

Les perspectives d'un régime de change au Maroc : vers une plus grande flexibilité

Hassan ESMAK

*Faculté des Sciences Juridiques,
Economiques et Sociales Agdal*

I. Introduction

Les profonds changements survenus dans l'économie internationale causés par l'abandon de la convertibilité-or du dollar en 1971 ont engendré un environnement de plus en plus complexe, où les opportunités qui se présentent aux économies, qui s'insèrent dans la structure de la globalisation financière, sont généralement accompagnées d'importants risques liés essentiellement à une grande volatilité des principales variables macroéconomiques. Dans ce contexte, la question du choix de régime de change n'est plus l'emblème du mode opératoire du SMI, elle est plutôt laissée en suspens, puisque les pays doivent désormais choisir le système de change le mieux approprié à leurs besoins. Depuis lors, cette question n'a pas perdu de son actualité et continue toujours à foisonner de nouvelles contributions aussi bien théoriques qu'empiriques ainsi que de nouvelles perspectives de recherche. L'instabilité croissante que connaît la finance internationale a fait de cette problématique une priorité pour la plupart des économies émergentes intégrées ou en voie d'intégration des marchés de capitaux internationaux.

L'après Bretton-Woods a été marqué par une ruée vers la flexibilité. Au début des années 90, la tendance était de fixer le taux de change par rapport à une ou un panier de devises. La succession des crises qui se sont déclenchées lors des années 90 a fait ressortir la vulnérabilité des systèmes intermédiaires jugés trop fragiles face aux crises. Les pays devraient désormais adopter l'une des solutions extrêmes.

Dans cette perspective, l'évidence empirique montre qu'il est difficile de maintenir un système de fixité à long terme dans un contexte de globalisation des flux de capitaux libéralisés. Ces systèmes de fixité ont été jugés comme étant insoutenables et générateurs de crises. A cet égard, certains pays émergents et en développement ont été forcés à passer vers plus de flexibilité. Pour d'autres pays, le chemin vers la flexibilité a été beaucoup plus serein et la transition vers des régimes plus flexibles était en grande partie déterminée par le degré d'ouverture économique et financier.

Au Maroc, le régime de change mis en place par les autorités monétaires a permis de concourir à l'instauration d'un cadre de stabilité macro-économique. Toutefois, la conjonction des facteurs internes, (L'annonce des nouveaux statuts de BAM, Un déficit commercial qui ne cesse de se creuser, Evolution mitigée des réserves de change, Une libéralisation prudente et pragmatique du compte capital...) et de facteurs externes, marqués par un contexte de globalisation des flux de capitaux, a rendu l'économie du pays de plus en plus exposée à des chocs exogènes et nécessite, à cet effet, une plus grande capacité d'ajustement et d'absorption des chocs. Dans ce sens, un consensus semble émerger entre l'ensemble des acteurs économiques sur l'opportunité du passage vers la flexibilité. Le FMI affirme à ce titre 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 »¹.

Dans cette perspective, notre objectif vise à participer au débat sur la question de la flexibilisation de la politique de change au Maroc en proposant une tentative de contribution aux travaux sur l'avenir de l'économie marocaine. Pour ce faire, l'article comprend trois sections. Dans la première, nous présenterons la politique de change menée par les autorités monétaires marocaines pour ensuite mettre le point sur ses effets macroéconomiques. Ceci nous permettra, dans la seconde section, d'analyser les facteurs motivants la question de reconsidération de la stratégie de change marocaine. L'examen de ces facteurs nous conduira à évaluer les pré-conditions structurelles et institutionnelles d'une transition vers une plus grande flexibilité.

II. Diagnostic et enjeux de la politique de change au Maroc

L'objectif de cette section est de décrire la politique de change menée par les autorités monétaires marocaines après l'effondrement du système de Bretton-Woods. Une brève présentation du contexte de l'évolution du Système Monétaire International nous sera également d'une grande utilité permettant une meilleure compréhension de l'environnement international et national dans lequel sont prises les décisions en matière de change.

¹FMI, Consultations de 2013 au titre de l'article IV du statut de l'FMI, Rapport du FMI No. 14/65, Mars 2014.

En effet, le Maroc s'est engagé, depuis le début des années 80, dans un large processus de libéralisation de son économie qui a touché quasiment tous les secteurs. Ces mutations se sont suivies d'ajustements croissants des stratégies de change qui visent à remédier au souci majeur qui est l'arbitrage entre une monnaie faiblement volatile et des mésalignements limités.

Durant cette dernière décennie, en se référant à la typologie établie par le FMI dans son rapport annuel « Exchange Arrangements and Exchange Restrictions », le Maroc a adopté encore, sous une forme ou une autre, un système d'arrimage, par rapport à une seule monnaie ou un panier de monnaies, même si les pratiques réelles mettent en évidence un effort et une volonté particulière de la part des autorités pour transiter vers des régimes plus souples.

L'évolution de la politique de change s'est généralement accompagnée de plusieurs mesures visant les restrictions des mouvements des flux de capitaux. Aussi, l'euro représente la plus grande pondération de son panier de référence reflétant la situation géographique du pays et sa dépendance vis-à-vis de ses partenaires commerciaux. Durant les trois dernières décennies, le Maroc a opté pour une politique de change active, qui va de la stabilité à la dépréciation puis du contrôle à la libération. La fin étant la correction des déséquilibres externes. Les mesures entreprises ont conduit à une convertibilité partielle du dirham et à la création et la libéralisation du marché de change.

2.1 Les systèmes de change: de la phase de la transition vers une plus grande libéralisation de change

L'évolution mondiale des politiques de change a connu une tendance relativement instable qui a conduit les autorités marocaines à prendre la stabilité de change comme étant un objectif principal. Depuis lors, les stratégies de change semblent accorder une importance croissante au maintien de la compétitivité extérieure. Le Dirham Marocain est passé par plusieurs phases depuis 1970. Historiquement, il a été fixé par rapport au franc français, qui avait connu des instabilités durant le début des années 70, provoquant des déséquilibres de la valeur du dirham. En mai 1973, le lien avec le franc français a été rompu, les autorités ont choisi l'adoption d'un régime administré avec comme objectif la gestion de stabilité de la parité effective vis-à-vis d'un panier de monnaies. À partir de cette date et jusqu'au début des années 80, le taux de change s'est apprécié, dans un premier temps, de plus de 15% de son cours effectif, puis il s'est déprécié d'environ 85% du fait des effets du choc pétrolier sur le dollar dans un deuxième temps.

Au début de 1980, la pondération des monnaies qui composent le panier de référence a été modifiée de manière significative, pour mieux tenir compte du poids des partenaires commerciaux ainsi que des monnaies utilisées dans les règlements externes. À partir de 1983, l'adoption d'un PAS a marqué le début d'une série de réformes entreprises par les pouvoirs publics pour moderniser et libéraliser l'économie afin de faire face aux exigences du nouvel environnement économique international, en mettant en place une politique de libéralisation économique et financière progressive et continue dont le but est de remédier aux déséquilibres externes. La création d'un marché de change interbancaire au Maroc en 1996 a représenté le couronnement de ces réformes.

Les années 90 verront une accentuation du mouvement de libéralisation. Au début de 1993, à la suite d'une période de forte dépréciation due au manque de discipline financière et aux déficits de la balance des paiements, le Maroc a instauré la convertibilité de sa monnaie pour les opérations courantes du commerce extérieur dont elle a été rattachée à un panier des monnaies des principaux partenaires commerciaux avec une pondération tenue secrète. Ce choix offrait l'avantage d'importer une certaine crédibilité en matière d'inflation tout en évitant les risques d'une *currency mismatch* et de limiter la volatilité de change et ses effets perturbateurs sur les termes de l'échange.

Dans ce cadre, un certain nombre de mesures ont été mises en place pour stimuler le marché de change et participer à la croissance des flux des capitaux étrangers. Ces mesures ont conduit le Dirham à l'appréciation en provoquant une baisse du niveau des exportations. Ceci a poussé les autorités marocaines à procéder à une légère dévaluation de la monnaie nationale pour stimuler la compétitivité de ses produits. Ces dévaluations étaient d'une moindre importance puisque les autorités ont préféré concentrer leurs efforts sur la consolidation du système financier et l'allègement du fardeau de la dette.

Au début de l'an 2001, le principe de l'ancrage du Dirham à un panier de monnaies a été conservé par BAM. La pondération s'est vue modifiée en donnant plus d'importance à l'Euro au détriment du Dollar, afin de mieux refléter l'ancrage du pays à la Zone Euro. Autrement dit, l'affaiblissement de la compétitivité-prix et l'augmentation du service de la dette extérieure ont conduit les autorités à réajuster les pondérations des devises de référence. Depuis lors, le Maroc persiste à adopter un régime conventionnel d'ancrage du taux de change nominal multilatéral par rapport à un panier monétaire. BAM intervient fréquemment pour maintenir le taux de change dans une fourchette fixée autour d'une parité centrale.

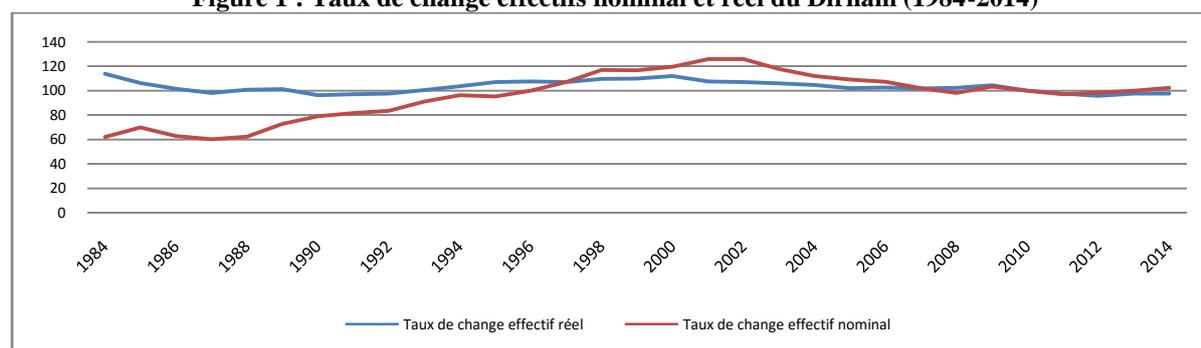
D'une façon générale, il en ressort de la description de la politique de change un important succès qui réside dans sa capacité à dépasser les difficultés durant ces dernières années. L'économie arrivait à contrecarrer les chocs et toutes les actions politiques étaient compatibles avec la politique de change mise en place.

2.2 Dynamique du taux de change au Maroc

Face à un contexte d'instabilité marquée par un accroissement des fluctuations de change et une conjoncture économique de plus en plus difficile, l'étude de l'évolution des taux de change paraît à la fois intéressante et indispensable pour un pays comme le Maroc qui vise l'amélioration de sa situation à l'échelle internationale et à se prémunir contre les risques que peut engendrer une variation jugée excessive du taux de change.

La figure 1 ci-dessous présente l'évolution des taux de change nominal et réel du dirham marocain pour la période allant de 1984 jusqu'à 2014. A cet effet, jusqu'au 1990, le niveau du taux de change réel est resté assez stable tandis que le niveau nominal s'est considérablement apprécié. Par la suite, cette valeur nominale a connu une nouvelle dévaluation de l'ordre de 9.25% au milieu de l'année 1990. Cette mesure ne parvient pas à limiter les effets de l'appréciation du taux de change réel, à cause, notamment des rigidités des salaires et des prix ainsi que de l'appréciation de l'euro face au dollar en fin de période.

Figure 1 : Taux de change effectifs nominal et réel du Dirham (1984-2014)



Source : Données du FMI.

Durant le deuxième trimestre de l'année 2001, les autorités ont décidé de dévaluer de facto le cours du dirham d'environ 5%. Cette dévaluation s'est traduite par la modification de la pondération de la composition du panier tout en s'intéressant de plus en plus à l'euro au détriment du dollar, pour mieux traduire l'ancrage du dirham marocain à la monnaie européenne. Pour la période allant de 2001 jusqu'à 2014, le cours du dirham a connu une dépréciation assez lente mais très régulière en terme réel.

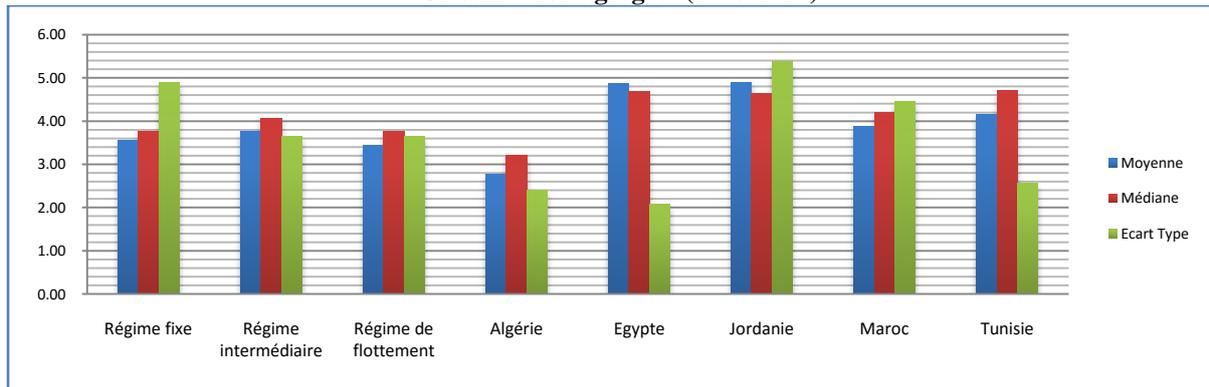
Ainsi, le régime de rattachement conventionnel du dirham par rapport à un panier de référence composé principalement et uniquement de l'euro et du dollar, a permis la mise en place d'un ancrage nominal solide pour la politique monétaire permettant de contribuer à la réalisation de la stabilité macroéconomique. C'est pour cette raison que les rapports des institutions de Bretton-Woods sur l'économie marocaine estiment que le niveau du taux de change marocain est globalement en ligne avec les paramètres économiques fondamentaux.

III. Evolution des agrégats économiques et politique de change

Depuis son indépendance, le Maroc s'est engagé dans un processus de réformes structurelles visant l'amélioration de la situation économique. Les résultats de ces réformes ont été assez diversifiés. Ainsi, et jusqu'aux années 80, l'économie du pays était caractérisée par une forte emprise de l'Etat qui connaissait de grandes difficultés traduites par son insolvabilité vis à vis des institutions internationales.

L'évolution de la croissance économique au Maroc est caractérisée par une tendance assez volatile traduisant des hauts et des bas selon les variations des réalisations du secteur agricole qui a toujours été fort dépendant des conditions climatiques. Le taux de croissance a enregistré une moyenne de 3,97% entre 1980 et 2014. Par rapport à la politique de change, nous constatons que le Maroc a enregistré un niveau moyen de croissance supérieur à la moyenne de l'ensemble des régimes de change. Toutefois, la volatilité de cette croissance dans les régimes de change relativement flexible est inférieure à celle du Maroc. En effet, elle peut être expliquée essentiellement par la dépendance du Maroc au secteur agricole.

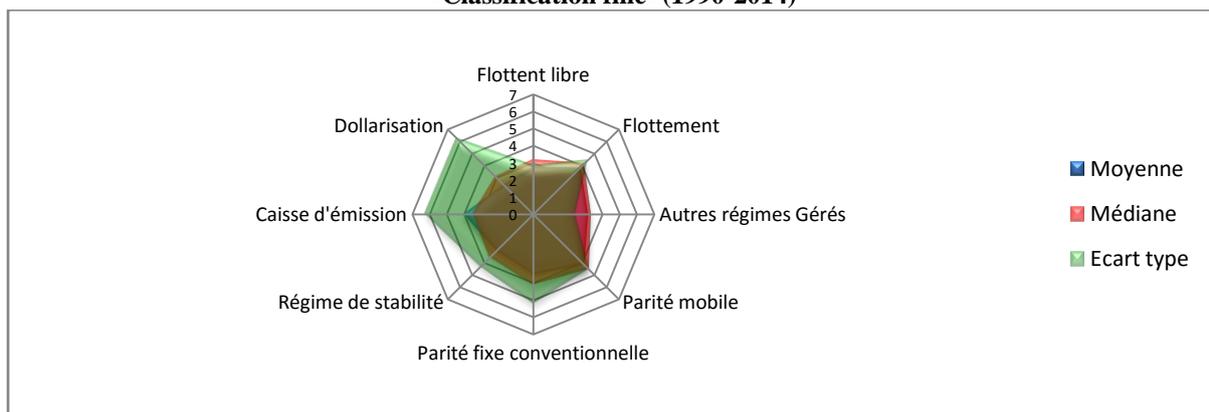
**Figure 2 : Niveau moyen et volatilité de la croissance
- Classification agrégée- (1990-2014)**



Source : FMI et Calcul auteur.

L'analyse par catégorie des régimes de change montre que la parité fixe conventionnelle, où le Maroc est classé, représente les niveaux moyens de croissance et de volatilité les plus importants. La figure 14 nous présente les niveaux de croissance moyens par sous-catégorie de régimes de change.

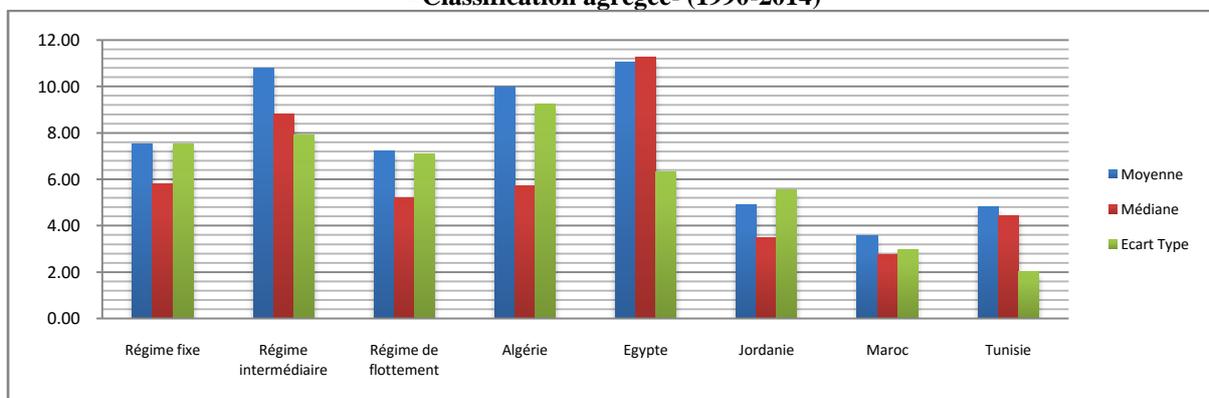
**Figure 3 : Niveau moyen et volatilité de la croissance économique et régime de change
-Classification fine- (1990-2014)**



Source : FMI et Calcul auteur.

Le niveau d'inflation au Maroc est liée essentiellement aux relations avec les partenaires commerciaux compte tenu de la structure de son économie. De fait, il s'agit d'une inflation importée étant donné l'importance accrue des importations et des exportations dans le panier moyen de consommation des ménages.

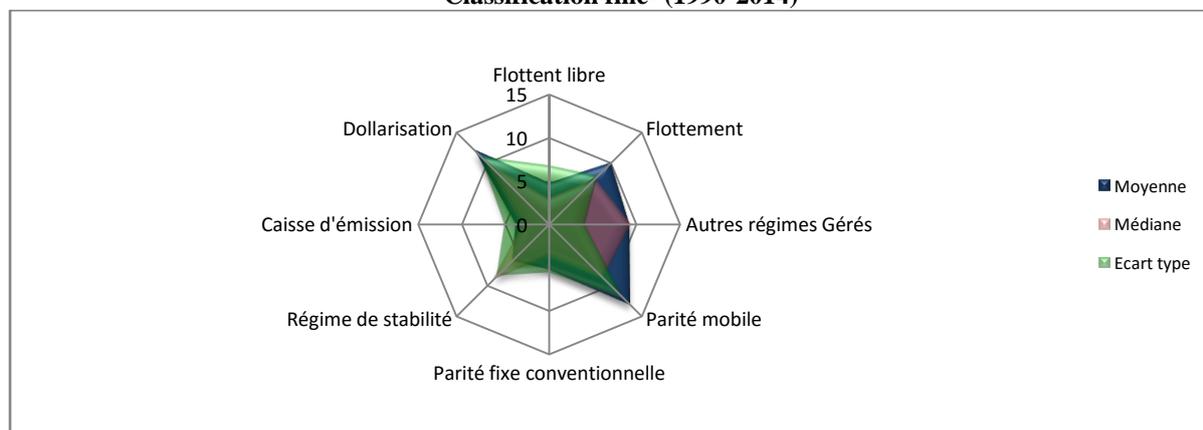
**Figure 4 : Niveau moyen d'inflation par régime de change
-Classification agrégée- (1990-2014)**



Source : FMI et Calcul auteur.

Dans un autre registre, la figure 16 nous montre que le Maroc enregistre des niveaux moyens d'inflation moins élevés que les trois types des régimes de change. Ainsi, le régime conventionnel de parité fixe adopté par les autorités monétaires marocaines est associé à la meilleure performance en termes de stabilité des prix comparativement aux autres catégories des régimes de change. La figure 17 ci-dessous illustre les performances en termes d'inflation pour la classification fine des régimes de change.

**Figure 5 : Niveau moyen d'inflation par catégorie de régime de change
-Classification fine- (1990-2014)**



Source : FMI et Calcul auteur.

En résumé, la considération du régime de change tel qu'il a été choisi par la banque centrale a permis d'enregistrer une inflation modérée, avec une croissance réelle relativement soutenue. Cette maîtrise de l'inflation traduit une tendance globale à la baisse observée à l'échelle internationale durant les deux dernières décennies. Toutefois, le niveau de la croissance est très vulnérable, à cause des considérations internes (L'agriculture et donc aux conditions climatiques) et aux pressions liées aux chocs exogènes. L'ajustement à ces chocs aurait pu être plus facile si les pouvoirs publics avaient opté pour des systèmes de change plus flottant, toutes choses étant égales par ailleurs.

IV. Analyse des facteurs motivants la reconsidération de la stratégie de change

L'évaluation de la performance macroéconomique du régime de change au Maroc nous a permis de constater que le régime conventionnel de parité fixe mis en place par les autorités marocaines a contribué à la préservation du pays contre les chocs externes et à stabiliser le niveau des prix et du taux de change effectif. Toutefois, la conjonction des facteurs internes, liés à un déficit qui ne cesse de se creuser et un niveau de réserves officielles de plus en plus inapproprié, et externes, marqués par un contexte de globalisation des flux de capitaux a rendu l'économie du pays de plus en plus exposée à des chocs exogènes et nécessite, à cet effet, une plus grande capacité d'ajustement.

Dans ce sens, nous nous intéressons dans ce qui suit à présenter l'ensemble des facteurs poussant les autorités marocaines à la flexibilisation du régime de change. Ces facteurs seront de nature à remettre en question la soutenabilité du régime de change actuel.

4.1 Une politique monétaire autonome et évolution des réserves de change mitigée

Dans un contexte mondial marqué par une intégration monétaire croissante, le cadre opérationnel de la politique monétaire a connu une refonte considérable. En effet, depuis les réformes des années 90, les autorités monétaires visaient la mise en œuvre d'une stratégie monétaire libérale d'inspiration monétariste tout en utilisant des instruments d'intervention plutôt indirects afin d'atteindre l'objectif final de la stabilité des prix.

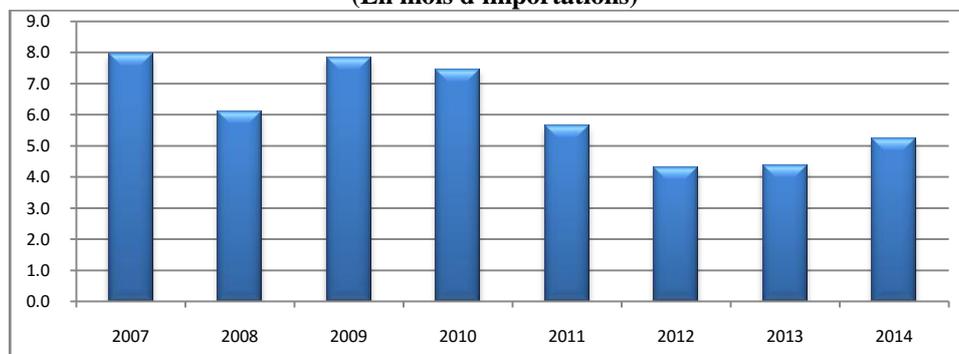
L'annonce des nouveaux statuts de BAM en 2006 a introduit des modifications conférant l'autonomie totale à la banque centrale en ce sens qu'elle sera habilitée à fixer les objectifs finaux et intermédiaires ainsi que les instruments de la politique monétaire. À l'image des Banques Centrales modernes, il a été réaffirmé clairement que l'objectif premier de BAM est de réaliser la stabilité des prix. Il s'agit d'un changement du cadre institutionnel de la politique monétaire qui est révisé en permettant aux autorités monétaires une plus grande indépendance dans la mise en œuvre de la politique monétaire afin d'assurer la stabilité des prix ce qui doit renforcer sa crédibilité.

Ainsi, les autorités monétaires ont délaissé les principes du monétarisme au niveau de l'objectif intermédiaire (un taux de croissance d'un agrégat de monnaie) pour le remplacer par une approche multicritères visant un ensemble d'indicateurs correspondant, aussi bien à l'économie réelle qu'à l'économie monétaire et

financière. L'objectif final de la politique monétaire est resté la stabilité des prix mais plutôt à travers un ciblage implicite de l'inflation.

D'un autre côté, l'examen du solde de la balance commerciale fait ressortir un déficit qui ne cesse de se creuser du fait de l'augmentation plus que proportionnelle des importations par rapport aux exportations. Ce déficit commercial s'accroît au niveau de la balance des paiements, limitant le niveau des réserves de change.

**Figure 6 : Evolution des réserves de change au Maroc 2007-2014
(En mois d'importations)**



Source : Données de la Banque Mondiale.

La figure 6 ci-dessus indique que les réserves de change en mois d'importation ont connu une baisse assez significative depuis le déclenchement de la crise financière en fin 2007. Cette baisse s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année 2013 en passant d'environ 8 mois d'importation à 4,3 en 2013.

Or, la littérature économique suppose que la soutenabilité des régimes fixes soit conditionnée par la détention d'un niveau de réserves assez important. Pareillement dans le cadre d'un régime conventionnel de parité fixe, les réformes du secteur financier entreprises lors des années 90 pour la libéralisation des mouvements des capitaux conjuguées à une plus grande indépendance à la politique monétaire conduiraient à la situation du triangle d'incompatibilité de Mundell.

V. Une libéralisation prudente et pragmatique du compte capital :

Depuis le début des années 80, les autorités monétaires marocaines se sont lancées dans un vaste programme de réformes portant sur la libéralisation de son système financier. Ce programme s'est initié dans le cadre d'une volonté pour le renforcement de l'insertion de l'économie marocaine dans l'économie mondiale. Dans ce sens, une panoplie de mesures pour l'ouverture du compte capital a été mise en place.

Ainsi, le Maroc a posé les premières bases de la libéralisation de son commerce extérieur avec le PAS. Ce programme s'est traduit par une ouverture progressive de l'économie marocaine sur l'extérieur offrant ainsi de nouvelles opportunités aussi bien en matière d'échanges commerciaux, qu'en matière d'investissements et d'attrait de capitaux étrangers.

Cette ouverture s'est trouvée davantage renforcée avec l'adhésion du Maroc d'abord au GATT en 1987, au statut du FMI en 1993, puis à l'OMC (qui succède au GATT) en 1994, instauration du marché de change en 1996 ainsi qu'avec la conclusion de l'accord d'association avec l'Union européenne puis d'une multitude d'accords de libre-échange (Etats-Unis, Turquie, Pays Arabes). L'octroi d'un statut avancé avec l'Union européenne viendra conforter cette stratégie d'ouverture et de libéralisation.

Dans ce sens, plusieurs autres mesures supplémentaires ont été mises en place de façon progressive et prudente. L'accent a été mis sur la maîtrise des préalables pour réussir la libéralisation (parachèvement du renforcement du secteur financier, maîtrise du déficit public, allègement du poids de la dette publique). L'objectif étant la consolidation de ce processus, particulièrement avec l'assouplissement du contrôle des changes pour les opérations courantes et le compte capital. Parmi ces mesures nous citons :

- L'assouplissement des conditions de placement des banques marocaines à l'étranger ;
- La libéralisation des placements en devises à l'étranger pour les banques, les entreprises d'assurances et de réassurances, les organismes de retraités et les OPCVM à hauteur de 10 % de leurs portefeuilles ;
- Mise en place d'instruments pour la couverture contre le risque de fluctuation des prix et des taux d'intérêt et du système des options de change pour la couverture contre le risque de change ;
- La libéralisation des IDE à concurrence de 50 millions de dirham par an (et à 100 millions par an pour les investissements en Afrique) ;
- La suppression de l'autorisation préalable pour le placement par les compagnies d'assurance de 5 % de leurs actifs à l'étranger ;

○ etc.

Selon la littérature économique, la mise en place de cette libéralisation du compte capital avec la présence d'un système de taux de change fixe et une politique monétaire autonome, se traduirait par la situation de la trinité impossible de Mundell.

VI. Evolution du régime de change : de jure versus de facto

L'analyse des discordances entre les déclarations et pratiques réelles de change se fera selon deux étapes. Nous procéderons tout d'abord à l'étude de la flexibilité de change pour déterminer le degré de flexibilité du taux de change. Ensuite, nous analyserons l'évolution de change pour définir les divergences par rapport aux pratiques réelles.

- **Examen de la flexibilité du taux de change :**

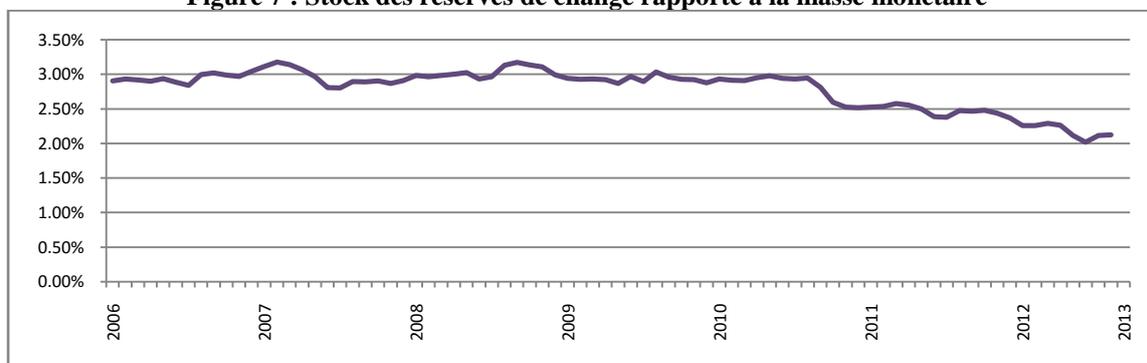
Afin d'approfondir notre analyse descriptive, nous allons essayer de mesurer le degré de flottement de la politique de change qui nous permettra de cerner les différences entre les déclarations et les pratiques en matière de gestion de taux de change. Pour ce faire nous ferons appel à deux principales démarches.

La première démarche proposée par Hausman, Panizza et Stein (2001) utilise trois indicateurs de flottements. Le premier étant le rapport entre le stock des réserves de change et la masse monétaire. Quand il tend vers 0 nous sommes en présence d'une flexibilité élevée. Les deux autres indicateurs sont les rapports entre les écarts-types du taux de change et notre premier indicateur (ratio du stock des réserves de change rapporté à la masse monétaire) et la volatilité du taux d'intérêt. Ils indiquent dans quelle mesure un pays utilise, respectivement, les réserves et le taux d'intérêt afin de stabiliser le niveau de change. La seconde démarche proposée par Wickham (2002) met le point sur les techniques graphiques et statistiques pour analyser le comportement des taux de change.

L'approche de Hausman, Panizza et Stein (2001) :

La figure 22 ci-dessous présente le rapport entre le stock des réserves à la masse monétaire. Nous pouvons voir clairement qu'une tendance baissière de ce rapport qui traduit une plus grande flexibilité de change. Ce ratio est passé de 3,18% à 2,29% entre 2005 et 2010 laissant suggérer une certaine tendance à la flexibilité dans la gestion de change.

Figure 7 : Stock des réserves de change rapporté à la masse monétaire



Source : IFS et calcul de l'auteur.

Afin de vérifier cette tendance à la flexibilité de change, nous allons appuyer les résultats du premier indicateur par un deuxième indicateur qui expriment le degré d'utilisation des réserves de change pour stabiliser le taux de change. Cet indicateur calculé comme le rapport des écarts-types des deux variables et indique la volatilité de change par rapport aux réserves de change. Le tableau 1 présente les valeurs de cet indicateur pour deux périodes.

Tableau 1 : Indicateur de volatilité relative du taux de change par rapport aux réserves

Pays	1990-2010	2000-2010
Maroc	0,88	0,83

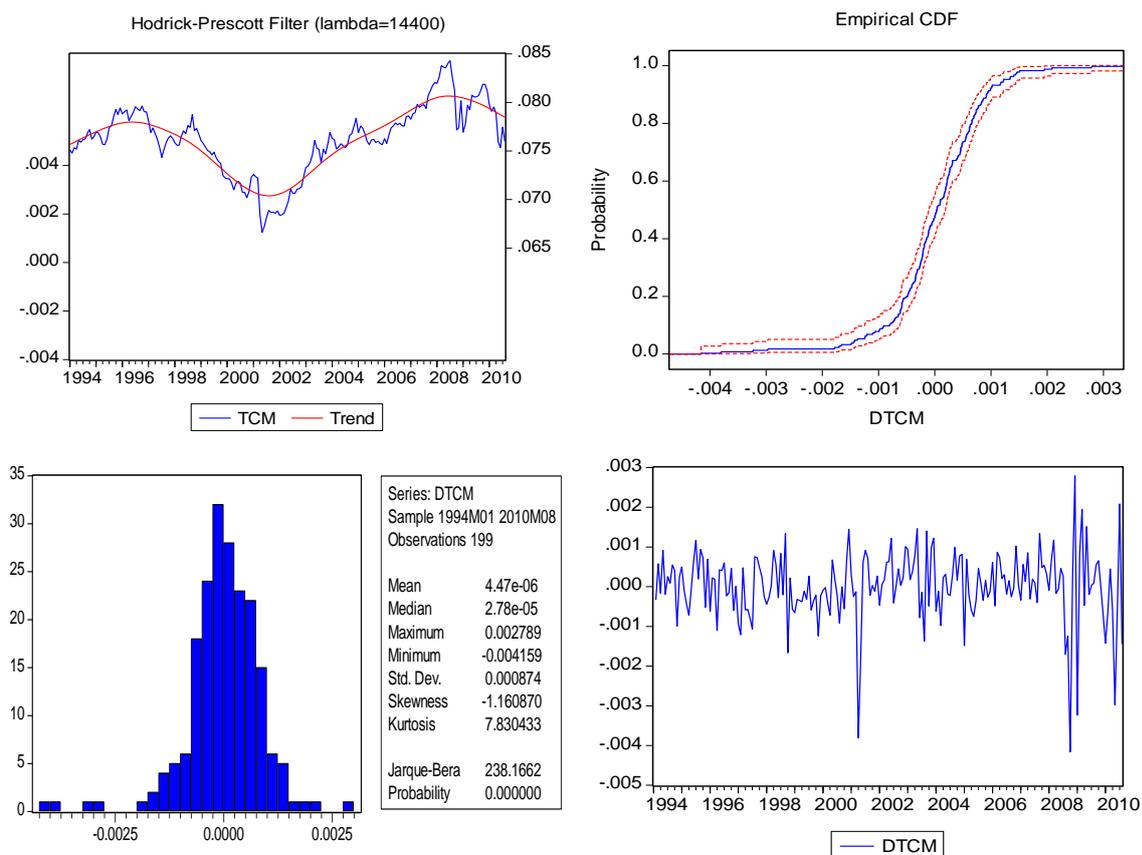
Source : IFS et calcul de l'auteur

Il en ressort que ce ratio est en parfaite décroissance par rapport aux deux périodes. Ceci exprime une plus grande tendance vers la flexibilité.

La démarche de Wickam (2002) :

Cette approche est à la fois une approche très intéressante et instructive. Elle s'intéresse plus aux techniques graphiques et statistiques pour étudier la conduite des taux de change par rapport aux principaux indicateurs influençant son comportement. Toutefois, elle nécessite l'utilisation des données de fréquence journalière dont nous ne disposons pas. Nonobstant, nous avons appliqué certains éléments de cette approche sur des données mensuelles du taux de change nominal par rapport au dollar sur la période d'entre 1990 et 2010. Les résultats sont présentés ci-dessous où le premier graphique représente l'évolution des taux de change en niveau et lissée par le filtre de Hodrick-Prescott. Alors que le deuxième illustre la variation ajustée des taux de change qui est déterminée par la différence première rapportée à la moyenne. La lecture de ces deux graphiques nous montre que les variations de change n'ont pas eu des grandes discontinuités dans leurs évolutions laissant penser à une transition au niveau de la politique de change.

Figure 8 : Propriétés statistiques du taux de change



Source : IFS et calcul de l'auteur

Le troisième et le quatrième graphique illustrent la distribution normale des variations ajustées et les fonctions de distribution (CDF) cumulatives. Le coefficient de Skewness (d'asymétrie de la distribution autour de la moyenne) indique le rejet de la distribution gaussienne. Ceci exhibe un caractère asymétrique. En plus, les taux de change présentent un caractère leptokurtique comme l'indique les valeurs calculées de la statistique de Kurtosis (mesure l'aplatissement de la distribution de la variable) qui laisse apparaître des problèmes de grossissement. Ce résultat à l'encontre de l'hypothèse d'une distribution normale est aussi appuyé par les valeurs de la statistique de Jarque et Bera (J-B) et ce, pour un seuil de significativité de 5%. Avec des probabilités nulles, elle permet de rejeter l'hypothèse nulle d'une distribution normale des fluctuations des taux de change.

Ainsi, la littérature économique a démontré que les résultats des taux de change des principaux pays industrialisés adoptant la flexibilité libre sont associés à une asymétrie et un aplatissement de la distribution de la variable. Or, nos résultats ne reflètent guère un tel comportement, ils indiquent que la distribution est étalée à droite. Alors que les valeurs du Kurtosis dépassent la valeur de la distribution normale qui est de 3. Ces résultats laissent plutôt croire que la flexibilité des politiques de change n'est autre qu'un comportement géré dans le cadre d'un régime administré qui ne cesse de s'accroître.

• **Analyse descriptive des pratiques de change :**

Pour l'analyse de l'évolution des pratiques de change des autorités marocaines, nous proposons une étude descriptive de la politique de gestion du taux de change par rapport à deux types de classifications. La classification de facto de Rogoff et Reinhart d'une part, et la classification de jure du FMI de l'autre part. Dans ce sillage, l'analyse de la classification agrégée de Rogoff et Reinhart des régimes de change de facto fait ressortir que le régime pratiqué par le Maroc est un régime fixe de rattachement du taux de change. Ceci traduit une conformité entre la classification de jure et de facto.

Ce résultat peut être appuyé avec le résultat du tableau 9 qui donne des informations sur le nombre de changements des régimes au cours de la période 1994-2012 ainsi que la direction de la transition des régimes de change vers d'autres. (Un nombre positif signifie qu'un pays se dirige vers un régime plus souple, tandis qu'un nombre négatif indique que le pays s'oriente vers une politique plus rigide).

Tableau 2 : Changement et informations sur la direction des régimes de change

Pays	Changement de régime	Direction	Pays	Changement de régime	Direction
Algérie	1	4	Turquie	2	0
Maroc	0	0	Lybie	1	0
Tunisie	3	-1	Egypte	5	0

Source : Ghanem, D., Bismut, C., « Choice of Exchange Rate Regime in MENA Countries », LAMETA

Université de Montpellier I, Juin 2013.

La lecture du tableau 2 ci-dessus montre que le Maroc est le seul pays n'ayant jamais modifié le système de change choisi initialement, l'Algérie et la Lybie ont changé leurs régimes seulement une seule fois tandis que l'Egypte, la Tunisie et la Turquie l'ont fréquemment modifié au cours de cette période, soit parce qu'ils avaient connu quelques crises (Egypte, Turquie) ou à cause de certaines circonstances économiques (Tunisie).

Dans cette perspective, pour approfondir notre analyse nous proposons d'étudier l'évolution des régimes de change selon les deux types de classifications fines. Ainsi, l'analyse de cette classification fine fait état d'une divergence entre les déclarations et les pratiques. Le tableau 3 indique que les autorités marocaines ont pratiqué un régime à bandes rampantes de plus au moins 2% tout en déclarant un régime de fixité conventionnelle.

Tableau 3 : Classification des régimes de change du Maroc²

FMI				RR			
1990	1	1999	1	1990	3*	1999	3*
1991	1	2000	1	1991	3*	2000	3*
1992	1	2001	1	1992	3*	2001	2*
1993	1	2002	1	1993	3*	2002	3*
1994	1	2003	1	1994	3*	2003	3*
1995	1	2004	1	1995	3*	2004	3*
1996	1	2005	1	1996	3*	2005	1*
1997	1	2006	1	1997	3*	2006	1*
1998	1	2007	1	1998	3*	2007	1*
1 Other conventional fixed peg arrangements				1* De facto Peg			
				2* De facto Crawling Peg			
				3* De facto Crawling Band that is narrower than or equal to +/-2%			

Source : Classification of Exchange Rate Arrangements à partir des données IFS et Rogoff et Reinhart (2007).

D'après notre analyse, nous pouvons voir clairement que les pouvoirs publics marocains persistent à pratiquer un système conventionnel de rattachement du taux de change par rapport à un panier de devises pondérées selon les partenaires commerciaux du pays. Cependant, selon certains économistes, les pratiques réelles de BAM indiquent que le rattachement ne semble pas être strict car il est limité par des marges. L'existence de ces marges indique que les autorités exercent « de facto » une politique de ciblage d'inflation qui évolue elle-même en fonction des périodes et des objectifs. Cette politique peut être menée de manière restrictive pour des objectifs de stabilisation ou de manière flexible pour faciliter et permettre les dévaluations

²La période étudiée s'arrête en 2007 en raison de la disponibilité des données de la classification de facto de Rogoff et Reinhart.

épisodiques. De même, l'observation de l'évolution statistique montre que les autorités monétaires ont toujours du chemin à parcourir pour l'adoption d'un régime de change plus flexible.

VII. Evaluation des pré-conditions structurelles et institutionnelles de la nouvelle stratégie de change

Il est généralement connu que le régime actuel de rattachement du taux de change a bien servi au Maroc, mais les autorités conservent leur objectif à moyen terme, qui est de passer à un régime monétaire et de change plus flexible. Ainsi, un consensus semble émerger entre l'ensemble des acteurs économiques sur l'opportunité du passage vers la flexibilité et le FMI (2010) affirme à ce titre que « les autorités monétaires marocaines disposent des moyens et des capacités nécessaires pour le passage à un régime formel de ciblage de l'inflation et de taux de change plus flexible ».

Dans une perspective d'avenir, certains économistes estiment que le moment est peut-être plus propice à une évolution de la politique de change. En particulier, les conditions préalables à l'adoption d'un régime de change plus flexible sont en grande partie réunies. Pour d'autres, malgré la popularité grandissante envers la flexibilisation des régimes de change, son adoption pose un certain nombre de questions, et reste l'objet d'un âpre débat dans la littérature académique. Au cœur de ce débat réside la question du cadre institutionnel de l'économie marocaine. En effet, pour être efficace, il est généralement admis qu'un ensemble de conditions institutionnelles doivent être satisfaites. Parmi ces conditions, on retrouve généralement trois ingrédients :

- Un marché de change suffisamment développé : comme étant un déterminant majeur de la valeur de la monnaie nationale;
- Une politique de gestion des réserves officielles adéquate : en tant que le meilleur filet de sécurité contre les attaques spéculatives et un gage de la capacité des autorités à lisser les fluctuations erratiques des taux de change;
- Une bonne stratégie de politique monétaire et un choix d'un ancre nominal : permettrait de réduire l'inflation et garantir une stabilité des prix reflétant une meilleure compréhension de la crédibilité des autorités monétaires.

Dans ce sillage, la littérature empirique sur les régimes de change nous enseigne que les pays choisissant de renoncer aux systèmes de rigidité en faveur des arrangements plus flexibles ont été généralement confrontés à plusieurs difficultés, notamment, des problèmes de mésalignement associés à une volatilité excessive de change, des déséquilibres externes et des pertes énormes allons jusqu'à l'épuisement des réserves officielles et une incapacité de garder les taux d'intérêt à des niveaux permettant la défense de la parité de change, fragilisant non seulement le système financier mais l'économie dans son ensemble. Selon Agénor (2004), la séquence et la manière dont doit s'effectuer la transition revêt une importance primordiale pour la réussite de celle-ci. Un consensus largement admis est alors que le mouvement vers un régime plus flexible doit se faire lorsque les conditions sont favorables³.

Nous nous intéressons dans ce qui suit à faire une évaluation des prérequis structurels et institutionnels pour la flexibilisation de change au Maroc afin de permettre la réussite de la transition et assurer les conditions optimales pour le bon fonctionnement d'un régime d'une plus grande flexibilité pour l'économie marocaine.

7.1 Les Prérequis macroéconomiques et financières

• Une politique budgétaire saine

Selon Mishkin (2004), le renforcement de la discipline budgétaire est considéré comme étant un préalable essentiel pour la flexibilisation du système de change. En effet, dans les économies caractérisées par des politiques budgétaires défailtantes et une monétisation du déficit budgétaire, les promesses des pouvoirs publics qui ont permis d'assurer un faible niveau d'inflation ne sont pas crédibles. Ces économies ont été marquées par un biais inflationniste qui provoque une inflation d'un niveau relativement plus élevée que celle qui est socialement optimale. De ce fait, le choix d'un régime fixe permet de fournir un ancrage nominal à la stratégie monétaire et inflige une discipline aux politiques économiques. Par ces effets, le système de fixité permet d'améliorer la crédibilité des autorités du pays d'ancrage.

Sargent et Wallace (1981) estiment que la conduite d'une politique budgétaire laxiste peut mener à l'émergence d'une arithmétique monétaire déplaisante. Cette dernière décrit l'influence des pouvoirs publics sur les autorités monétaires pour le financement monétaire d'une dette publique assez importante. Cette monétisation de la dette conduira à l'intensification des tensions inflationnistes et la dégradation de la crédibilité de la banque centrale. Dans le cas où les autorités monétaires ne cèdent pas aux pressions des pouvoirs publics, la situation peut mener à l'accentuation de la probabilité du risque de défaut de l'Etat.

³Sfia, M., « Régime de change : le chemin vers la flexibilité », MPRA papier n° 4085, 2007.

En outre, les travaux d'Amato et Gerlach (2002) montrent qu'une situation dégradée des soldes budgétaires peut entraîner une augmentation significative des prix administrés pour limiter les déficits publics. L'évolution des prix administrés représente généralement une proportion assez importante de l'IPC qui influence le niveau d'inflation et peut avoir également des conséquences non négligeables sur la compétitivité de l'économie et sur le niveau du taux de change.

Dans ce sillage, la situation des finances publiques au Maroc s'est nettement améliorée avec un déficit budgétaire global qui est passé de 7,3 % du PIB en 2012 à 5,5 % en 2013. Ce résultat a été le fruit de l'application d'un vaste programme de réformes qui visait en particulier à réduire les subventions tout en maîtrisant les salaires et les dépenses d'investissement. Toutefois, malgré cette performance, plusieurs experts mettent le point sur la nécessité d'amélioration de la position budgétaire avant l'abandon du régime d'arrimage vers un régime d'une plus grande flexibilité.

- **Un secteur financier développé**

Si une situation macroéconomique saine et stable est une condition nécessaire pour permettre un passage ordonné vers une plus grande flexibilisation du régime de change, aucun ne peut nier le rôle décisif que peut jouer le degré de développement du secteur financier et sa capacité à faire face et à gérer les flux de capitaux et à réagir face aux problèmes du financement externe. Selon Woo (2003), un secteur financier assez développé permettra la diversification des sources de financement des autorités et d'assurer une relation étroite entre les actions de la banque centrale et les taux d'intérêt des intermédiaires financiers, transmettant ainsi les impulsions de politique monétaire de manière efficace.

En effet, la littérature empirique faisant référence à l'expérience dramatique des pays, tels le Mexique (1994), les pays d'Asie du Sud-Est (1997), de la Russie (1998), le Brésil (1999) et de l'Argentine (2001), a mis en évidence la relation étroite qui existe entre le fonctionnement du système financier, et principalement le secteur bancaire, et l'éclatement des crises de change. La gestion du risque de liquidité, la supervision bancaire et le développement de nouvelles méthodes internes et des techniques de gestion du risque de crédit représentent des questions qui nécessitent une grande attention dans la mesure où ces techniques sont quasi-inexistantes dans un pays tel que le Maroc.

Le passage vers un système de change plus flexible demeure entravé par la présence d'un secteur financier peu développé, fragile qui reste essentiellement concentré et dominé par l'activité bancaire. Ainsi, la concentration de l'activité financière dans le secteur bancaire représente un grand risque pour l'économie dans son ensemble pour plusieurs raisons. La première est relative au fait que les banques s'intéressent généralement à un seul objectif évident qui est la recherche de profit. Cet intérêt peut les conduire à faire hausser de façon irresponsable leur offre de crédit sans prendre en compte le risque de la présence du danger des risques de crédits. De même, les institutions bancaires sont reliées par leur activité sur le marché interbancaire. Cela fait que toute incapacité de l'une d'entre elles à faire face à ses engagements peut provoquer la chute du système financier par des effets de contagion ou par un effet « boule de neige ».

Dans cette perspective, l'analyse du secteur financier marocain fait ressortir le fait qu'il est généralement marqué par une forte vulnérabilité qui se nourrit d'une volatilité excessive des financements extérieurs et d'une insoutenabilité des positions externes et des déficits budgétaires. De fait, et tout en partant de l'évidence que la solidité du système financier est une condition indispensable au bon fonctionnement d'un régime de change flexible, il faut dire que le marché financier marocain est considéré comme étant peu profond. Des taux d'intérêts qui sont généralement en défaut de leurs rôles dans la gestion de la liquidité et une relative absence de la gestion des risques représentent une réelle problématique et une entrave qui laisse le processus de passage vers plus de flexibilité en attente.

- **Gestion des réserves de change : un filet de sécurité face aux fluctuations erratiques**

D'après la littérature empirique, les pays choisissant d'abandonner la rigidité de leur régime de change en faveur d'un arrangement flexible ont été généralement confrontés à des problèmes de mésalignement de leur taux de change associés à des déséquilibres externes importants et un épuisement complet des réserves officielles. Ceci traduit une incapacité à défendre la parité de la monnaie nationale et peut fragiliser le système financier et exacerber des instabilités macroéconomiques.

Ainsi, l'intérêt porté à la gestion des réserves de change est motivé par le rôle majeur de « volant de prudence » permettant à la banque centrale de lisser les fluctuations erratiques des taux de change, garantissant ainsi, une sorte de filet de sécurité contre tous les éventuelles attaques spéculatives.

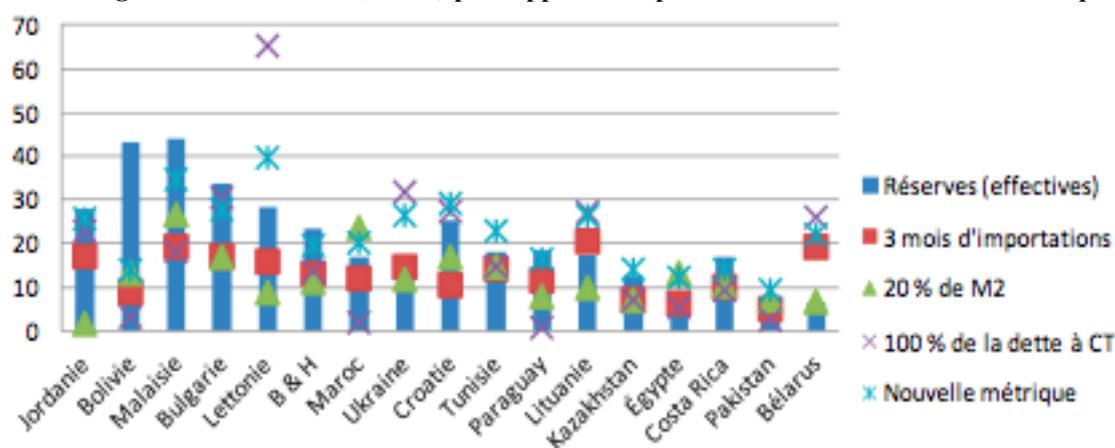
L'accumulation des réserves officielles peut être la première cible de la banque centrale lorsque le pays envisage un passage serein vers un arrangement plus flexible. D'après Agénor (2004), les phases initiales de transition sont souvent accompagnées de fluctuations excessives de change d'où la nécessité de détention des stocks de réserve assez importants pour faire face aux coûts de ces incidences macroéconomiques.

Toutefois, plusieurs économistes insistent sur le fait qu'une accumulation excessive au-delà des montants justifiés par des motifs d'assurance peut aussi traduire des signaux de déséquilibre de la structure macroéconomique du pays. Il peut se révéler comme étant comportant des coûts importants sur les bilans de la banque centrale, du système bancaire et l'inefficacité du système financier, ce qui peut nuire à l'efficacité du processus de stérilisation et causer des conséquences inflationnistes graves.

Dans cette perspective, l'estimation d'un niveau approprié ou optimal d'accumulation des réserves officielles a fait l'objet de plusieurs études qui insistent toutes sur la nécessité de prise en considération de certaines motivations préalables de détention des réserves afin de pouvoir élaborer une véritable norme quantitative, notamment en s'appuyant sur les enseignements des crises de change et les directives des instances internationales.

Pour l'économie marocaine, ceci n'étant pas en faveur d'une transition imminente puisque le niveau des réserves ont connu une évolution assez mitigée et ne permettent de couvrir que 4 mois d'importations en 2014 contre 12 mois en 2001 et ce suite aux répercussions de la crise récente. La figure 9 ci-après nous permet une évaluation de ces réserves par rapport à leur niveau adéquat. Si le volume des réserves est au-dessus de l'indicateur métrique, le niveau des réserves est jugé adéquat sur la base du repère établi pour les marchés émergents.

Figure 1 : Les réserves (%PIB) par rapport au repère d'évaluation de leur niveau adéquat



Source : FMI (2013).

Nous constatons que les réserves restent globalement à un niveau assez faible par rapport à leur niveau adéquat. Ils représentent environ 78% du repère établi par le FMI pour les réserves des marchés émergents. Ainsi, le succès d'une transition au Maroc doit impérativement être soutenue par une politique d'expansion des réserves de change notamment via la réalisation et le renforcement d'accords bilatéraux de change et ce en incluant les questions monétaires et de change dans son processus d'intégration régionale.

En effet, en l'absence d'un dispositif de coordination internationale du système financier, un processus de coopération régionale en matière des politiques monétaires et de change, à l'instar des expériences du SME et des accords de Chiang-Mai, serait d'une grande utilité pour l'économie marocaine. Selon Kamar (2005) la création d'un fonds publics régional arabe de liquidité représente un effort important pour garantir la sécurité régionale en cas de crise. Ce fond fournirait la liquidité nécessaire pour les pays membres éprouvant des déficits de court terme dans leur compte courant, afin de prévenir tout déséquilibre systématique qui pourrait se produire. L'économiste met l'accent sur la nécessité d'accompagner ce fonds par une structure indépendante de surveillance afin de suivre les politiques monétaires, de change et les systèmes financiers des pays partenaires.

VIII. Les Préconditions institutionnelles et opérationnelles :

- **Un marché de change suffisamment développé : déterminant majeur de la valeur de la monnaie nationale**

Selon plusieurs experts, la transition vers un régime plus flexible ne peut être faite sans la prise en compte des caractéristiques du marché de change. Ce marché doit être suffisamment liquide et efficace pour mieux expliquer l'évolution et la formation du taux de change.

En effet, le marché de change marocain a été créé en 1996 dans le cadre d'un processus global de libéralisation et de modernisation de l'économie. Il a marqué la fin du monopole de BAM dans la gestion centralisée des cours des devises. Désormais, le niveau du taux de change est déterminé par l'ensemble des intervenants dans l'activité de change et ce en fonction de l'évolution de l'offre et de la demande, tout en restant

à l'intérieur des bandes fixées préalablement. Aussi, plusieurs techniques de couverture contre le risque de change ont été introduites telles que celles qui se pratiquent sur les places financières internationales.

Toutefois, malgré ces avancées, le marché de change marocain reste très jeune et son fonctionnement est loin de remplir pleinement sa mission d'assistance aux entreprises pour améliorer leur performance sur les marchés extérieurs. La réglementation imposée et l'interventionnisme exagéré des autorités monétaires expliquent le caractère illiquide, le manque de profondeur et de transparence de ce marché.

Selon Duttagupta (2004), le système de fixité représente un déterminant majeur de ce défaut de liquidité car il renforce le rôle des autorités monétaires sur le marché de change en tant que principal intermédiaire de change. Ceci réduirait le rôle des différents intervenants de change ce qui baisserait l'activité dans les marchés au comptant et à terme. L'économiste estime que ces faiblesses devraient, suite à la mise en place d'un régime flexible, représenter un réel handicap pour la formation et la détermination des taux de change.

Dans ce sillage, le passage vers plus de flexibilité doit amener l'autorité monétaire à réviser la stratégie des interventions sur le marché monétaire des devises. La gestion formelle de change permet aux autorités de mettre en place des règles de gestion bien définies, facilitant l'atteinte d'un niveau de taux de change cible, alors que dans le cas d'une gestion discrétionnaire, les pouvoirs publics n'annoncent pas d'objectifs de change ni de règles d'intervention à utiliser. De manière générale, la flexibilité de change privilégie les interventions discrétionnaires afin de corriger les mésalignements de change, réduire la volatilité des cours et calmer l'agitation sur le marché.

De même, la banque centrale doit prendre en compte le degré de transparence qu'elle doit accorder à ses interventions. Ainsi, les conclusions de l'expérience empirique restent très mitigées sur ce sujet. Certains auteurs considèrent la transparence comme étant un outil d'amélioration de l'efficacité des interventions à travers une crédibilité accrue, tandis que d'autres auteurs la voient comme une entrave. Un consensus largement admis est qu'un minimum de discrétion est essentiel pour assurer aux autorités monétaires une longueur d'avance dans la mise en œuvre de sa politique de change alors qu'un certain niveau de transparence devrait permettre l'amélioration de leur crédibilité. D'après Sarno et Taylor (2001), certaines informations sur la stratégie d'intervention ne doivent pas être divulguées tels que le montant et le moment des interventions ou le choix des contreparties.

Certes, le Maroc a franchi de grandes étapes dans la libéralisation de change. Néanmoins, selon certains économistes, BAM devrait continuer son chemin de libéralisation en introduisant progressivement le flottement de change tout en se contentant d'un rôle de superviseur au lieu de régulateur du marché. Ce nouveau rôle de supervision nécessite un plus grand allègement de la réglementation de change.

- **Mise en place d'une stratégie monétaire et choix d'un ancrage nominal**

Il est généralement connu qu'en régime de change flexible, la politique monétaire constitue un puissant instrument d'ajustement de l'économie. L'explication réside dans l'indépendance de la masse monétaire de la situation de la balance des paiements. Ainsi, le contrôle de la monnaie dans le cadre de la politique monétaire est une condition fondamentale pour l'adoption d'un régime de change plus flexible. L'incertitude sur le niveau et la volatilité du change et des politiques économiques sous-jacentes par rapport au nouveau régime souple déstabilise intrinsèquement les attentes des agents économiques. Ceci peut provoquer beaucoup d'incertitudes aux agrégats macroéconomiques et peuvent contribuer à des doutes quant à la politique monétaire et le nouveau taux de change « d'équilibre ».

L'abandon du système d'ancrage de change crée ainsi la nécessité de remplacer le taux de change avec un autre point d'ancrage nominal et de redéfinir le cadre de la politique monétaire. Ces deux tâches nécessitent à la fois le renforcement des capacités et la crédibilité des autorités monétaires, et la planification à l'avance de la transition pour réussir une sortie ordonnée. Tandis que certaines banques centrales arrivent à maintenir des régimes flexibles sans avoir un point d'ancrage nominal formel (La Suisse et les Etats-Unis comme floteurs indépendants, et le Singapour sous un régime de flottement dirigé), les autres pays se retrouvent devant le fait que la viabilité de cette approche dépend du niveau élevé de la crédibilité des autorités nécessaire pour maintenir la stabilité des prix sans ancrage formel. Ce haut niveau de crédibilité est difficile à construire rapidement, surtout si un pays avait compté sur un ancrage du taux de change rigide jusqu'à la sortie. Pour préserver la confiance dans le cadre de la politique monétaire, un point d'ancrage nominal est très souhaitable.

A cet effet, l'adoption d'un ancrage nominal revient à confronter les bienfaits et les inconvénients des stratégies de politiques monétaires fondées sur le ciblage monétaire ou d'inflation. De manière générale, la tendance était, lors des années 70, orientée vers le ciblage monétaire où les autorités cherchaient à stabiliser l'inflation en visant des objectifs intermédiaires de croissance monétaire. Néanmoins, le succès très limité et les échecs répétés de cette stratégie ont conduit la majorité des pays à cesser ce type de ciblage pour fixer directement une norme d'évolution des prix. Ces pays se sont orientés vers les stratégies de ciblage d'inflation, étant donné la réussite de cette stratégie et de son efficacité en tant qu'ancrage nominal viable. Selon Jonsson (1999), l'avantage

majeur de ce type de ciblage est qu'il permet de maintenir un niveau d'inflation faible et stable avec, à terme, des gains et des bénéfices potentiels pour la croissance économique.

En outre, les experts des instances de Bretton-Woods estiment également que l'expérience des pays a démontrée que cette stratégie de ciblage de l'inflation a été appropriée pour les pays en développement marqués des capacités institutionnelles insuffisantes et choisissant la transition vers des taux de change plus flexible, alors que le ciblage monétaire peut servir de point d'ancrage nominal alternatif après la sortie de la fixité. Selon Khan (2003), une conclusion semble se dégager sur une cible d'inflation comme étant un point d'ancrage nominal plus fiable et efficace.

L'expérience nous montre que le passage vers un système de flexibilité impose à la banque centrale de renoncer au ciblage de change comme l'un des engagements de la stratégie monétaire choisie. Cette renonciation peut se faire de façon progressive avec la mise en place de marges qui pourront être élargies en fonction du degré d'atténuation des tensions entre les objectifs visés par les pouvoirs publics et aussi par rapport à l'objectif de la stabilité des prix. Désormais, l'adoption d'un nouvel ancrage nominal devient d'une très grande utilité pour contrecarrer aux effets déstabilisateurs de l'incertitude concernant le niveau et la volatilité du taux de change sur les anticipations du marché.

Au Maroc, le FMI avance que « le cadre monétaire marocain devra évoluer de manière à permettre le passage à un taux de change plus flexible ». L'adoption d'un ancrage nominal pour la politique monétaire, par exemple sous la forme d'un régime de ciblage de l'inflation, à la place du taux de change, assurerait l'indépendance monétaire et aiderait à maintenir un dosage de mesures plus adéquat, conjugué à un compte de capital plus ouvert »⁴.

Ainsi, la politique monétaire de BAM vise deux objectifs qui peuvent entrer en contradiction. Il est très difficile d'atteindre l'objectif de la stabilité des prix intérieurs avec en parallèle un engagement des autorités à soutenir la parité extérieure à travers le ciblage de change. Ceci est susceptible de remettre en cause la crédibilité des autorités étant donné que les régimes fixes subordonnent l'objectif de la stabilité des prix à la défense de la parité de change en provoquant une perte de l'autonomie de la politique monétaire. L'objectif de la politique monétaire marocaine s'est focalisé sur la stabilité des prix avec plutôt une stratégie de ciblage implicite de l'inflation traduisant une volonté politique à l'adoption d'une véritable stratégie de ciblage d'inflation dans le but de préserver la compétitivité du pays.

Dans ce sens, les conditions du ciblage d'inflation au Maroc sont plus que jamais réunies notamment avec l'indépendance de BAM, l'adoption d'une loi bancaire qui étend le champ de supervision de l'institut d'émission, l'amélioration des mécanismes de transmission de la politique monétaire et le renforcement du secteur financier, notamment le marché des capitaux, en vue de la rationalisation du système de financement et le maintien de la stabilité économique et financière.

Toutefois, il est à signaler que certains économistes estiment que BAM n'est indépendante que de jure. Ceci est confirmé par l'analyse de facto d'Arone et al. (2007) qui montre qu'elle est loin d'être indépendante avec un coefficient⁵ de 25%. S'agissant de sa transparence, un niveau raisonnable d'ouverture et d'obligation de rendre des comptes a été atteint. Néanmoins, pour assurer pleinement son rôle, de nouvelles mesures s'imposent quant à l'élaboration de modèles fiables d'analyse.

• Modèles de prévision développés

La flexibilisation de change augmente la vulnérabilité aux risques externes et les effets de bilans de l'ensemble des agents économiques. Ainsi, les échecs de la flexibilisation de change dans plusieurs pays se sont généralement produits en raison de plusieurs difficultés liées notamment aux déséquilibres macroéconomiques. A cet effet, une transition ordonnée exige une gestion attentive des risques de change et un examen minutieux de l'ensemble des informations disponibles pour la gestion du risque de change. Quantifier la nature et le degré du risque du flottement dans le secteur financier et non financier est considéré parmi les clés de la réussite d'une transition ordonnée dans la mesure où elle peut avoir une incidence sur le rythme de sortie, le type de flexibilité ainsi que sur les politiques officielles d'intervention.

L'une des conditions évidentes avancées par les récentes expériences des pays fait référence à l'efficacité et le développement des modèles macroéconomiques de prévision et de modélisation des dynamiques de la volatilité des taux de change mises en place. Dans ce sens, les pouvoirs publics doivent, au préalable, maîtriser les processus régissant le fonctionnement du marché de change qui interagissent dans la formation des taux de change. La capacité d'analyse et d'interprétation de l'information recueillie devrait être utilisée de façon efficace à travers une grande variété de techniques analytiques, de modèles économiques et de simulations de scénarios pour le processus de prise de décision concernant la stratégie à mettre en place pour faire face aux déséquilibres.

⁴Consultations de 2013 au titre de l'article IV du statut de l'FMI, Rapport du FMI No. 14/65, Mars 2014.

⁵Selon Arone et al. (2007), la valeur 100% étant parfaitement autonome.

L'analyse de la tendance globale des taux de change peut également être particulièrement décisive pour la détection des mésalignements et l'identification de la nature des chocs et donc pour la détermination du moment des interventions. En d'autres termes, les pouvoirs publics doivent disposer des capacités techniques d'analyser et de prévoir l'évolution du taux de change pour pouvoir orienter sa tendance au niveau ciblé. Cela suppose qu'ils disposent de données statistiques fiables et des outils analytiques puissants et ont une connaissance approfondie du processus de change.

En outre, pour réussir une transition ordonnée, les institutions de Bretton-Woods proposent de l'aide pour renforcer les capacités de prévision et d'analyse des politiques de la banque centrale dans la perspective d'un nouveau régime de politique monétaire, et apportent leur appui par la planification d'une assistance technique pour la résolution des questions opérationnelles que peut poser un régime de change plus flexible⁶.

IX. Flexibilisation du régime de change et performances macroéconomiques : quel rôle des préconditions?

L'échec des régimes intermédiaires lors des années 90 et l'effondrement de la caisse d'émission en Argentine ont poussé beaucoup des économies émergentes à adopter des régimes de flottement. Dans la plupart des cas, cette transition s'est imposée suite à des situations de crise. Les économies qui n'ont pas fait face à des attaques spéculatives, ont convergé vers ces régimes flexibles à la suite des pressions spéculatives exercées sur les marchés, des déséquilibres de la balance des paiements et des flux de plus en plus importants des capitaux étrangers.

Dans ce sillage, les pouvoirs publics marocains envisagent une transition vers un système de change de plus en plus souple. Toutefois, ils s'inquiètent de la manière de sortie de la fixité, car ils savent qu'une sortie ordonnée exige de bien se préparer, d'agir au bon moment et de pouvoir prendre appui sur un cadre macroéconomique solide.

Ni la littérature théorique ni les expériences passées du monde industrialisé et émergent n'ont pu apporter une réponse claire sur la façon dont doit s'effectuer la transition vers un régime de change plus flexible. Aucune des pré-conditions étudiées n'a été identifiée comme étant avoir joué un rôle fondamental dans les performances économiques des pays à régime de taux de change flottant.

Ainsi, les relatifs bons résultats en terme de performances macroéconomiques dans la majorité des économies émergentes ayant effectué leur transition, ont poussé à négliger l'importance des prérequis. Autrement, la réussite de ces régimes a laissé entendre que le respect des prérequis n'est plus une condition déterminante de l'efficacité et de la viabilité de cette stratégie de politique de change. C'est dans cette perspective qu'un courant de pensée économique réclame le passage direct vers la flexibilité.

En outre, le point commun entre ces pays fait révéler que la stratégie de flexibilisation de change s'insère dans le cadre d'un processus plus large qui vise la stabilisation de l'économie et l'instauration d'une véritable économie de marché. Le choix du bon régime de change n'est pas immuable, mais dépend des caractéristiques et particularités de chaque pays et évolue en fonction de l'environnement économique. Ainsi, est-il plus intéressant d'effectuer une transition directe du régime de change sans prendre en compte l'importance des prérequis nécessaires à cette dernière ? La littérature empirique présente deux approches pour la transition vers des régimes de change plus souples. L'approche graduelle et l'approche directe. Le choix dépend de plusieurs facteurs dont principalement le degré de développement des institutions et des marchés.

A cet effet, très peu de travaux se sont intéressés à la question spécifique du rôle des pré-conditions et de la sortie ordonnée vers les arrangements les plus flexibles. La majorité des études ayant traité cette question se sont focalisées sur les conditions de sortie sans pour autant faire la distinction entre les transitions ordonnées et désordonnées.

Collins (1996) a utilisé un modèle stylisé fondé sur les pertes perçues de désalignement du taux de change en régimes fixes par rapport aux régimes plus souples pour examiner les déterminants d'une sortie ordonnée vers les régimes les plus flexibles. En utilisant une spécification logit sur un échantillon de 24 pays d'Amérique Latine et des Caraïbes. Une autre étude intéressante sur le sujet est celle de Masson et Ruge-Murcia (2003). Ces deux auteurs ont essayé de mettre l'accent sur les déterminants de sorties des régimes de change en utilisant un modèle de chaîne de Markov. La nouveauté apportée par ce travail réside dans l'utilisation d'une variable temps pour le calcul des probabilités de transition ordonnée. Cette variable étant paramétré comme fonction non-linéaire des variables explicatives diverses proposées par la littérature. Les deux travaux concluent que les indicateurs fondamentaux (déficits du compte courant, l'inflation, etc.) ont souvent été associés à la transition vers les arrangements plus flexibles. Toutefois, les conclusions de ces deux études ne font aucune distinction les transitions ordonnées et désordonnées.

Pour se rapprocher de la question du rôle des conditions de sortie, les études d'Eichengreen et Masson (1998) et Eichengreen, al. (1999), soulignent que les sorties désordonnées sont généralement ceux entreprises

⁶ Consultations de 2013 au titre de l'article IV du statut de l'FMI, Rapport du FMI No. 14/65, Mars 2014.

dans des contextes marqués par les pressions spéculatives et l'existence des risques de crises. Les auteurs insistent sur le fait que les pays en difficultés n'hésitent pas à abandonner les arrangements rigides alors qu'ils fonctionnent encore bien, et envisagent seulement l'option de sortie en faveur des solutions plus flexibles pour éviter les conséquences nuisibles sur les fondamentaux macroéconomiques. En outre, Rebelo et Végh (2002) se sont intéressés à l'étude du moment optimal pour l'abandon des régimes fixes lors d'avènement de choc rendant la fixité insoutenable. En utilisant un modèle macroéconomique d'optimisation dans le cadre d'une petite économie ouverte, ils constatent que plutôt la rigidité est abandonnée après le choc, plus bien se comporterait l'économie.

Parmi les rares études ayant fait la distinction entre les sorties ordonnées et désordonnées, on trouve celle de Detragiache, Mody et Okada (2005). En utilisant la spécification de logit multinomiale, les auteurs ont tenté d'examiner les conditions de sorties à destination et en provenance des régimes fixes. Ainsi, les économistes ont estimé la différence entre les sorties ordonnées et désordonnées en intégrant la variable « durée » et en posant la contrainte de « non sortie » dans la situation de référence. Les conclusions du modèle indiquent que les circonstances de sorties ordonnées et désordonnées sont globalement similaires. Un autre travail de Duttagupta et Otker-Robe (2003) ayant utilisé la même spécification a abouti à des conclusions tout à fait différentes. Les résultats soutiennent que les sorties désordonnées sont généralement précédées par la détérioration des fondamentaux économiques et financiers.

Dans le même sens, le travail de Irene Andreou (2009) a tenté d'estimer les effets des différentes variables macroéconomiques sur les conditions de sorties ordonnées et désordonnées de régimes de fixité. Ce travail utilisant la méthode logit binaire conclut qu'un taux de croissance sain, une inflation modérée et un taux d'intérêt relativement bas augmentent la probabilité de la survenue des sorties ordonnées. Tandis que l'existence d'un secteur financier (crédit intérieur) peu profond et illiquide tend à mener vers une sortie désordonnée. L'auteur ajoute que le rôle de la variable de la durée semble être particulièrement important et mérite une enquête plus approfondie.

Dans cette optique de recherche, une idée semble avoir l'unanimité : estimer que, ni la théorie, ni les expériences internationales n'offrent de réponses universelles sur ce qui peut être considéré comme la meilleure façon de mener une transition ordonnée vers plus de flexibilité. Ce qui est peut-être important, c'est qu'il est préférable pour un pays de saisir l'opportunité d'une situation relativement stable pour l'adoption d'une plus grande flexibilité et ne pas attendre une crise pour le faire.

X. Conclusion

L'analyse menée nous a permis de voir clairement que les pouvoirs publics marocains persistent à pratiquer un système conventionnel de rattachement du taux de change par rapport à un panier de devises pondérées selon les partenaires commerciaux du pays. Cependant, selon certains économistes, les pratiques réelles de BAM indiquent que le rattachement ne semble pas être strict car il est limité par des marges. L'existence de ces marges indique que les autorités exercent « de facto » une politique de ciblage d'inflation. De même, l'observation de l'évolution statistique a montré que les autorités monétaires ont toujours du chemin à parcourir pour l'adoption d'un régime de change plus flexible.

Le passage vers plus de flexibilité n'est pas sans risque, il serait accompagné par des entrées massives de capitaux étrangers attirées essentiellement par les anticipations d'appréciation de la monnaie domestique et du différentiel du taux d'intérêt. Ceci conduirait à une situation de surliquidité bancaire et une croissance excessive des réserves provoquant de plus grandes tensions inflationnistes et un accroissement des fragilités financières et du risque de change. De plus, les actions des autorités monétaires pour le maintien du taux de change à l'intérieur des marges vont mener à des disparités dans la perception des agents au risque de change.

Il est indispensable de signaler qu'aucune politique de change n'est en elle-même une protection contre les fragilités financières. Il est désormais indispensable que toute décision relative à la politique de change d'un pays soit prise en accord avec la vision globale des objectifs du pays à moyen et long terme. Dans ce sens, la réussite d'un régime d'arrimage est conditionnée par l'appui de plusieurs politiques et de mesures d'accompagnement qui peuvent être mises en avant pour réussir une meilleure transition.

D'autres mesures s'avèrent nécessaires pour faire face aux difficultés liées aux problèmes de mésalignement associés à la volatilité excessive de change et des déséquilibres externes. Pour cela nous pensons que nos bandes de fluctuations glissantes doivent être masquées. La gestion de change nécessite une grande discrétion, car toute action à l'avance peut entraîner des anticipations et des spéculations. Elle permettra suffisamment d'indépendance à la politique monétaire et l'utilisation de ces instruments pour des raisons anticycliques pour faire face à toute volatilité excessive des flux de capitaux. D'un côté, le renforcement de la discipline budgétaire est considéré comme étant un préalable essentiel pour la flexibilisation du système de change dans la mesure où il permet la stabilisation des prix et d'asseoir un bon climat pour le développement du secteur privé. D'un autre côté, une politique monétaire adéquate constitue un puissant instrument d'ajustement de l'économie car le contrôle de la monnaie qu'elle impose est une condition primordiale pour l'adoption d'un

régime plus flexible. Ainsi, le renforcement de la coordination de ces deux politiques représente une condition essentielle pour la réussite d'une telle stratégie de change.

La crédibilité de la politique de change intermédiaire doit également être soutenue par de larges réserves de change. Pourtant le maintien de grands stocks de réserves est assez coûteux. L'alternative pour augmenter le potentiel des réserves que nous proposons pour le cas du Maroc est l'engagement dans des initiatives de coopérations de change. De même, la mise en place des mesures nécessaires pour le développement du système financier et l'amélioration de la microstructure du marché de change pour permettre une meilleure gestion des risques de change. Aussi, une politique d'accumulation des réserves peut être efficace pour assurer la soutenabilité d'un régime d'arrimage. La mise en place d'un processus de coopération régionale en matière de politique monétaire et de politique de change, à l'instar des expériences du SME, serait d'une grande utilité pour l'économie marocaine.

Bibliographie

- [1] Abdallah, A., « Taux de change d'équilibre pour les PED : Cas du Maghreb », Erudite Paris XII Val de Marne, 2003.
- [2] Abdelouahab, M., Z., « Crises de change contagieuses et régimes de change : Quelles leçons pour les Economies Emergentes du MENA? », Colloque international Ouverture et Emergence en méditerranée, Rabat, 17-18, 2008.
- [3] Aglietta, M., « Macroéconomie Financière », Coll. Repères, La Découverte, 2001.
- [4] Allegret, J., P., « Les Régimes de change dans les pays émergents : Quelles Perspectives pour le XXI^{ème} siècle ? », Vuibert, Juillet 2005.
- [5] Aloui, C., Sassi, H., « Régime de change et croissance économique : Une Investigation Empirique », *Économie Internationale* 104, P. 97-134, 2005.
- [6] Bailliu, J., Murray, J., « Exchange Rate Regimes in Emerging Markets », *Bank of Canada Review*, 2003.
- [7] Baldwin, R., P. Krugman, « Persistent Trade Effects Of Large Exchange Rate Shocks », *The Quarterly Journal Of Economics*, N° 104(4), November 1989.
- [8] Ben Abdallah, M., Drine, I., « Taux de change réel et fluctuations économiques : cas de la Tunisie », 3^{ème} rencontre Euro-Méditerranéennes, Nice, 1999.
- [9] Bleaney, M., Francisco, M., « Exchange Rate Regimes, Inflation and Growth in Developing Countries – An Assessment », *The B.E. Journal of Macroeconomics* 2007.
- [10] Benassy-Quéré, A., « Régimes et Politiques de Change en Asie », *Economie Internationale*, 1996.
- [11] Bouoiyour, J., Marimoutou, V., Rey S., « Taux de change réel d'équilibre et politique de change au Maroc : Une Approche non Paramétrique », *Économie Internationale*, 2004.
- [12] Bradford, J., C., « Prioritizing Economic Growth: Enhancing Macroeconomic Policy Choice », UNCTAD, G-24 Discussion Paper Series No. 37, 2005.
- [13] Broda, C., Tille, C., « Coping with Term-of-Trade shocks in Developing Countries », *Federal Reserve Bank of NY, Current Issues in Economics and Finance* n° 9/11, 2003.
- [14] Bubula, Ötker-Robe, « The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990: Evidence from de Facto Policies », FMI, 2002.
- [15] Calvo, G., Reinhart, C., M., « Fear of Floating », *Nberwp* 7993, 2000.
- [16] Diop, M., B., « Régimes de change et Bien-être : une approche par un modèle DSGE », *Direction de l'Appui au Secteur Privé (DASP)*, 2009.
- [17] Diop, M., B., Fall, A., « La problématique du choix du régime de change dans les pays de la CEDEAO », WP20 de la Direction de la Prévision et des Etudes Economiques, 2011.
- [18] Esmak, H., Firanou, Z., « Exchange Regime Choice with Multinomial Panel Data: Case of the North African Countries », *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 4, No. 4, pp.745-757, 2014.
- [19] FMI, Consultations de 2013 au titre de l'article IV du statut de l'FMI, Rapport du FMI No. 14/65, Mars 2014.
- [20] Kamar, B., « Politiques de change et globalisation : le cas de l'Egypte », le Harmattan, 2005.
- [21] Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F., « Classifying exchange rate régimes: deeds versus words », *European Economic Review*, 2005.
- [22] Rault, C., Drine, I., « Fluctuations de change et performances économiques », *Forthcoming In Brussels Economic Review*, 2010.
- [23] Sfia, M., « Le Choix du régime de change pour les économies émergentes », *Daly MPRA WP* n° 4075, 2007.
- [24] Sfia, M., « Régime de change : le chemin vers la flexibilité », *MPRA papier* n° 4085, 2007.