

La réforme de la flexibilisation du régime change au Maroc : Bilan et enjeux

The reform of the flexibilization of the foreign exchange regime in Morocco : Assessment and challenges

NABIL Soufiane

Doctorant

Faculté Polydisciplinaire de Khouribga
Université Sultan Moulay Slimane - Maroc
Laboratoire de Recherches en Economie et Gestion (LEG)
soufianenabil94@gmail.com

ROUGGANI Khalid

Enseignant chercheur

Faculté Polydisciplinaire de Khouribga
Université Sultan Moulay Slimane - Maroc
Laboratoire de Recherches en Economie et Gestion (LEG)
rougganikhalid@gmail.com

STI Nouhaila

Docteure en Sciences de Gestion

Ecole Nationale de Commerce et de Gestion de Casablanca
Université Hassan II de Casablanca - Maroc
Laboratoire de Recherches Prospectives en Finance et Gestion (LRPFG)
nouhaila.sti@gmail.com

Date de soumission : 19/09/2023

Date d'acceptation : 09/11/2023

Pour citer cet article :

NABIL.S & AL. (2023) «La réforme de la flexibilisation du régime change au Maroc : Bilan et enjeux», Revue Française d'Economie et de Gestion «Volume 4 : Numéro 11 » pp : 352 – 374.

Author(s) agree that this article remain permanently open access under the terms of the Creative Commons

Attribution License 4.0 International License



Résumé

Au cours des dernières décennies, le Maroc a entrepris une série de réformes de change visant à libéraliser le régime de change. La plus récente de ces réformes est l'élargissement de la bande de fluctuation du Dirham, qui a eu lieu en Janvier 2018 et Mars 2020. Le Maroc a donc entamé une flexibilisation de son régime existant, pour répondre aux nouveaux défis économiques et à la volatilité des marchés internationaux. L'objectif de ce document est d'évaluer cette réforme en se concentrant sur les principaux indicateurs macro-économiques qui ont soutenu la transition vers ce régime flexible, offrant un bilan analytique des résultats jusqu'à présent. Ceci inclut un survol des évolutions monétaires internationales, une revue de la littérature sur le choix de régime de change, et une évaluation des répercussions de la flexibilisation du Dirham marocain sur les indicateurs économiques clés.

Mots clés :

Taux de change ; Régime de change ; Flexibilisation ; Dirham marocain ; Bilan.

Abstract

Over the past few decades, Morocco has undertaken a series of exchange rate reforms aimed at liberalising the exchange rate regime. The most recent of these reforms is the widening of the dirham's fluctuation band, which took place in January 2018 and March 2020. Thus, Morocco has started to make its existing regime more flexible in response to new economic challenges and international market volatility. The objective of this paper is to assess this reform by providing an analytical review of the results to date, focusing on the main macroeconomic indicators that have supported the transition to this flexible regime. This includes an overview of international monetary developments, a review of the literature on the choice of exchange rate regime and an assessment of the impact of the flexibilisation of the Moroccan dirham on key economic indicators.

Keywords :

Exchange rate ; Exchange rate regime ; Flexibilization ; Moroccan dirham ; Assessment.

Introduction :

Après la deuxième guerre mondiale, la sphère monétaire et financière a connu de profonds changements, notamment avec le développement des marchés financiers et les instruments de financement, associés à l'évolution du système bancaire et à l'ouverture financière et commerciale. Cette révolution suscite la réflexion quant à l'objet de la monnaie et aux règles qui la régit.

En raison de sa place capitale, et de son importance au niveau économique, politique ou social, l'Etat détient le privilège d'exercer le pouvoir monétaire à travers la politique budgétaire et la politique monétaire.

Cette dernière entretient une relation étroite avec le taux de change. Dans ce cadre, le régime de change concourt à la formulation du cadre d'action de la politique monétaire. Toutefois, la notion du taux de change s'avère difficile à cerner ses déterminants, puisqu'elle intègre plusieurs facteurs inhérents à la compétitivité du pays. De ce fait, la littérature économique fait état d'une abondance d'études sur les fondements théoriques du taux de change, influencés par les évolutions économiques et financières.

Par ailleurs, le régime de change a un effet majeur sur le maintien de l'équilibre interne et externe dans une économie. En conséquence, un pays peut choisir un régime de change fixe ou flexible selon ses contraintes extérieures.

En effet, la question du choix d'un régime de change demeure primordiale dans le processus du développement économique puisque chaque régime de change se dote des vertus et dévoile certaines défaillances qui affectent directement ou indirectement la politique de change, et par ricochet, la politique monétaire

En outre, le système monétaire internationale a connu une succession de changements en vue d'instituer un système assurant la stabilité monétaire internationale et la performance économique dans le monde. Cette évolution, marquée notamment par la rupture avec le système Etalan-Or, puis avec le Système de BrettonWoods, a fait émerger une diversité de régimes de change qui diffèrent entre les pays, marquant une évolution vers davantage de flexibilité des changes.

Le Maroc n'a pas échappé à ces transformations et a dû engager une série de réformes de change visant à libéraliser le régime de change. La plus récente de ces réformes est l'élargissement de la bande de fluctuation du Dirham, qui a eu lieu en Janvier 2018 et Mars 2020.

Cette réforme vise principalement à soutenir la stratégie d'ouverture économique engagé par le Maroc, à renforcer l'économie marocaine face aux chocs externes, promouvoir sa compétitivité et réduire la pression sur les réserves de change.

Dans ce contexte, il est primordial d'évaluer l'avancement de ce chantier de réforme flexibilisation du régime de change marocain.

Dans ce cadre, la question centrale de notre recherche est formulée comme suit :

Comment les indicateurs macro-économiques ont-ils favorisé la transition vers un régime de change flexible au Maroc et quelle appréciation peut-on formuler concernant le bilan résultant de cette flexibilisation jusqu'à présent ?

Pour répondre à notre question de recherche, notre démarche analytique se déploiera en quatre étapes essentielles. D'abord, nous évoquerons un survol historique pour dévoiler les évolutions du système monétaire internationale. Ensuite, nous examinerons la revue de la littérature sur le choix d'un régime de change. Puis, nous projetterons la lumière sur le contexte marocain, à travers un aperçu historique sur l'évolution du régime de change au Maroc et enfin, nous entreprendrons une évaluation de la réforme de flexibilisation du Dirham marocain sur la base des indicateurs macro-économiques cruciaux.

1. Contexte d'évolution du Système Monétaire International

Le système Etalon-Or perdurait entre les années 1870-1914 et se caractérisait par une fixité des changes. En effet, les taux de changes connaissaient des variations restreintes par rapport à la référence. Les Gold Points constituaient les points d'entrées et de sorties limitant les variations des taux de change pour effectuer des transferts d'Or. Ce système a permis de stabiliser les monnaies vue la quasi-constance des parités en Or. Nonobstant, son impact sur la production et l'emploi ont été faible.

Les tensions entre les pays belligérants de la 1ère guerre mondiale termineront le système dit Etalon d'or. A cet effet, chaque pays belligérant fixe d'une manière unilatérale la parité-or de sa monnaie. Ces décisions ont annulé les variations limitées auxquelles dépendaient les taux de changes. En conséquence, Cette période était caractérisée par un désordre monétaire conduisant à une recrudescence des cours des monnaies.

Pour mettre en place une nouvelle réforme monétaire, la conférence de Gêne de 1922 était l'occasion d'instituer un système monétaire dénommé Etalon de Change Or (Gold Exchange Standard). La fin de ce système a été causée par les tensions ayant lieu entre les billégérants de la deuxième guerre mondiale.

En Juillet 1944, une fois l'achèvement de la deuxième guerre mondiale, une conférence de B.W a eu lieu faisant émergé deux institutions phares, à savoir le FMI et la BM dénommée précédemment BIRD. Un nouveau système a été mis en place reconnu par le système Etalon de Change Or. Ce système a donné au dollar une valeur de devise centrale et de référence dans la mesure où aucune monnaie ne peut être convertie en Or à l'exception du dollar. En effet, à la différence de l'Etalon Or, le système de BW se caractérise par la fixité de change avec un ajustement des bandes de fluctuations de 1% en or ou en dollars et de 2% en d'autres monnaies mené par le FMI dans le souci de stabiliser ce nouveau système monétaire plus réglementé et veillant à contrôler les capitaux.

Ce système a connu des années fleurissantes et prospères entre les années 1945 et 1960 se cristallisant par une stabilité monétaire. Toutefois, la situation s'est détériorée entre 1955 et 1970 à cause de la baisse des réserves en Or de la FED. Dans ce contexte, la balance de paiement affichait un déficit et les capitaux étaient incontrôlables. De plus, la conduite d'une politique expansionniste par les Etats Unis a généré une forte inflation qui a favorisé la spéculation. En conséquence, l'ensemble des pays ont ressenti les effets pervers de cette situation.

L'interruption de la convertibilité du dollar en Or dans les Etats unis en 1971 par le Président Nixon a été l'occasion pour la Communauté Economique Européenne (CEE) d'ajuster la politique de change. Un Système Monétaire Européen transformé en Mécanisme de Change Européen (MCE) a été appliqué entre 1972 et 1978 dénommé le Serpent Monétaire. Il s'agit d'un système de change fixe ajustable donnant la possibilité aux pays de la Communauté Economique Européenne (CEE) de garder des marges de fluctuation dans une bande avec une marge de plus ou moins 2,25%.

Dans un contexte marqué par la crise, la rupture avec le Système de BrettonWoods a intervenu lors des accords de la Jamaïque en 1976, qui ont favorisé le recours au flottement des monnaies. La décentralisation et l'ouverture sur les marchés constituaient les axes du SMI après la chute de BrettonWoods. Les grands pays ont progressivement libéralisé les flux des capitaux tout en adoptant une monnaie convertible. La perspective derrière le flottement était de permettre un contrôle de la politique monétaire intérieure pour encourager la croissance.

Pour faire face au caractère déséquilibré du SMI, plusieurs Sommets se sont tenus dans le cadre d'une coopération internationale étroite.

Les accords de PLAZA signé en 1985 étaient l'occasion de mettre les actions des politiques monétaires et de change en concertations. Et puis en 1987, un autre sommet a eu lieu entre les

G5 et le Canada donnant naissance aux accords du LOUVRE pour permettre de réduire la volatilité des changes.

Bien que la tenue de nombreux sommets, le SMI n'a pas mis fin aux instabilités monétaires. Ainsi, le Krash de 1987 a corroboré la crise monétaire et l'effondrement du dollar. Chaque Pays s'est approprié une politique monétaire divergente. C'est ainsi, qu'à l'opposé de l'Allemagne, les Etats unis ont mis en place depuis 1989 une politique de taux d'intérêt faible, conduisant à l'affaiblissement du dollar.

La succession des différents SMI n'a pas permis de trouver une solution idoine et idéale concrétisant la stabilité monétaire internationale.

2. Cadre conceptuel et revue de la littérature sur le choix d'un régime de change

2.1. Classification des régimes de change

La classification des régimes de change s'avère épineuse en raison, notamment, de la divergence entre le régime autoproclamé par un Etat et celui qui est réellement mis en œuvre. La littérature retient deux principales classifications des régimes de change, s'agissant de la classification officielle ou de jure et la classification de facto.

2.1.1. Classification officielle ou de jure

La classification *de jure* est établie sur la base des déclarations officielles des pays en adoptant un régime de change défini par le FMI. Reinhart et Rogoff¹ ont décrit l'évolution des catégories des régimes de change. En effet, selon les numéros du rapport annuel du FMI intitulé « *Annual Report on Exchange Restrictions* » entre 1949 et 1978 et « *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restriction* » entre 1979 et 2001, les deux auteurs ont décrit l'évolution des régimes de change en 7 étapes. Initialement, deux catégories de régimes de change ont prédominé durant la période allant de 1950 à 1982. Ensuite, le système de change est passé à quatre catégories dans les années de 1980 et 1990. Et puis, le système Post 1997 a retenu 8 catégories.

Ce régime de jure reflète les promesses des pays en matière de politique de change voire de politique monétaire impactant les décisions des agents économiques notamment les investisseurs qui anticipent l'évolution future des cours de change. La réalité montre que plusieurs pays n'appliquent pas le régime officiellement déclaré limitant les agents

¹ Reinhart, C. M., & Rogoff, K. (2002). « *The modern history of exchange rate arrangements* ». NBER, Working Paper 8963.

économiques de faire les prévisions pouvant déboucher éventuellement sur des attaques spéculatives.

A cet effet, des nouvelles classifications ont vu le jour, qualifié de fait, se fondant sur le régime de change réellement appliqué par les pays. Intitulées de facto, elles ont émergé des travaux de plusieurs auteurs ayant élaborés des classifications à partir d'une collecte des données de régime change des pays et l'observation de leurs comportements en s'appuyant sur les démarches rétrospectives. Ainsi le FMI a abandonné la classification de jure et a intégré d'autres variables notamment la variabilité du taux de change et les politiques économiques ayant un impact direct sur le TCN.

2.1.2. Classification de facto

En réalité, plusieurs classifications de facto ont résulté soit par le biais de la méthode statistique, soit la méthode analytique des politiques économiques, soit prenant en considération les deux à la fois. Les deux classifications de Levy-Yeyati et Sturzenegger (2002) et de Reinhart et Rogoff (2004), très utilisées dans la littérature, seront explicitées ci-dessous.

2.1.2.1. Classification de Lys

Il s'agit d'une méthode statistique développée par LYS proposant la classification des régimes de change à travers les données recueillies auprès de 183 pays durant la période allant de 1974 à 2000. Cette classification est élaborée à travers l'analyse du comportement de trois indicateurs à savoir la volatilité du TCN officiel, la volatilité de sa variation et la volatilité des réserves de change. Les observations dégagées sont réunies en quatre régimes de change, s'agissant du Flexible, du flottement impur, du CrawlingPeg et du Fixe. A titre d'exemple, un régime de change fixe se caractérise par une forte volatilité des réserves de change et une faible variabilité du taux de change nominal. Pour les pays dont l'association des trois variables est faible, l'affectation à un régime particulier est « non concluante ». Le tableau ci-dessous synthétise les critères de classification des régimes de change développés par LYS.

Tableau 1 : les critères de classification des régimes de change développés par LYS.

Régimes de change	Variabilité du taux de change nominal	Volatilité des variations du taux de change nominal	Volatilité des réserves de change
Non concluants ou ambigus	Faible	Faible	Faible
Flexible	Forte	Forte	Faible
Flottement impur	Forte	Forte	Forte
CrawlingPeg	Forte	Faible	Forte
Fixe	Faible	Faible	Forte

Source : Levy-Yeyati, E., & STurzengege, F. (2005). Classifying exchange rate regimes : Deeds vs words. *European Economic Review*, 49, 1603-1635. Page : 1611

2.1.2.2. Classification de Reinhart et Rogoff (RR)

La classification de RR, établie sur 153 pays pour une période allant de 1946 jusqu'à 2001, est fondée sur une analyse descriptive tenant en compte le taux de change de marché ou le taux parallèle. Ainsi, quand ce taux existe dans un pays, sa dépréciation indique une incompatibilité de la politique monétaire avec le taux de change fixe. Les résultats des travaux ont fait ressortir quinze catégories des régimes de change et une classification agrégée en cinq régimes de change offrant tant des régimes de change mensuels qu'annuels.

2.2. Fondements théoriques et synthèse des travaux antérieurs sur le choix d'un régime de change

Le choix d'un régime de change demeure une décision complexe pour tout pays, puisque chaque régime se dote d'un certain nombre de vertus et de limites.

Certains décideurs optent pour le régime de change fixe tandis que d'autres encouragent l'adoption des changes flexibles. Il est opportun de mettre en exergue les critères influençant le choix d'un régime de change par un pays.

2.2.1. Change fixe et change flottant : débat d'optimalité

Depuis l'écroulement du système de Bretton Woods, marqué par l'abondance du change fixe en faveur du change flexible, les crises déclenchées ont sollicité les décideurs de mettre fin au système favorisant la fixité du change. Ce qui a suscité encore une fois le fameux débat sur le choix du régime de change.

Cette dynamique s'est manifestée à travers les principales crises qui ont survenues telles que la crise de dette des pays d'Amérique latine des années 80. Cette dernière est due aux déficits structurels de la balance des paiements, engendrés par l'érosion des réserves de change,

(Krugman, 1979). La solution proposée pour pallier à cette crise était de dévaluer la monnaie pour pouvoir rééquilibrer la balance des paiements.

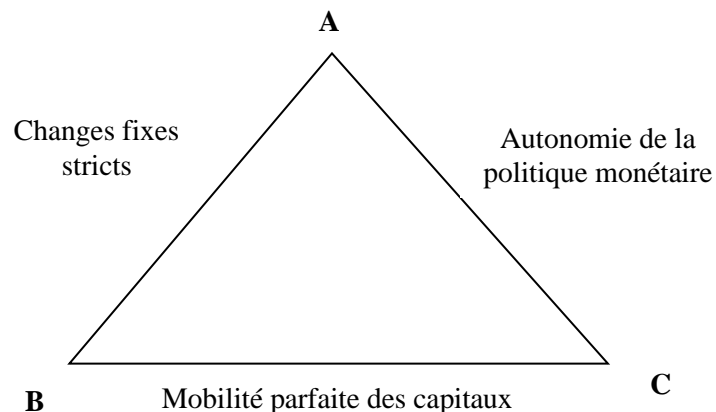
Le deuxième exemple est celui de la crise du Thaïlande en 1997. Cette fois-ci la crise était déclenchée à cause des attaques spéculatives dues à la fragilité du système bancaire. (Stiglitz, 2002).

Ces deux expériences renforcent l'insoutenabilité des changes fixes et rejoignent l'idée des monétaristes qui militaient précocement en faveur des régimes de change flottant. Dans ce cadre, Friedman (1953), renonçait le régime de change fixe en s'appuyant sur les mêmes arguments précités, liés au risque de la spéculation monétaire et l'émergence des crises de change. Pour Friedman, un système de change fixe pourrait être idéal avec une forte mobilité de capitaux et inversement un système de change flexible sera plus adapté avec une faible mobilité des capitaux.

En outre, Mundel (1960) a confirmé les travaux de Friedman qui sont réalisés dans un contexte marqué par une faible mobilité des capitaux. En revanche, Mundel prenait en compte une nouvelle variable qui devrait être prise en considération lors de la décision d'un Etat de son régime de change à savoir sa politique monétaire.

En l'occurrence, la théorie de Mundel et Fleming connue sous le nom de « triangle d'incompatibilité de Mundel » ou « L'impossible trinité », considérait comme une base de la théorie monétaire internationale, consiste à prendre en considération trois facteurs majeurs à savoir : le degré de flexibilité de taux de change, le degré de mobilité des capitaux et l'autonomie de la politique monétaire (Voir figure 2) .Ce trilemme implique qu'un pays ne peut concilier simultanément le régime de change fixe, la mobilité parfaite des capitaux et une politique monétaire autonome. Il doit effectuer un choix entre deux options, sans la possibilité de combiner les trois en même temps.

Figure 1 : Triangle d'incompatibilité de Mundel



Source : Sfia, M. (2007) « *le choix du régime de change pour les économies émergentes* », Daly MPRA WP n°4075

La tendance vers plus de flexibilité du régime de change continue son chemin et les partisans de cette approche soutiennent que les changes flexibles favorisent la résilience aux chocs réels par le biais d'ajustement du taux change nominal. Cependant, la vulnérabilité aux chocs monétaires conduit à opter pour le régime de change fixe.

De plus, les monétaristes préconisent vivement l'adoption des arrangements flexible, arguant qu'ils offrent un plus grande liberté en éliminant des contraintes imposées. En outre, comme nous avons susmentionné, la spéculation de la monnaie (Friedman,1953) et la survenance des crises de change (Bubula et Otker-Robe, 2003) sont fréquemment associées à l'adoption des changes fixes.

En sus, dans les changes flexibles, la balance des paiements se rééquilibre automatiquement sans intervention de la banque centrale. Cette dernière ne sera pas censée d'épuiser ses réserves de change afin de maintenir la parité. Enfin, l'autonomie monétaire de la banque centrale lui octroie le privilège de se libérer des contraintes de la responsabilité de la défense de la parité de la monnaie nationale.

Bien que le régime de change flottant présente de nombreux avantages, l'économiste américain Charles Kindleberger (1973) milite en faveur des changes fixes, puisqu'il qualifie que l'arrangement flottant constitue un véritable obstacle entravant les transactions commerciales et financières. En effet, les changes flottants entraînent une augmentation des frais de transaction du risque de change en raison de la volatilité des taux de change, ce qui entrave le commerce international et les investissements.

La crédibilité de la politique monétaire octroyée par le régime des changes fixes favorise la maîtrise de l'inflation et garantit par la suite la stabilité monétaire. Nonobstant, la flexibilité des changes génère l'inflation, car l'autonomie de la politique monétaire limite la capacité de la banque centrale à intervenir afin de maintenir la valeur de la monnaie.

Malgré la pertinence des apports des monétaristes en matière d'arrangements flexibles, la réalité semble très loin de leur théorie. En effet, en dépit de l'adoption du régime de change flexible, le problème de la spéculation de la monnaie n'a pas été résolu et ne cesse de se générer. De plus, les déficits des balances de paiement restent encore présents accompagnés d'un désalignement des taux de change.

En revanche, la défense du régime de change fixe est ardue car il s'avère coûteux en provoquant une détérioration des réserves de change pour le maintien de la parité.

À la lumière de ce conflit, le choix d'un régime de change demeure une décision primordiale pour les pays, il est impératif de le prendre en tenant rigoureusement compte des différents facteurs influençant la situation et le contexte de chaque pays. Cette question mérite une attention plus approfondie dans le point suivant.

2.2.2. Critères influençant le choix d'un régime de change

Le choix d'un régime de change n'est pas une décision fortuite puisque chaque régime se dote d'un certain nombre de vertus et de limites. Par conséquent, il n'existe pas un régime de change unique applicable à tous les pays (Frankel, 1999), car le choix optimal dépend des facteurs contextuels spécifiques à chaque pays. À cet effet, la littérature est qualifiée très vaste en la matière. À titre d'illustration, la théorie des zones monétaires optimales développée par les travaux de Mundell (1961), McKinnon (1963) et de Kenen (1969) préconise le maintien des taux de change fixes au sein d'une union monétaire. Dans ce cadre, cette théorie identifie des critères essentiels pour guider le choix d'un régime de change à savoir :

- **Le degré de mobilité des facteurs de production**, incluant les capitaux et la main-d'œuvre. Dans ce contexte, le régime de change fixe prend de l'importance, plus particulièrement lorsque les capitaux sont mobiles. En effet, le taux d'intérêt, dans le cadre d'un régime de change fixe, joue un rôle crucial dans l'équilibre de la balance des paiements. Cependant, cette situation soulève une série de nuances et de complexité.
- **Le degré d'ouverture de l'économie** : plus l'économie s'ouvre aux échanges internationaux, plus le régime de taux de change fixe devient attrayant (McKinnon, 1963). Cela est dû au fait que des niveaux accrus d'exportations et d'importations engendrent une

forte volatilité du taux de change. Cette volatilité, à son tour, entraîne une instabilité des prix, rendant ainsi moins propice l'adoption de régimes de change flexibles.

- **Le degré de diversification de la production** : Les pays industrialisés dont les économies reposent sur la production des biens manufacturés présentent une diversification de leurs échanges commerciaux. Dans ce contexte, il est recommandé d'opter pour un régime de change flexible.
- **La similarité des taux d'inflation** : si un pays connaît une inflation plus élevée que ses partenaires commerciaux, il serait judicieux d'opter pour un régime de change flexible. Cette approche permettrait au pays de mieux absorber les chocs externes.

D'autres critères ont été rajoutés par plusieurs auteurs comme Eichengreen (2001), Chang et Velasco (1999), Aghion et al (2003) à savoir le degré d'intégration financière et les mouvements de capitaux pour des pays opérant dans un environnement financier international. En outre, les travaux de Fisher (1977), Aizenman et Frenkel (1982, 1985), ont mis en évidence que les changes fixes sont adaptés aux pays exposés aux chocs monétaires. Par contre, le système de change flexible semble plus adéquat aux pays vulnérables aux chocs réels.

De surcroît, les contributions de Kydland et Prescott (1977), Calvo (1978) ainsi que Barro et Gordon (1983) ont souligné le rôle de la crédibilité monétaire lors du choix d'un régime de change. En effet, le maintien d'un régime de change fixe procure une stabilité monétaire à travers une maîtrise de l'inflation, et garanti une crédibilité de la politique monétaire. Cependant, cet avantage implique de renoncer à la flexibilité, qui permettrait l'ajustement automatique face aux chocs externes.

En définitive, le débat sur le choix du régime de change reste ouvert. Ainsi, il demeure primordial de tenir compte des critères déterminants pour opter en faveur d'un régime de change spécifique, étant donné que les caractéristiques économiques jouent un rôle crucial. Par conséquent, il est difficile de préconiser un même régime de change pour tous les pays. Dans cette optique, Eichengreen et Hausmann (1999) avancent que les avantages d'un régime de change flexible sont incontestables, même si cela ne signifie pas que tous les pays doivent nécessairement adopter un régime de change flexible.

3. Aperçu historique sur l'évolution du régime de change au Maroc

Avant les années 1980, les pays en développement adoptaient un taux de change moins avantageux au commerce extérieur puisqu'il était moins flexible. Cependant, au cours des

années 1980 le taux de change ajustable gagnait un intérêt plus particulier en tant qu'outil utilisé en faveur du redressement économique.

Le Maroc a suivi le même processus depuis la création du Dirham en 17 octobre 1957, la monnaie nationale était rattachée au franc français par une parité fixe jusqu'à Mai 1973, date de l'adoption d'un nouvel arrimage en rattachant le Dirham marocain à 9 devises et dès les années 1980, le Maroc s'est penché sur une politique dynamique de taux de change permettant d'adopter une convertibilité partielle du taux de change et de créer un marché de change. À cet égard, le Maroc a entamé un processus de flexibilisation du taux de change visant la libéralisation progressive de son régime de change.

Depuis 1957, le système de change marocain a connu différentes évolutions en matières d'ancrage du dirham à savoir : le rattachement à une monnaie unique le FF ensuite l'ancrage à un portefeuille de 9 devises et en fin la pondération Euro/Dollar dans le panier du Dirham.

- **Du rattachement du dirham à une monnaie unique vers l'ancrage d'un panier de 9 devises 1957-1973 :**

Depuis son indépendance en 1957, le Maroc a gardé la même catégorie du régime de change à savoir le régime d'ancrage conventionnel, en dépit des rectifications apportées au niveau des monnaies d'ancrage.

Le Dirham marocain a été créé en 17 octobre 1957 et restait rattacher à une seule devise le Franc Français jusqu'à Mai 1973, date à partir de laquelle, Bank Al Maghrib a adopté un nouvel arrimage en rattachant la monnaie nationale à un panier de 9 devises. (Voir le tableau1)

Tableau 2 : La pondération du dirham aux 9 devises en 1973

Monnaies	FF	\$ US	PTAS	LI	£	DM	FS	FB	FH
1973	38%	15%	15%	8%	8%	7%	4%	3%	2%

Source : Bank Al Maghrib

Ce nouvel arrimage était mieux adapté à la structure des échanges commerciaux étrangers, en considérant l'importance des échanges dans la nouvelle pondération établie.

L'objectif derrière ce nouvel ancrage était de minimiser l'impact des fluctuations des valeurs de ces devises sur le cours du Dirham, étant donné qu'ils varient dans des sens distincts. Ce nouvel ajustement a diminué la pondération du FF pour s'échapper du risque lié à cette devise qui connaissait des grandes perturbations.

Les pondérations de ce panier composé de devises étaient révisées en 1980 donnant lieu à une autre diminution de pondération du Franc Français tout en augmentant la pondération du Dollar américain. (Voir le tableau2)

Tableau 3 : La pondération revue du dirham aux 9 devises de 1980

Monnaies	FF	\$ US	PTAS	LI	£	DM	FS	FB	FH
1980	25%	32%	15%	5%	8%	7%	2%	4%	2%

Source : Bank Al Maghrib

La révision régulière de la pondération du Dirham avec les devises auxquels il a été rattaché a favorisé une certaine stabilité du taux de change nominal. Toutefois, la surévaluation qu'a connu le taux du change effectif réel, à partir de l'année 1974, a accablé la compétitivité extérieure du pays et a engendré un déficit considérable de la balance des paiements.

- **Politique de taux de change des années 1980 et la dévaluation à répétitions**

Au cours des années 1980, le Maroc comme les autres pays en développement été appelé à mettre une nouvelle politique de taux change afin de pallier au déséquilibre externe lié au déficit de la balance des paiements.

En effet, le Maroc n'était pas en mesure d'acquitter ses dettes extérieures suite à son endettement qui excède sa capacité de remboursement. À cet effet, il a été amené à solliciter le rééchelonnement de sa dette et d'adopter une série de mesures recommandées par le FMI et la banque mondiale dans le cadre du plan d'ajustement structurel.

À travers la mise en œuvre de ce programme, le Maroc était contraint à appliquer une série de glissements et de dévaluations répétitives du taux de change en vue de résorber le déséquilibre externe. Dans ce cadre, la dévaluation de 16,4% du cours de Dirham appliquait durant la phase 1983-1985 était la plus marquante et la dévaluation de 9,3% adoptait en 1990 pour garder les atouts obtenus lors de la mise en place du PAS. Suite à ces ajustements, les exportations marocaines ont marqué une augmentation de 5,5% par an et une amélioration du taux de croissance économique.

Cette période avait comme but primordial une meilleure libéralisation pour garantir une stabilité financière interne et externe du Maroc et d'instaurer une politique de prix concurrentielle. En revanche, ces dévaluations n'ont pas pu atteindre les résultats souhaités car la hausse des prix des importations se sont répercutés négativement sur le prix des exportations marocaines puisque les produits exportés dépendent essentiellement des matières premières étrangères. Ce qui a participé à la dégradation de la compétitivité des entreprises marocaines.

Afin de réussir le processus de la libéralisation entamée, le Maroc s'est engagé en 1993 aux recommandations figurant à l'article VIII du FMI en optant pour une convertibilité du dirham pour les opérations courantes et la mise en place des différentes mesures pour rendre le marché de change plus dynamique.

- **La pondération Euro/dollar dans le portefeuille du dirham accompagné par des réformes encourageant la flexibilité : 1999-2015**

En 1999, le Maroc a procédé au changement de la composition de son panier de devise suite à l'apparition d'une monnaie commune en Europe en remplaçant les devises européennes par l'Euro.

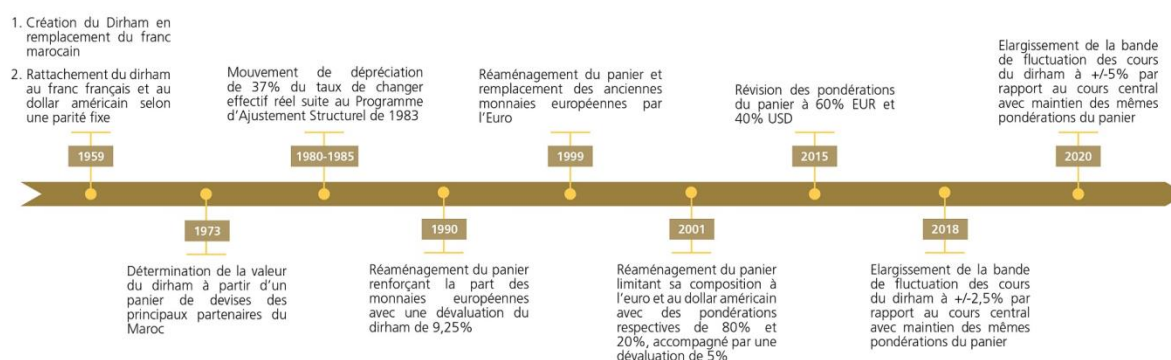
En 2001, le Dirham marocain était rattaché à deux devises avec une pondération de 80% avec l'Euro et 20% avec le Dollar américain. Ce changement a permis au Maroc d'amortir l'incidence de la volatilité des cours des deux monnaies puisqu'elles fluctuent dans des sens inverses. Ce système de cotation a entraîné une dépréciation de la monnaie locale de 5%.

En outre, d'autres réformes ont été entreprises dans le contexte de la libéralisation des changes au cours de la seconde moitié des années 2000, englobant des réformes de fonctionnement du marché des changes et la gestion des risques de change. En 2005, la diffusion du circulaire n° 03/DOMC/2005 a introduit les options de change comme moyen de se protéger contre le risque de change. De même, en 2007, une libéralisation majeure des changes a eu lieu avec l'instauration de la circulaire n° 134/DOMC/07 du 08 août 2007 relative aux dépôts et placements en devises à l'étranger.

La pondération Euro/Dollar a duré jusqu'à 2015 et elle a permis au Maroc d'avoir une certaine stabilité financière et macroéconomique et d'éviter l'impact de la crise financière de 2007-2008. En effet, en tenant compte de l'augmentation des échanges commerciaux avec d'autres pays qui ne font pas partie de l'union européenne, les autorités monétaires marocaines ont actualisé les pondérations du panier en abaissant celle de l'euro à 60% et en amplifiant celle du dollar à 40%.

Cette réforme du régime du change était en harmonie avec les fondements de l'économie marocaine. De plus, cette révision du panier de devise constituait une première étape dans le processus de la flexibilisation du régime de change marocain.

Le schéma ci-dessous synthétise les différentes phases phares de l'évolution du système de change marocain.

Figure 2 : Evolution du régime de change au Maroc

Source : Bank Al-Maghrib

4. Analyse et évaluation de la réforme de flexibilisation du taux de change au Maroc

Depuis 2016, le Maroc a commencé la mise en œuvre de la transformation de son régime de change vers la libéralisation en préparant l'ensemble des intervenants à ce changement. Nonobstant, les attaques spéculatives qu'a connu le Dirham marocain en 2017 ont empêché Bank Al-Maghrib à entamer le processus de libéralisation de change, ce qui a entraîné un report de cette décision jusqu'à janvier 2018, date à partir laquelle, les autorités monétaires marocaines ont procédé à l'élargissement de la bande de fluctuation du Dirham de $\pm 2,5\%$, contre $\pm 0,3\%$ auparavant, poursuit d'une autre révision en mars 2020 de $\pm 5\%$ par rapport au cours central fixé par BAM (60% vis-à-vis l'Euro et 40% avec le dollar américain).

Cette flexibilisation du taux de change demeure un sujet de débat au Maroc non clos ouvrant de multiples questionnements en raison de ses multiples avantages et limites.

Dans ce cadre, Il est essentiel de procéder à une évaluation de cette réforme en mettant l'accent sur les indicateurs macro-économiques clés qui ont favorisé la transition vers ce système flexible. Cette évaluation vise à fournir une analyse approfondie des résultats obtenus jusqu'à présent.

- **L'indépendance de la politique monétaire et la libéralisation progressive des mouvements des capitaux :**

L'autonomie accordée à Bank-Al-Maghrib rendrait difficile la réalisation simultanée de la libéralisation des mouvements de capitaux et la mise en place d'un régime de change fixe, conformément aux principes énoncés dans le triangle d'incompatibilité de Mundel.

En effet, les nouveaux statuts de Bank Al-Maghrib adoptés en 2006 ont confié une autonomie totale à la banque centrale au niveau de la formulation et de la conduite de la politique monétaire, permettant d'assurer la stabilité des prix et d'améliorer la crédibilité des autorités

monétaires. L'autonomie dont bénéficie la banque centrale a touché quatre volets essentiels à savoir :

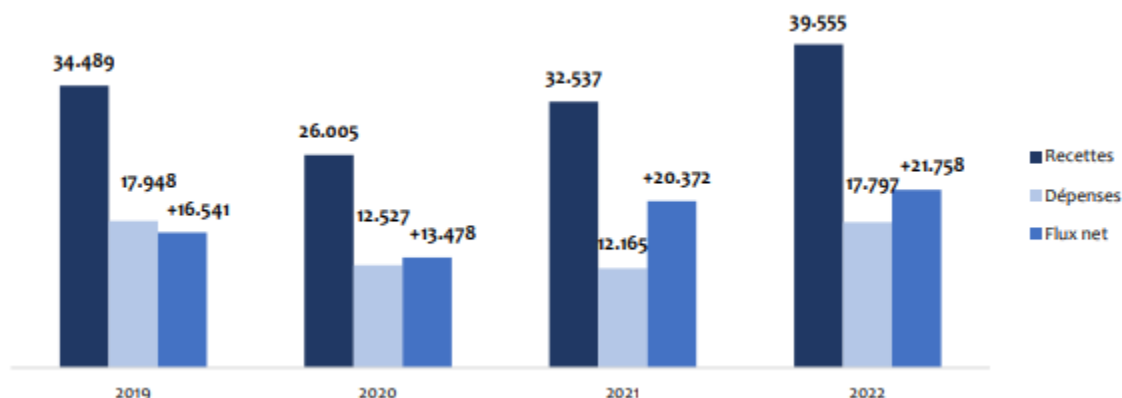
- Le volet organique : lié à la gouvernance de la banque centrale ;
- Le volet opérationnel se fonde sur l'objectif fondamental de maintenir la stabilité des prix, conformément à l'article 6 du nouveau statut de Bank Al-Maghrib, qui le désigne comme l'objectif ultime de la politique monétaire « *dans le but d'assurer la stabilité des prix, la banque arrête et met en œuvre les instruments de la politique monétaire* » ;
- Le volet financier s'intéresse aux avances au trésor public afin de réduire sa dépendance vis-à-vis du financement de la banque centrale, comme le précise l'article 27 du nouveau statut de Bank Al-Maghrib « *la banque ne peut accorder des concours financiers à l'état, ni se porter garante d'engagements contractés par lui, que sous forme de facilité de caisse....* » ;
- Le volet communication vise à mettre en place une stratégie de communication qui renforce la transparence de l'action de la banque centrale et accroît sa crédibilité.

En outre, dans un contexte marqué par l'adoption du PAS dans les années 80, le Maroc s'est engagé dans une série de réformes visant la libéralisation de son système financier, et par là, l'ouverture du compte capital. Ces réformes ont amené le Maroc à ouvrir progressivement son économie à l'étranger pour profiter des opportunités commerciales qui se présentent à l'international, ainsi que l'arrivée de nouveaux IDEs.

Dans l'objectif de renforcer la libéralisation du système financier et de mettre fin aux protectionnismes limitant des perspectives potentielles de développement, le Maroc s'est adhérent au GATT en 1987 ouvrant la voie aux accords de libre-échange conclus notamment avec l'Union Européenne, les Etats Unis et les Pays Arabes. Les résultats de ces accords ont eu un impact positif sur les flux nets issus des investissements étrangers, conduisant à une progression favorable de leur évolution.

À l'heure actuelle, malgré la baisse survenue en 2020 en raison des effets de la crise sanitaire de la COVID-19, les investissements directs étrangers au Maroc continuent de croître dans le contexte de flexibilisation du régime de change. En 2022, les entrées d'investissements directs étrangers au Maroc ont atteint 39,6Mds DH, en hausse de 21,6% par rapport aux 32,5Mds DH de l'année précédente. Parallèlement, les sorties ont connu une augmentation de 46,3%, passant de 12,2Mds DH en 2021 à 17,8Mds DH en 2022.

Figure 3 : Evolution des investissements directs étrangers au Maroc en MDH



Source : Rapport annuel BP et PEG 2022 (Office des Changes)

- **Flexibilisation du change, vecteur important de la promotion des exportations**

Dans le but de tirer parti des avantages de la mondialisation, l'instauration d'un régime de change flexible pourrait jouer un rôle crucial en renforçant la compétitivité des entreprises exportatrices marocaines. À plusieurs reprises, le FMI a exprimé son encouragement à accélérer le processus de la flexibilisation du taux de change. À ce titre, le FMI met en avant que « *De pair avec les réformes structurelles, ce régime pourrait aider le Maroc à relever les défis de la compétitivité et vraisemblablement contribuer à doper la croissance à moyen terme* ». Cette initiative vise à remédier aux déficits commerciaux et à stimuler la croissance économique du pays, en promouvant activement les exportations.

En 2022. Les échanges commerciaux avec le reste du monde ont enregistré une croissance significative de 35,9%, atteignant une valeur de 1,166Mds DH par rapport aux 858Mds enregistrés en 2021. Cette expansion résulte de la progression simultanée des importations et des exportations.

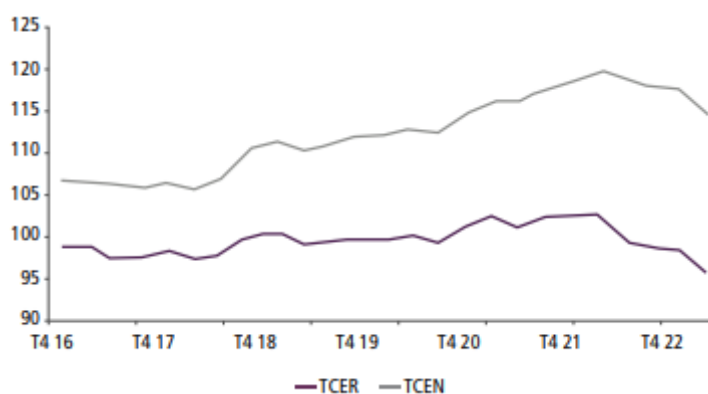
En ce qui concerne les importations, Elles ont augmenté à un rythme plus rapide que les exportations, enregistrant une hausse de 208,9Mds DH en 2022 par rapport à l'année précédente pour atteindre un total de 737,4Mds DH.

Quant aux exportations, elles ont également connu une augmentation notable de 99,3Mds DH. En conséquence, le solde commercial s'est détérioré de 109,7Mds DH s'établissant à 308,8Mds en 2022 par rapport aux 199,2Mds de l'année précédente.

Figure 4 : Evolution de la balance commerciale du Maroc

Source : Rapport annuel du commerce extérieur 2022 (Office des Changes)

Par ailleurs, le choix du régime de change peut avoir un impact considérable sur le taux de change nominal et, plus crucial encore, sur le taux de change réel. Cependant, dans le contexte de la flexibilisation du Dirham au Maroc, il est à noter que les fluctuations des taux de change, qu'ils soient nominaux ou réels, n'ont pas connu de changements majeurs par rapport à la période précédant la réforme. En effet, malgré les perturbations provoquées par la crise sanitaire de la COVID-19 et les tensions géopolitiques entre l'Ukraine et la Russie, qui ont eu des répercussions négatives sur les conditions macro-économiques, le taux de change au Maroc est demeuré stable. Cette stabilité s'est maintenue même durant la période de réforme du régime de change.

Figure 4 : Taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2010)

Sources : Calcul de Bank Al-Maghrib et du FMI

- **Evolution des réserves de change**

La crise de change de 1990 a clairement démontré que les pays dotés de réserves de change limitées sont plus enclins à subir des crises financières. En revanche, les pays ayant des réserves suffisantes sont moins touchés par ces crises.

Dans la littérature économique, il est universellement admis que la stabilité d'un régime de change fixe exige la détention de réserves de change importantes. En revanche, un régime de change flexible peut conserver sa viabilité même en présence d'un niveau de réserves de change relativement faible.

En outre, les réserves de change au Maroc a connu une expansion remarquable ces dernières années, principalement grâce à l'augmentation significative des transferts des Marocains Résidant à l'Étranger (MRE), notamment pendant la période de la crise de la COVID-19. Cette croissance actuelle des réserves de change pourrait également être attribuée aux revenus en dollars provenant des exportations de phosphates, bénéficiant de l'appréciation de cette monnaie étrangère.

Figure 5 : Réserves de change au Maroc entre 2014 et 2023



Source : Bank-Al-Maghrib

Par ailleurs, la balance commerciale du Maroc est caractérisée par un déficit permanent en raison du déséquilibre entre les importations et les exportations. Par conséquent, il est possible que les réserves de changes ne parviennent à couvrir durablement les importations.

Dans ce contexte, l'adoption du régime de change fixe ne s'avère pas judicieuse, étant donné que ce régime est conçu pour être appliqué dans des circonstances où la banque centrale dispose de réserves de change considérables et en présence d'une balance commerciale équilibrée.

Conclusion

Le Maroc a adopté un régime de taux de change qualifié de "régime d'ancrage conventionnel". L'analyse historique du système de change marocain met en évidence une constance dans la

catégorie de régime de change, malgré les ajustements apportés depuis les années 1973. Ces ajustements ont principalement impliqué l'alignement du dirham sur un panier de devises, cependant, ils n'ont pas entraîné de changement fondamental dans le type de régime de change suivi.

Le régime de change fixe en vigueur au Maroc a montré sa capacité à stabiliser l'économie nationale. Cependant, l'émergence de la crise financière mondiale a suscité des interrogations concernant la pertinence de ce régime. Par conséquent, l'idée d'adopter un régime de change flexible a gagné en importance. Cette transition vers un régime plus flexible a été motivée par la nécessité d'accroître la compétitivité et de mieux faire face aux chocs économiques externes. Dans ce contexte, le Maroc a entrepris un processus de flexibilisation de son régime de change existant.

Suite à une analyse approfondie des principaux indicateurs macro-économiques du Maroc, observée durant cette première phase de la réforme du régime de change, caractérisée par l'élargissement de la bande de fluctuation du Dirham, les premières conclusions semblent être favorables. Cette évaluation positive découle notamment de la résilience démontrée par ces indicateurs face aux perturbations externes résultant des crises économiques mondiales en cours.

En conséquence, cette première phase de réforme semble offrir des résultats encourageants en termes de maintien de la stabilité des indicateurs macro-économiques clés face aux perturbations actuelles dans le monde. Cela suggère que l'ajustement de la politique de change a été réalisé avec succès, tout en préservant une certaine robustesse dans le contexte économique international complexe.

Cependant, la transition du régime de change marocain vers un flottement pur suscite des inquiétudes importantes, comme le soulignent les détracteurs du passage à un régime de change flexible. En effet, l'adoption du régime de change flexible pourrait entraîner une volatilité accrue du taux de change, ce qui pourrait potentiellement engendrer un risque d'inflation importée en cas de dépréciation du dirham. Cette dépréciation pourrait avoir des répercussions négatives sur la balance commerciale du pays. Elle pourrait également se traduire par une augmentation des prix des produits importés en provenance des partenaires commerciaux, entraînant ainsi une hausse des prix. De plus, le FMI encourage les pays ayant des monnaies non convertibles, comme c'est le cas du dirham marocain, à adopter des régimes de change plus flexibles. Cependant, cette recommandation pose un défi pour le dirham, dont le marché de change est principalement domestique.

Dans l'ensemble, la transition vers un régime de change flexible au Maroc doit être soigneusement pesée, en tenant compte des risques potentiels et des spécificités de l'économie nationale.

BIBLIOGRAPHIE

Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A. (2004). A corporate balance-sheet approach to currency crises. *Journal of Economic theory*, 119(1), 6-30.

Aizenman J. et Frenkel A.J., (1982), « Aspects of The Optimal Management of Exchange Rates », *Journal of International Economics*, vol. 13, n° 3/4, November, p. 231-56.

Aizenman J. et Frenkel A.J., (1985), « Optimal Wage Indexation, Foreign Exchange Intervention and Monetary Policy », *American Economic Review*, 75, p. 402-23.

Barro, R. J., & Gordon, D. B. (1983). Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of monetary economics*, 12(1), 101-121.

Calvo G., Reinhart C.M. (2002), « Fear of floating », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, mai.

Chang, R., & Velasco, A. (1999). Liquidity crises in emerging markets: theory and policy. *NBER macroeconomics Annual*, 14, 11-58.

Eichengreen, B. (2001). Capital account liberalization: What do cross-country studies tell us?. *The world bank economic review*, 15(3), 341-365.

Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility. Working Paper N.7418, NBER.

Esmak H. (2016), « Les perspectives d'un régime de change au Maroc : vers une plus grande flexibilité », *IOSR Journal of Economics and Finance*, vol 7, issue 2, ver III (mar-apr).

Fischer, S. (1974). Stability and exchange rate systems in a monetarist model of the balance of payments. In *The political economy of monetary reform* (pp. 59-73). London: Palgrave Macmillan UK.

Fischer, S. (1977). Long-term contracts, rational expectations, and the optimal money supply rule. *Journal of political economy*, 85(1), 191-205.

FMI (2016) Perspectives économiques régionales, Afrique subsaharienne, une croissance à plusieurs vitesses, octobre.

Frankel, J. A. (1999). No single currency regime is right for all countries or at all times. N.B.E.R. Working Paper, (September), 7338,1-41

Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. *Essays in positive economics*, 157(203), 33.

IMF (2018) Annual Report 2018.

IMF (2019) Country report n° 19/24

Kenen, P., Mundell, R., & Swoboda, A. (1969). The theory of optimum currency areas: an eclectic view. *International economic integration: Monetary, fiscal and factor mobility issues*, 59-77.

Krugman, P. (1979). A model of balance-of-payments crises. *Journal of money, credit and banking*, 11(3), 311-325.

Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of political economy*, 85(3), 473-491.

McKinnon, R. I. (1963). Optimum currency areas. *The American economic review*, 53(4), 717-725.

Mundell, R. A. (1960). The monetary dynamics of international adjustment under fixed and flexible exchange rates. *The Quarterly Journal of Economics*, 74(2), 227-257.

Office des changes (2022), rapport annuel balance des paiements et position extérieure globale du Maroc

Office des changes (2022), rapport annuel du commerce extérieur du Maroc

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. (2002). « The modern history of exchange rate arrangements ». NBER, Working Paper 8963.

Stiglitz, J. E., & Chemla, P. (2002). *La grande désillusion* (Vol. 108). Paris: Fayard.