers series* 23868.
- **IMF** (2017) « Morocco Selected Issues » IMF *Country Report* n° 17/65.
- **IMF** (2018) *Annual Report* 2018.
- **IMF** (2019) *Country report* n° 19/24
- **Leibenstein H.** (1957). *Economic Backwardness and Economic Growth*, New York: Wiley, 265p.
- **Leibenstein H.** (1966). "Allocative Efficiency versus X-Efficiency", *American Economic Review*, 56 (3), 392-415.
- **Rodrik. D.** (2008) «The Real Exchange Rate and Economic Growth ». *Brookings Papers on Economic Activity* 39(2), p. 365-412.
- **Sonobe. T., Akoten J. E.** and **K. Otsuka** (2009) «An exploration into the successful development of the leather-shoe industry in Ethiopia» *Review of Development Economics* 13(4), p. 719-736.



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.

### Contact

[www.ferdi.fr](http://www.ferdi.fr)

[contact@ferdi.fr](mailto:contact@ferdi.fr)

+33 (0)4 73 17 75 30

n° ISSN : 2275-5055

