

Quelle politique de change pour le Maroc dans le contexte de l'euro ?

Dans le présent papier, nous nous proposons d'étudier, dans un premier temps, l'évolution de la politique de change et de la cotation des devises mise en œuvre par les autorités monétaires marocaines depuis l'indépendance jusqu'à la création de l'euro, le 1^{er} janvier 1999, pour essayer ensuite, dans un deuxième temps, d'en apprécier les résultats et discuter enfin, dans un troisième et dernier temps, les politiques de change possibles pour le Maroc dans le contexte de l'euro.

Lahcen Oulhaj

Université Mohammed V-
Agdal, Rabat.
(loulhaj@wanadoo.fr)

I. Politique de change du dirham antérieure à l'euro

Le dirham marocain (MAD) a été créé le 17 octobre 1959, trois ans après l'indépendance du pays. Cette création a été accompagnée d'une dévaluation du franc marocain, monnaie en cours jusque-là, pour obtenir la parité (un MAD contre un FF) à la suite de la dévaluation qui avait accompagné la création du nouveau franc en 1958. La valeur du MAD a été fixée à 175,706 mg d'or.

On sait que, jusqu'en 1971, on était dans les régimes fixes, et le MAD était accroché au FF. Mais à partir de cette année, le FF s'était mis à flotter, et il s'était avéré peu stable ; ce qui s'était répercuté sur le MAD qui s'était mis à fluctuer au gré du FF. Comme les fluctuations étaient fortes, le MAD a été décroché du FF, le 17 mai 1973, pour être défini par un panier de devises comprenant les monnaies des principaux partenaires commerciaux du Maroc, pondérées chacune par le poids de chaque pays concerné dans les échanges du pays. Le MAD passa ainsi d'un régime de change fixe à un régime de flottaison (ou plutôt de régime fixe ajustable) administré ou dirigé (managed, disent les anglo-saxons), après un court intermède de flottaison libre.

Les aspects techniques de ce régime toujours en cours sont maintenus centralisés et secrets. Ce régime lie en pratique le MAD au FF dans la mesure où le poids de cette dernière monnaie est élevé et, surtout, où les valeurs des différentes devises dans le panier sont les cours donnés quotidiennement par le marché des changes de Paris.

Les pressions sur le MAD antérieures à l'instauration de ce nouveau régime continuèrent néanmoins après. C'est ce qui explique qu'une prime

de change de 5 % a été instituée le 30 juillet 1973 au bénéfice des TME (travailleurs marocains à l'étranger). Puis une seconde prime de change a été attribuée, le 5 juin 1978, aux seuls travailleurs marocains en France, sur la base d'un MAD contre un FF. Les primes de change furent supprimées le 31 décembre 1980. Mais, auparavant, le 23 septembre, les poids des différentes devises dans le panier de cotation furent modifiés pour tenir compte, dit-on, de l'évolution de la répartition géographique du commerce extérieur du Maroc.

Voici les poids dans le panier des différentes devises retenues en 1973 et 1980 :

| Devise | Poids en 1973 | Poids en 1980 |
|--------------------|---------------|---------------|
| FF | 38 % | 25 % |
| USA\$ | 15 % | 32 % |
| Peseta espagnole | 15 % | 15 % |
| Lire italienne | 08 % | 05 % |
| £ | 08 % | 08 % |
| DEM | 07 % | 07 % |
| Franc suisse | 04 % | 02 % |
| Franc belge | 03 % | 04 % |
| Florin néerlandais | 02 % | 02 % |

Les parts des différents pays concernés dans les importations (premier pourcentage) et dans les exportations (second pourcentage) du Maroc sont en 1973 et en 1980 :

| Pays | Parts en 1973 | | Parts en 1980 | |
|-----------------|---------------|------------|---------------|------------|
| France | 45,7 | 48,6 | 42 | 40,5 |
| USA | 15,7 | 01,4 | 11 | 02,2 |
| Espagne | 07 | 07 | 14 | 09,4 |
| Italie | 07 | 10 | 09,6 | 09 |
| Grande Bretagne | 04,3 | 07 | 05 | 06,6 |
| Allemagne | 11,4 | 14,3 | 09,8 | 13 |
| Suisse | 00 | 00 | 01,4 | 02 |
| Belgique | 04,3 | 05,7 | 03,5 | 08 |
| Hollande | 04,3 | 05,7 | 04 | 09,5 |
| Total | 100 | 100 | 100 | 100 |

On relève ainsi que, contrairement à ce qui a été dit, les modifications apportées en 1980 au panier de devises définissant le MAD n'étaient pas dues à l'évolution des parts des différents pays concernés dans le commerce

extérieur du Maroc et que d'autres considérations ont dû intervenir dans ces modifications. On constate aussi que la constitution du panier en 1973 n'a pas été faite exclusivement en fonction de ces parts dans les échanges extérieurs du Maroc.

En tout cas, les autorités marocaines ont entamé en 1980 un processus graduel de dévaluation du MAD qui s'acheva en 1985. Le MAD passa ainsi de 0,23 \$ (contre 1 MAD) en 1980 à 0,10367 en 1985, enregistrant ainsi une perte de près de 55 % de sa valeur par rapport au dollar américain au cours de la période 1980-1985.

En 1990, des pressions continues sur la balance des paiements conduisirent les autorités à effectuer une nouvelle dévaluation du MAD de plus de 11 % par rapport au FF.

En janvier 1993, la convertibilité du MAD au titre des transactions courantes (telle que définie par l'article VIII des statuts du FMI) est établie ; et, au cours de cette année s'est renforcée la libéralisation des transactions en capital, surtout pour les non-résidents, posant ainsi les premiers jalons d'un marché de devises.

En juin 1996, un marché de change interbancaire est créé, mettant fin à l'obligation de cession des devises à la Banque centrale, obligation à laquelle s'est substituée celle de les céder aux banques commerciales. « Dans le cadre des règles prudentielles accompagnant la mise en place de ce marché, et en vue de limiter le risque de change potentiel encouru par les banques, le niveau maximum autorisé des positions de change a été fixé selon le rapport pour l'exercice de 1996 de la Banque centrale, à 20 % des fonds propres nets pour les positions globales nettes, longues ou courtes, et à 7 % pour les positions en chaque devise. » Les banques négocient désormais librement les cours des devises avec leur clientèle, à l'intérieur des taux limites fixés par l'Institut d'émission.

Le marché des changes a connu depuis sa création un développement appréciable des transactions tant au comptant qu'à terme, aussi bien pour les transactions en devises contre dirhams que pour les transactions en devises contre devises. Selon le rapport annuel de la Banque centrale pour 1997, les transactions en devises contre devises au comptant, portant essentiellement sur le franc français, le dollar et le deutschmark avec les banques étrangères s'élèvent quotidiennement à 193 millions de MAD, en moyenne. Les opérations à terme (de deux mois en moyenne) en devises contre dirhams sont passées mensuellement de 93 en juin 1996 à 415 millions de dirhams en 1997.

II. Essai d'appréciation des résultats de la politique de change

Nous allons, dans un premier temps, nous intéresser à l'évolution du cours nominal du dirham avant de voir, dans un deuxième temps, son évolution réelle, pour discuter enfin le régime de cotation des devises appliqué par la Banque centrale du Maroc.

1. Evolution nominale du dirham marocain

Globalement, sur toute la période 1980-1998, le dirham a perdu, par rapport au franc français, 42 % de sa valeur nominale, soit une baisse annuelle moyenne de 3 %. Par rapport au dollar US, la baisse globale est de 53 %, et la dépréciation annuelle moyenne est de 4,1 %. On relève le même ordre de dépréciation par rapport au franc belge. A l'égard de la livre sterling, ces deux chiffres sont, respectivement, de 33,3 % et 2,2 %. Pour le mark allemand, ils sont de 63 % et 5,4 %, pour le florin hollandais, la baisse du dirham est moindre, et à l'égard du franc suisse et surtout du yen nippon elle est beaucoup plus grave. Elle est cependant légère par rapport à la lire italienne et à la peseta espagnole.

| Devise | Dépréciation nominale du dirham à son égard sur 1980-1998 | Dépréciation annuelle moyenne |
|-------------------|---|----------------------------------|
| Franc français | 42 % | 3 % |
| Dollar US | 53 | 4,1 |
| Livre sterling | 33 | 2,2 |
| Mark allemand | 63 | 5,4 |
| Florin hollandais | 58,7 | 4,8 |
| Franc suisse | 70 | 6,45 |
| Franc belge | 54 | 4,2 |
| Yen nippon | 76 | 7,7 |
| Lire italienne | 17 | 1 |
| Peseta espagnole | 16 | 0,96 |

On voit ainsi que les chutes nominales les plus importantes ont eu lieu pour le dirham à l'égard du mark, du franc suisse et surtout du yen. Les moins importantes ont eu lieu par rapport à la livre sterling et surtout à l'égard de la lire italienne et de la peseta. Notons aussi que toutes ces baisses nominales du dirham ont eu lieu surtout au cours de la période 1980-1990, si bien que la dépréciation du dirham entre 1990 et 1998, par rapport au franc français par exemple, n'a été que de 4,7 %, soit une baisse annuelle moyenne de 0,6 %.

Considérons maintenant le panier de devises sur la base duquel les devises sont cotées par la Banque centrale. La valeur de ce panier est passée en dirhams de 4,3 en 1980 à 7,62 en 1998. Inversement, la valeur du MAD en panier est passée de 1 à 0,609, c'est-à-dire que le dirham a perdu sur toute la période et par rapport au panier 39 % de sa valeur, soit une baisse annuelle moyenne de 2,7 %. Notons là aussi que l'essentiel de la baisse a eu lieu d'abord entre 1980 et 1985 (38 %), puis en 1990 (8 %). Entre 1990 et 1998, la baisse n'a été par conséquent que de 1,86 %, soit une dépréciation annuelle moyenne de 0,23 %.

2. Evolution du taux de change réel du dirham

Le Maroc a connu de fortes pressions inflationnistes au cours de la période 1970-1980, si bien qu'une dépréciation nominale du dirham n'a pas suffi pour empêcher une appréciation réelle estimée à quelque 16 %. Sur la période 1980-1998, l'inflation n'a pas été aussi forte, et deux grandes dévaluations ont eu lieu en 1980-1985 puis en 1990. Nous pouvons donc affirmer sans risque de nous tromper qu'il y a eu aussi dépréciation réelle du dirham au cours des années quatre-vingt. En a-t-il été de même pour la période 1991-1998 ? Considérons pour cette période les taux de dépréciation nominale annuelle moyenne du dirham ainsi que les taux d'inflation au Maroc et dans certains pays concernés par le panier de cotation de la Banque centrale.

| Pays | Taux d'inflation annuel moyen pour 1990-1995 | Dépréciation nominale du MAD à l'égard de sa monnaie 1990-1998 | Différentiel d'inflation par rapport au Maroc (- 4,5 %) |
|-------------|--|--|---|
| France | 2,4 % | 0,6 % | 2,1 |
| Etats-Unis | 3,2 | 1,74 | 1,3 |
| Allemagne | 3,3 | 1,32 | 1,2 |
| Royaume-Uni | 4,4 | 0,0 | 0,1 |
| Italie | 6,4 | - 3,04 | - 1,9 |
| Japon | 1,3 | 5,14 | 3,2 |

Par rapport au franc français, la dépréciation nominale du dirham de 0,6 % par an n'a pas suffi à résorber le différentiel d'inflation qui a été de 4,5-2,4, soit 2,1 % en moyenne. On peut donc dire que le dirham s'est apprécié réellement par rapport au franc français durant cette période. Est-ce pour enrayer la forte dépréciation réelle de la décennie 1980-1990 ou est-ce pour encourager les importations de biens d'équipement nécessaires à l'investissement et les envois des travailleurs marocains en France ?

Par rapport au dollar américain, on constate que la dépréciation nominale est supérieure au différentiel d'inflation entre les Etats-Unis et le Maroc. Il y a eu par conséquent une légère dépréciation réelle du dirham à l'égard du dollar. On peut affirmer la même chose à l'égard du mark allemand. Le dirham est resté nominalement stable par rapport à la livre sterling dans la mesure où le différentiel d'inflation entre le Royaume-Uni et le Maroc est presque nul. Une très légère appréciation réelle du dirham à l'égard de la livre a néanmoins eu lieu. Pour ce qui concerne la lire italienne, l'inflation ayant été plus forte en Italie de presque 2 points, le dirham s'est apprécié nominalement par rapport à la lire, mais dans une proportion plus grande que ne le permettait le différentiel d'inflation, si bien qu'on peut dire que le dirham s'est globalement et réellement apprécié par rapport à la lire. Concernant finalement le yen japonais, on relève une dépréciation nominale

du dirham beaucoup plus forte que le différentiel d'inflation, c'est-à-dire finalement une dépréciation réelle du dirham par rapport à cette devise.

3. Analyse du mécanisme marocain de cotation des devises

Il a déjà été précisé que les cours quotidiens du dirham sont calculés en fonction des cours du franc français déterminés sur le marché des changes de Paris et selon la valeur du dirham donné par le panier de devises suivant valable depuis 1980 : 0,25 FF + 0,32 \$ + 0,15 peseta + 0,05 lire italienne + 0,08 £ + 0,07 DEM + 0,02 F suisse + 0,04 F belge + 0,02 florin. Ce mécanisme est resté secret, et on ne sait pas si ces coefficients s'appliquent aux valeurs des différentes devises ou aux variations de ces valeurs, ni en quel étalon. Est-ce le dollar USA ou le franc français ? En tout cas, quel que soit l'étalon retenu, cela reviendrait à considérer une variation dans un sens deux fois dans l'absolu : la variation du franc par exemple par rapport au dollar et la variation du dollar par rapport au franc. Les deux variations s'annulent, mais comme les coefficients ne sont pas égaux, c'est l'évolution du dollar par rapport au franc qui l'emportera pour le dirham.

Ne cherchons pas à pénétrer le secret dont la Banque centrale du Maroc est jalouse pour des raisons de prévention de la spéculation que l'on comprend parfaitement. Contentons-nous d'une analyse rétrospective à la portée de tout économètre et procédons à trois régressions multiples et analysons-en les résultats.

a. Variation de la valeur en dollar du dirham en fonction des variations des valeurs en dollar des autres devises

La première régression que nous avons faite est celle de la variation du cours en dollar du dirham en variations des cours en dollar des devises du panier, exception faite du dollar étalon, mais en introduisant le yen qui ne fait pas partie du panier. Les résultats sont comme suit (selon *Statistica*).

La valeur de p est de 0,01644. Comme $p < 0,05$, on peut dire qu'il existe une relation statistiquement significative à 95 % de confiance entre les variations du MAD et celles des autres devises considérées. $R^2 = 0,85$, cela veut dire que le modèle estimé explique 85 % de la variance de la variable dépendante retenue. Le Durbin-Watson est de 0,78. Comme cette valeur est inférieure à 1,4, on peut dire qu'il existe une corrélation sérielle. Le modèle estimé est (avec constante) :

$$1,31 \text{ FF} - 0,83 \text{ DEM} + 0,05 \text{ NFL} - 0,31 \text{ £} + 0,28 \text{ Y} + 0,52 \text{ ITL} + 0,43 \text{ SP} + 0,09 \text{ SF} - 0,81 \text{ BF} - 1,08.$$

Le niveau le plus faible de p est celui du franc français, suivi de ceux de la lire italienne, de la peseta et de la livre sterling. En revanche, les niveaux les plus élevés concernent le florin, la constante et le franc suisse. L'étalon choisi pour ces données étant le dollar, il est de ce fait invariable et peut être assimilé à la constante du modèle. Si l'on veut simplifier le modèle en supprimant des variables indépendantes, on pourra d'abord supprimer le

Quelle politique de change pour le Maroc dans le contexte de l'euro ?

florin car il n'apporte rien à la variance du dirham expliquée par le modèle. On pourra ensuite supprimer la constante (dollar).

D'ailleurs, le modèle sans constante explique davantage la variance du modèle ($R^2 = 0,8635$) et la valeur de p est dans ce cas encore plus faible ($p = 0,0023 < 0,05$). Sans constante, les coefficients estimés sont dans le même ordre que ci-dessus : 1,88, - 1,19, 0,08, - 0,45, 0,39, 0,72, 0,62, 0,13 et - 1,2. La variation qui est donc déterminante pour la variation du dirham est celle du franc français, suivie de celles du franc belge et du mark dans le sens opposé. Viennent ensuite les variations de la lire et de la peseta.

b. Cours du dirham en dollar en fonction des cours exprimés en dollar des différentes devises

La deuxième régression effectuée est celle du cours du dirham en dollar par rapport aux cours des différentes devises convertis en dollar (selon les taux de change de la Banque centrale du Maroc).

Les résultats de cette régression sont meilleurs que les précédents : $p = 0,000007$. Il existe donc une relation statistiquement significative entre la variable dépendante du modèle et les variables indépendantes. $R^2 = 0,97$, cela veut dire que la quasi-totalité de la variance du dirham est expliquée par les devises retenues. Le modèle estimé se présente ainsi :

$$MAD = 2,86 \text{ FF} - 0,22 \text{ DEM} - 0,14 \text{ NFL} - 0,02 \text{ £} + 0,05 \text{ Y} + 0,006 \text{ ITL} + 0,12 \text{ SP} + 0,09 \text{ SF} - 0,13 \text{ BF} + 0,02.$$

Sans constante, les coefficients sont un peu différents, et ce qui les marque le plus c'est que le franc belge devient dans ce cas important avec un coefficient tout de même négatif de - 2,06. Avec constante, c'est toujours le franc français qui est le plus déterminant pour la valeur du dirham en dollar. Le mark allemand, au lieu du franc belge, est la deuxième variable déterminante. Le niveau de p le plus faible est celui qui correspond au franc français et le plus élevé correspond à la lire italienne. Le coefficient de la lire n'est donc pas significatif à 95 % de confiance. Enfin, pour ces données, le Durbin-Watson est élevé (1,782), ce qui signifie que la corrélation sérielle est négligeable.

c. Détermination du cours du FF en fonction du PIB et du compte courant

La troisième et dernière régression que nous avons effectuée est celle du cours du franc français en deux variables macro-économiques du Maroc : le PIB et le déficit du compte courant. Les résultats sont là aussi intéressants.

La valeur de p est presque zéro, ce qui signifie qu'il existe une relation hautement significative statistiquement entre le cours du franc français et le PIB et le compte courant du Maroc. Le modèle explique 84 % de la variance du franc et le coefficient du PIB égal à 0,9 est significatif statistiquement. Le coefficient du déficit du compte courant est négatif et égal à - 0,09, ce qui signifie que lorsque ce déficit augmente, le cours du franc coté à l'incertain diminue. Ce qui est tout de même bizarre.

III. Quelle politique de change à venir pour le Maroc ?

Avant d'essayer de répondre à cette question, il convient d'abord de préciser le contenu de la politique de change passée. Car, au-delà du mécanisme de cotation des devises adopté en 1973 par la Banque centrale, quelle a été la politique de change du Maroc ? Ce n'est qu'après avoir répondu à cette question que nous pourrions établir et discuter des scénarios pour l'avenir.

1. Quelle a été la politique de change ante euro au Maroc ?

S'il y avait politique de change au Maroc avant l'instauration de l'euro, elle serait inscrite dans le cadre du fameux programme d'ajustement structurel mis en œuvre sous le contrôle du FMI depuis le début des années quatre-vingt dans le but précis de faire passer l'économie marocaine d'une économie administrée à une économie de marché. Pour le change donc, comme pour tout autre chose en économie, le Maroc devait passer d'un régime de taux fixes à un régime de taux déterminés par le jeu de l'offre et de la demande sur un marché libre, le marché des changes.

Le Maroc a fait beaucoup de chemin sur cette voie pour passer d'un régime de contrôle strict des changes à la convertibilité du dirham pour ce qui est des opérations courantes et partiellement pour le compte capital. Mais il n'en est pas encore à un marché de changes déterminant les taux de change du dirham. Ces taux de change ne sont pas non plus fixes. On peut donc dire que le Maroc est dans un régime intermédiaire de change : les taux ne sont ni fixes ni librement déterminés par un marché qui n'en est qu'à ses débuts. Le mécanisme de panier de devises est un régime qui permet de tenir compte des variations des cours sur un marché de changes, celui de Paris, tout en atténuant les fluctuations, car la détermination des taux bilatéraux est, comme on a vu, un jeu à somme nulle. Cela permet donc de maîtriser quelque peu le risque de change pour les opérateurs marocains.

Le Maroc ne se contente pas de suivre le marché des changes de Paris en atténuant les variations, il se permet aussi de dévaluer la monnaie nationale lorsque l'état de la balance des paiements le nécessite. C'est ce qu'il a fait en 1980-1985 et en 1990. En somme, depuis 1980, le taux de change n'est ni tout à fait un objectif à atteindre en utilisant des instruments de politique monétaire (interventions de la Banque centrale sur un marché de devises inexistant avant 1996, par exemple), ni tout à fait un instrument à utiliser en vue d'atteindre des objectifs de croissance ou d'équilibre macro-économique.

2. Scénarios de politique de change pour le Maroc

Quelles politiques de change sont-elles possibles pour le Maroc maintenant que l'euro est instauré ? Quatre scénarios sont à notre avis

Quelle politique de change pour le Maroc dans le contexte de l'euro ?

envisageables : le statu-quo, un marché de changes tout à fait libre, l'ancrage au dollar américain et l'ancrage à la nouvelle monnaie, l'euro. Considérons successivement chacune de ces quatre évolutions possibles.

a. Le statu-quo

Le statu-quo, c'est la cotation du dirham sur la base d'un panier de devises comprenant les plus grandes monnaies nationales de l'Euroland qui, comme chacun sait, ne sont plus cotées qu'indirectement par le biais de l'euro, le seul à être coté sur les marchés des changes, à travers des taux de conversion fixes et arrêtés une bonne fois pour toutes le 31 décembre 1998. Cette nouvelle situation s'est imposée au Maroc où, pour le moment, on s'est contenté à la Banque centrale de substituer l'euro aux monnaies de l'Euroland figurant dans le panier de cotation du dirham, c'est-à-dire le franc français, le franc belge, le mark allemand, le florin des Pays-Bas, la lire italienne et la peseta espagnole. Cette substitution donne a priori à l'euro un poids de 58 %, devant le dollar (32 %).

Ce nouveau mécanisme revient en quelque sorte à ancrer le dirham à l'euro, dans la mesure où avec ce poids de 0,58, ce sont les variations de l'euro face au dollar qui l'emporteront pour le dirham. Ce mécanisme nous renvoie donc au dernier scénario que nous examinerons ci-dessous. Précisons tout de même que ce mécanisme ne permet pas, comme il ne permettait pas dans le passé, au Maroc d'obtenir pour le dirham des taux de change bilatéraux tenant compte de l'état de sa conjoncture économique "relative" et du solde de ses échanges extérieurs avec le pays considéré.

b. Un marché des changes libre

L'instauration d'un marché des changes tout à fait libre qui déterminerait librement et sans taux limites fixés par la Banque centrale les taux de change du dirham en fonction de l'offre et de la demande suppose une assise économique et financière assez solide pour que le Maroc puisse supporter sans trop de dommages d'éventuelles attaques ou, tout au moins, des transactions spéculatives que ne manqueraient pas de susciter des fluctuations parfois violentes des taux de change de la monnaie nationale. Nous pensons que tout ce que le Maroc peut se permettre pour le moment c'est un marché des changes en liberté surveillée. C'est un peu le cas à présent.

c. L'ancrage au dollar USA

L'ancrage au dollar se justifie-t-il pour le dirham ? On peut tout de suite répondre par la négative au vu du poids des Etats-Unis d'Amérique dans nos échanges extérieurs : près de 3,5% seulement des exportations du Maroc vont vers ce pays, et près de 7 % de nos importations en proviennent. En 1997, les touristes USA n'ont représenté que 4,46 % de l'ensemble des touristes étrangers (près de 2 millions) ayant visité le Maroc. Concernant les investissements étrangers, ils n'ont représenté en 1998 que 14,9 % de

l'ensemble, loin derrière la France (34,7 %). Les Etats-Unis ne pèsent pas non plus lourd dans la dette extérieure du Maroc : la BIRD est le premier créancier du pays en 1998 avec un encours de 18 %, suivie de la France avec 16 % et l'ensemble des banques commerciales détient 20 % de cet encours.

Si l'on veut cependant apprécier à sa juste valeur le poids des Etats-Unis dans les échanges extérieurs du Maroc, il conviendra de ne pas considérer ce pays seul, mais l'ensemble de nos partenaires appartenant à la zone d'influence de ce pays, c'est-à-dire tous les pays arabes, les pays des Amériques. En procédant ainsi, on fait remonter la place des Etats-Unis à un niveau assez élevé mais pas aussi important que celui de l'Union européenne.

N'oublions toutefois pas ce qui s'était passé pour les pays émergents asiatiques dont presque toutes les monnaies étaient avant la crise de 1997 ancrées au dollar américain. C'est que les graves pertes de compétitivité subies par ces pays du fait de la forte appréciation de leurs monnaies à la suite de celle, entre 1995 et 1997, du dollar face au yen et au mark les avaient contraint à rompre ce lien de leurs monnaies au dollar. Ainsi, si le dirham était ancré au dollar, avec son appréciation au cours du premier semestre face à l'euro, le dirham se serait alors apprécié face à l'euro et cela aurait été grave pour l'économie marocaine qui aurait ainsi subi d'aussi graves pertes de compétitivité face à son principal partenaire économique, l'Union européenne.

d. L'ancrage à l'euro

Le Maroc peut-il envisager l'ancrage de sa monnaie à l'euro ? On ne peut que répondre par l'affirmative. L'euro représente une zone économique comparable à celle des Etats-Unis : 16 % du PIB mondial et 30 % du commerce mondial (selon le 69^e Rapport annuel de la BRI). En plus, pour le Maroc, la zone de l'euro représente, en 1997, près de 57 % des exportations et près de 50 % des importations, plus de 70 % des touristes étrangers, l'essentiel des travailleurs marocains à l'étranger, des investissements étrangers au Maroc, etc.

Toutefois, pour que le Maroc puisse envisager sérieusement d'ancrer sa monnaie à l'euro, un certain nombre de conditions doivent être, au préalable, remplies : l'euro doit prendre la même importance que le dollar, c'est-à-dire que, selon la BRI, il doit être une monnaie de transaction, de réserve, de placement et d'ancrage.

Les transactions sur les changes concernent au Maroc le dollar, le mark et le franc français, c'est-à-dire, avec la disparition prochaine de ces deux dernières monnaies, sur le dollar et l'euro. Nous ne connaissons pas dans quelles proportions respectives ces deux monnaies sont concernées, mais nous pouvons estimer sans risque d'erreur que l'euro sera la première monnaie de transactions en devises. Sur le plan international, le dollar intervient

cependant dans 94 % des opérations au comptant et à terme, selon le rapport déjà cité de la BRI. Mais, dans la zone euro et en 1998, la monnaie unique intervient dans 50 % des opérations de change. Cette part évoluera en fonction de l'importance du rôle de l'euro. Mais ce qui est certain, c'est qu'avec la substitution d'une monnaie unique à plusieurs, le volume des opérations de change ne peut que baisser, la volatilité des cours diminuer et la spéculation reculer.

Sur le plan mondial, le dollar est la monnaie de réserve par excellence, puisque la proportion des réserves mondiales en cette monnaie ou en instruments libellés en elle est estimée à près de 70 %, selon la même source. Le mark occupait, fin 1998, la place réduite de 11 %. Tout dépendra des stratégies des banques centrales, mais aussi de la confiance qu'inspirera l'euro. Et ce qui est certain, c'est qu'un pays comme le Maroc ne pourra choisir entre le dollar et l'euro comme monnaie de réserve que cette dernière monnaie, vu les nationalités des touristes qui visitent le Maroc et amènent des devises, vu la nature de la monnaie des pays d'où sont et seront envoyées les économies sur salaires des travailleurs marocains à l'étranger, vu la répartition géographique des échanges extérieurs du Maroc, etc.

Nous ne disposons pas d'informations sur les opérations transfrontières effectuées par les résidents au Maroc sur obligations et actions, mais il est permis de dire que le volume de telles opérations ne peut être que ridicule, puisque l'ensemble des dépenses au titre des prêts et investissements du secteur privé ne s'élève en 1997 qu'à 1,2 milliard de dirhams au moment où les recettes du même secteur au même titre et à la même année ont dépassé 12 milliards. Toutefois, ces opérations des résidents au Maroc, même si elles sont dérisoires, ne peuvent à notre sens concerner que les monnaies de la zone euro. C'est dire que la monnaie de placement pour les résidents marocains ne pourra être que l'euro. Ce n'est évidemment pas le cas sur le plan mondial, mais cela dépendra des réactions des gestionnaires de passifs et d'actifs que rien n'empêche d'évoluer au profit de l'euro, puisque des pays de la zone comme l'Italie, la France ou l'Allemagne font énormément d'opérations transfrontières sur obligations et actions ; en tout cas, relativement à leur PIB respectif, beaucoup plus que les Etats-Unis d'Amérique, le Canada ou le Japon. Et, pour renforcer l'euro sur ce plan, il faudra bien entendu aller dans le sens de l'intégration des marchés financiers en Europe. Ce qui n'est pas facile.

Pour que l'euro devienne une monnaie d'ancrage, qu'il n'est manifestement pas pour le moment, sauf pour l'Euroland et pour la zone d'influence du franc français, il faudrait que l'UEM ait une telle volonté. Mais cela ne suffit pas. Il faut aussi que l'euro soit stable. Il est difficile à l'heure actuelle d'aller au-delà de la période de lancement et de faire des prévisions sur l'évolution future de l'euro. En tout cas, le dirham fait naturellement partie de la zone d'influence de l'euro. La faiblesse de cette monnaie face au dollar constatée au cours du premier semestre de sa première

année ne peut qu'arranger les exportateurs du Maroc vers un marché inconnu et exigeant, celui des États-Unis d'Amérique.

Annexe : données statistiques utilisées

Pour les calculs, nous avons utilisé les cours bilatéraux du dirham au 31 décembre de chaque année, depuis 1980, cours publiés par la Banque centrale du Maroc dans ses rapports annuels. Ces données et les résultats des calculs préalables aux régressions linéaires effectuées et présentées dans le texte se trouvent rassemblés dans le tableau suivant dont nous présentons ci-dessous le contenu de chaque colonne :

- Col 1 : les années 1980-1998.
- Col 2 : le PIB du Maroc en millions de dirhams.
- Col 3 : le déficit de la balance commerciale en millions de dirhams.
- Col 4 : le déficit du compte courant en millions de dirhams.
- Col 5 à col 14 : les cours des différentes devises en dirhams, au 31 décembre de chaque année (valeur en MAD d'une unité de devises pour toutes les devises, sauf pour le franc belge, la peseta espagnole et le yen japonais pour lesquels c'est la valeur de 100 unités qui est donnée ; pour la lire italienne, c'est la valeur en MAD de 1 000 unités). Dans ce tableau, nous n'avons pas utilisé les symboles internationaux en trois lettres, mais il est facile d'y reconnaître toutes les monnaies concernées.
- Col 15 à col 24 : les cours des différentes monnaies en dollars calculés selon le taux de change de chaque monnaie en dirhams et le taux de change du dirham en dollars.
- Col 25 à col 34 : variations annuelles de ces cours donnés dans les colonnes 15 à 24.
- Col 35 : le taux de change synthétique du dirham calculé pour chaque année en fonction des cours des devises retenues dans le panier de cotation de la Banque centrale du Maroc et en fonction des coefficients retenus dans ce panier. Cette colonne donne la valeur panier en dirhams.
- Col 36 : taux de variation annuelle de ce taux de change synthétique.
- Col 37 : l'inverse du taux de change synthétique de la colonne 35. Cette colonne donne la valeur du dirham en panier.
- Col 38 et col 39 : l'indice base 100 en 1980 de cet inverse et le taux de variation annuelle de cet indice.

Quelle politique de change pour le Maroc dans le contexte de l'euro ?

| Année | PIB | TD | CA | FF | \$ | £ | DEM | NF | SF | BF | JY | ITL | SP | FF/\$ | MAD/\$ | DEM/\$ |
|-------|---------|--------|-----------|---------|--------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|
| 1980 | 74 090 | | | 0,95809 | 4,3459 | 10,362 | 2,2208 | 2,0414 | 2,04606 | 13,796 | 2,1471 | 4,6688 | 5,4923 | 0,22045836 | 0,23010194 | 0,51101038 |
| 1981 | 79 034 | 10 452 | 9 630,1 | 0,93503 | 5,3465 | 10,215 | 2,3731 | 2,1631 | 2,9704 | 13,934 | 2,4354 | 4,4512 | 5,5475 | 0,17488637 | 0,18703825 | 0,44386047 |
| 1982 | 92 898 | 13 550 | 11 437,4 | 0,93095 | 6,2821 | 10,129 | 2,643 | 2,3888 | 3,1429 | 13,412 | 2,6789 | 4,5896 | 5,0099 | 0,14819089 | 0,15918244 | 0,42071919 |
| 1983 | 99 143 | 10 867 | 6 408,4 | 0,96713 | 8,0784 | 11,708 | 2,9599 | 2,6347 | 3,7029 | 14,515 | 3,4931 | 4,8782 | 5,1572 | 0,11971801 | 0,12378689 | 0,36639681 |
| 1984 | 112 345 | 15 286 | 8 789,7 | 0,99724 | 9,571 | 11,16 | 3,0564 | 2,7077 | 3,7162 | 15,251 | 3,8439 | 4,9827 | 5,5397 | 0,10419392 | 0,10448229 | 0,31933967 |
| 1985 | 129 507 | 16 935 | 8 640,7 | 1,27836 | 9,6459 | 13,928 | 3,9266 | 3,4842 | 4,6352 | 19,175 | 4,7968 | 5,7424 | 6,2806 | 0,13252885 | 0,10367099 | 0,40707451 |
| 1986 | 154 725 | 12 504 | 1 962,3 | 1,35943 | 8,7357 | 12,894 | 4,5087 | 3,9856 | 5,3935 | 21,658 | 5,4762 | 6,4665 | 6,6374 | 0,15561775 | 0,1144728 | 0,51612349 |
| 1987 | 156 689 | 11 881 | - 1 370,5 | 1,45678 | 7,8222 | 14,637 | 4,9439 | 4,3961 | 6,0819 | 23,617 | 6,4226 | 6,699 | 7,206 | 0,18623661 | 0,12784127 | 0,63203447 |
| 1988 | 182 230 | 9 382 | - 3 756 | 1,35714 | 8,2311 | 14,874 | 4,6417 | 4,1098 | 5,4738 | 22,134 | 6,5805 | 6,3015 | 7,2635 | 0,16487954 | 0,12149045 | 0,5639222 |
| 1989 | 193 931 | 18 323 | 6 840,5 | 1,40531 | 8,1424 | 13,105 | 4,8093 | 4,2585 | 5,2696 | 22,869 | 5,6561 | 6,4183 | 7,4124 | 0,17259162 | 0,12281391 | 0,59064895 |
| 1990 | 212 855 | 22 165 | 1 721 | 1,58172 | 8,0644 | 15,532 | 5,3813 | 4,7706 | 6,294 | 26,053 | 5,9386 | 7,1443 | 8,4378 | 0,1961361 | 0,12400179 | 0,66729081 |
| 1991 | 242 360 | 22 437 | 3 639,9 | 1,57805 | 8,1838 | 15,306 | 5,33965 | 4,7903 | 6,0389 | 26,207 | 6,5596 | 7,1307 | 8,4656 | 0,19282607 | 0,12219262 | 0,65246585 |
| 1992 | 242 912 | 28 846 | 3 748 | 1,64556 | 9,0849 | 13,788 | 5,6202 | 5,0015 | 6,2157 | 27,353 | 7,2806 | 6,1514 | 7,928 | 0,18113133 | 0,11007276 | 0,61863092 |
| 1993 | 249 223 | 27 539 | 4 877 | 1,64168 | 9,6898 | 14,357 | 5,5881 | 4,9962 | 6,5591 | 26,849 | 8,6754 | 5,6579 | 6,8002 | 0,16942352 | 0,1032013 | 0,57669921 |
| 1994 | 279 323 | 29 417 | 6 652 | 1,68129 | 8,9954 | 14,065 | 5,802 | 5,1801 | 6,8639 | 28,226 | 9,0291 | 5,5353 | 6,8194 | 0,18690553 | 0,11116793 | 0,64499633 |
| 1995 | 281 702 | 32 629 | 12 989 | 1,73547 | 8,5028 | 13,204 | 5,9399 | 5,3054 | 7,3936 | 28,909 | 8,2465 | 5,3766 | 7,0139 | 0,20410571 | 0,11760832 | 0,69858164 |
| 1996 | 319 635 | 30 607 | - 759,6 | 1,6853 | 8,8259 | 14,99 | 5,6813 | 5,0621 | 6,5388 | 27,578 | 7,5867 | 5,7713 | 6,7394 | 0,19094937 | 0,11330289 | 0,64370772 |
| 1997 | 319 291 | 30 216 | 884,4 | 1,626 | 9,7432 | 16,12 | 5,4406 | 4,8274 | 6,6965 | 26,376 | 7,4846 | 5,536 | 6,4259 | 0,16688562 | 0,10263568 | 0,5583997 |
| 1998 | 347 000 | 28 900 | 2 600 | 1,6599 | 9,2828 | 15,535 | 5,983 | 4,9402 | 6,7945 | 26,987 | 9,0566 | 5,6225 | 6,5381 | 0,17881458 | 0,10772612 | 0,64452536 |

| NF/\$ | £/\$ | JY/\$ | ITL/\$ | SP/\$ | SF/\$ | BF/\$ | Var MAD/\$ | Var FF/\$ | Var DEM/\$ | Var NF/\$ | Var £/\$ | Var JY/\$ | Var ITL/\$ | Var SP/\$ |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------|------------|-----------|----------|-----------|------------|-----------|
| 0.46973009 | 2.38431625 | 0.49405187 | 1,07429992 | 1,26378886 | 0,47080237 | 3,1744863 | | | | | | | | |
| 0.40458244 | 1,91059572 | 0,45551295 | 0,83254466 | 1,03759469 | 0,55557842 | 2,60619097 | -18,72 | -20,67 | -13,14 | -13,87 | -19,87 | -7,8 | -22,5 | -17,9 |
| 0.38025501 | 1,61235893 | 0,42643384 | 0,73058372 | 0,7974881 | 0,50029449 | 2,13495487 | -14,89 | -15,26 | -5,21 | 16,59 | -15,61 | -6,38 | -12,25 | -23,14 |
| 0.32614132 | 1,44929689 | 0,43239998 | 0,6038572 | 0,63839374 | 0,45837047 | 1,79676669 | -22,24 | -19,21 | -12,91 | -14,23 | -10,11 | 1,4 | -17,35 | -19,95 |
| 0.2829067 | 1,16602236 | 0,40161948 | 0,52060391 | 0,57880054 | 0,38827709 | 1,59345941 | -15,6 | -12,97 | -12,84 | -13,26 | -19,55 | -7,12 | -13,79 | -9,33 |
| 0.36121046 | 1,44392955 | 0,497289 | 0,59532029 | 0,65111602 | 0,48053577 | 1,98789123 | -0,78 | 27,19 | 27,47 | 27,68 | 23,83 | 23,82 | 14,35 | 12,49 |
| 0.45624277 | 1,47601223 | 0,62687592 | 0,74023833 | 0,75980173 | 0,61740902 | 2,47925181 | 10,42 | 17,42 | 26,79 | 26,31 | 2,22 | 26,06 | 24,34 | 16,69 |
| 0.56200302 | 1,8712127 | 0,82107336 | 0,85640868 | 0,92122421 | 0,77751783 | 3,01922733 | 11,68 | 19,68 | 22,46 | 23,18 | 26,77 | 30,98 | 15,69 | 21,25 |
| 0.49930143 | 1,80704888 | 0,79946787 | 0,76557204 | 0,88244585 | 0,6650144 | 2,68906951 | -4,97 | -11,47 | -10,78 | -11,16 | -3,43 | -2,63 | -10,61 | -4,21 |
| 0.52300305 | 1,60947632 | 0,69464777 | 0,78825653 | 0,91034584 | 0,64718019 | 2,80863136 | 1,09 | 4,68 | 4,74 | 4,75 | -10,93 | -13,11 | 2,96 | 3,16 |
| 0.59156292 | 1,92599573 | 0,736397 | 0,88590596 | 1,04630227 | 0,78046724 | 3,23061852 | 0,97 | 13,64 | 12,98 | 13,11 | 19,67 | 6,01 | 12,39 | 14,93 |
| 0.58533933 | 1,87028031 | 0,80153474 | 0,87131895 | 1,03443388 | 0,73790904 | 3,20230211 | -1,46 | -1,69 | -2,22 | -1,05 | -2,89 | 8,85 | -1,65 | -1,13 |
| 0.5505289 | 1,51768319 | 0,80139572 | 0,67710156 | 0,87265683 | 0,68417924 | 3,01082015 | -9,92 | -6,06 | -5,19 | -5,95 | -18,85 | -0,02 | -22,29 | -15,64 |
| 0.51561436 | 1,48166113 | 0,8953126 | 0,58390266 | 0,70178951 | 0,67690768 | 2,77085182 | -6,24 | -6,46 | -6,78 | -6,34 | -2,37 | 11,72 | -13,76 | -19,58 |
| 0.575861 | 1,56357694 | 1,00374636 | 0,61534784 | 0,75809858 | 0,76304556 | 3,137826 | 7,72 | 10,32 | 11,84 | 11,68 | 5,53 | 12,11 | 5,39 | 8,02 |
| 0.62395917 | 1,55290022 | 0,96985699 | 0,63233288 | 0,82489298 | 0,86954885 | 3,3993884 | 5,79 | 9,2 | 8,31 | 8,35 | -0,68 | -3,38 | 2,76 | 8,81 |
| 0.57355507 | 1,69841036 | 0,85959506 | 0,65390498 | 0,76359352 | 0,74086495 | 3,12466717 | -3,66 | -6,45 | -7,86 | -8,08 | 9,37 | -11,37 | 3,41 | -7,43 |
| 0.4954635 | 1,65448723 | 0,76818704 | 0,56819115 | 0,65952664 | 0,68729986 | 2,70711881 | -9,41 | -12,6 | -13,25 | -13,61 | -2,59 | -10,63 | -13,11 | -13,63 |
| 0.53218856 | 1,67352523 | 0,97563235 | 0,60569009 | 0,70432413 | 0,7319451 | 2,90720472 | 4,96 | 7,15 | 15,42 | 7,41 | 1,15 | 27 | 6,6 | 6,79 |

Quelle politique de change pour le Maroc dans le contexte de l'euro ?

| Var SF/\$ | Var BF/\$ | TCNE | Var TCNE | MAD/TCNE | Indice | Var Indice |
|-----------|-----------|-----------|------------|------------|--------|------------|
| | | 4,3055007 | | 0,23226102 | 100 | |
| 11,05 | -17,9 | 4,6426695 | 7,83111706 | 0,21539332 | 92,74 | -7 |
| -9,95 | -18,08 | 4,8664185 | 4,81940401 | 0,20548993 | 88,47 | -5 |
| -8,38 | -15,84 | 5,6955455 | 17,037725 | 0,17557581 | 75,59 | -15 |
| -15,29 | -11,32 | 6,237386 | 9,51340833 | 0,16032357 | 69,03 | -9 |
| 23,76 | 24,75 | 6,953978 | 11,4886589 | 0,14380258 | 61,91 | -10 |
| 28,48 | 24,72 | 6,8552475 | -1,4197701 | 0,14587365 | 62,81 | 1 |
| 25,93 | 21,78 | 6,954422 | 1,44669467 | 0,1437934 | 61,91 | -1 |
| -14,47 | -10,94 | 6,969708 | 0,2198026 | 0,14347803 | 61,77 | 0 |
| -2,68 | 4,45 | 6,8800435 | -1,2864886 | 0,14534792 | 62,58 | 1 |
| 20,6 | 15,02 | 7,481586 | 8,74329501 | 0,1336615 | 57,55 | -8 |
| -5,45 | -0,88 | 7,502823 | 0,28385693 | 0,13328317 | 57,39 | 0 |
| -7,28 | -5,98 | 7,630246 | 1,69833408 | 0,13105737 | 56,43 | -2 |
| -1,06 | -7,97 | 7,658874 | 0,37519105 | 0,1305675 | 56,22 | 0 |
| 12,73 | 13,24 | 7,4997855 | -2,0771787 | 0,13333715 | 57,41 | 2 |
| 13,96 | 8,35 | 7,3581315 | -1,888774 | 0,13590407 | 58,51 | 2 |
| -14,8 | -8,1 | 7,477117 | 1,61706134 | 0,13374139 | 57,58 | -2 |
| -7,23 | -13,36 | 7,720969 | 3,26131048 | 0,12951742 | 55,76 | -3 |
| 6,5 | 7,39 | 7,623095 | -1,2676388 | 0,13118032 | 56,48 | 1 |