

«Grandes entreprises,
participez à un débat
indépendant pour analyser les
risques et opportunités
de la réforme.»

FLEXIBILITÉ DU DIRHAM

Des changements et des risques

Evoluant dans le même régime de change depuis plus d'un demi-siècle, l'économie marocaine quitte sa zone de confort. Comment prémunir l'entreprise contre les incertitudes induites par un dirham flottant ?

En partenariat avec



Le passage d'un régime fixe à un régime flottant comporte des risques macro et microéconomiques qu'il ne faut pas sous-estimer.

LA RÉFORME DE LA DISCORDE

«**Détendez-vous, tout ira pour le mieux**». C'est le message bienveillant que les représentants du monde patronal et autres responsables politiques s'emploient à faire passer à la veille d'un passage imminent sous le régime flexible. Pourtant, malgré l'optimisme patent des experts, le Maroc n'est pas à l'abri d'une dévaluation...

Ayoub Ibnoufassi

Dépréciation du dirham, hausse des prix des produits importés, hausse des coûts de production, baisse des exportations et de la consommation... c'est le scénario cauchemardesque redouté par la quasi-unanimité des opérateurs économiques à la suite d'un passage graduel vers le régime de change flexible. Courant juin dernier, ils étaient nombreux à vouloir dissiper les prédictions apocalyptiques qui planent sur l'avenir de leurs secteurs et qui, jusqu'à présent, suspendent toutes prises de décisions stratégiques. Pour balayer les doutes et interrogations qui taraudent les esprits, un florilège d'éminentes figures (économistes, représentants du patronat, chercheurs, ex-brokers, représentants du FMI et de Bank Al-Maghrib...) a été réuni, lors d'un événement organisé par «Economie Entreprises Live», plateforme de conférences adossée au magazine éponyme, en partenariat

Orchestrer un passage délibéré accorde un degré de liberté accru pour absorber les chocs

avec la CGEM, Société Générale et Euler Hermes. Une journée de débats dont la finalité a été de permettre aux négociants, importateurs/exportateurs de voir plus clair et identifier des stratégies de couverture ad hoc pour entamer cette transition délicate.

Dilemme du prisonnier

La réussite de cette étape majeure que s'appête à franchir l'économie marocaine passe par la bonne compréhension de la psychologie du marché. Entre ceux qui voient d'un bon œil cette réforme historique et ceux qui l'appréhendent avec inquiétude, les positions tangent. Les fondamentaux macroéconomiques permettent-ils d'affronter ce défi majeur? Evidemment, la complexité de la réalité économique ne permet pas de trancher avec une réponse binaire. Le patronat (CGEM), en tout cas, semble avoir l'ultime conviction que le pays dispose de prérequis solides pour engager cette réforme. «Nous sommes convaincus qu'il ne peut pas y avoir de dépréciation majeure contrairement aux deux réformes menées dans les années 1990 et 2000», estime Abdelkader Boukhriss, président de la commission fiscalité et réglementation des changes au sein

de la CGEM. Boukhriss faisait allusion aux deux épisodes de dévaluation de la monnaie nationale de 9,25% et 5%, survenue respectivement en 1990 et 2001. La dernière dévaluation en date (5% en 2001) avait pour objectif de booster les exportations. Or, celle-ci n'a eu aucun effet sur le niveau des exportations et le déficit commercial n'a cessé de s'aggraver depuis. En fait, le taux de change a toujours été un indicateur scruté minutieusement par les entreprises qui commercent avec le reste du monde. Et c'est par crainte de revivre ces mêmes expériences que plusieurs d'entre-elles se sont ruées sur les devises, entre mai et juin dernier, pour couvrir leurs importations sur les mois à venir, puisant dans les réserves extérieurs à hauteur de 44 milliards de dirhams en l'espace d'un mois seulement. Ce vent de panique avait, pour rappel, provoqué la colère de Abdellatif Jouahri qui a promis de réprimer les spéculateurs. Et c'est a priori pour ne pas attirer les foudres du gouverneur de la banque centrale que les représentants du monde patronal et autres responsables politiques s'attèlent à véhiculer des messages positifs. «Ce qui nous rassure c'est qu'il y a une stratégie présentée par le gouvernement, en plus d'une reprise des marchés internationaux», soutient Boukhriss, qui affirme collaborer étroitement avec le ministère des finances pour lever les inquiétudes qui hantent les opérateurs. Même son de cloche pour le président de la commission internationale de la CGEM et PDG de Maghreb Industries, Hakim Marrakchi, pour qui ce prompt passage est un «non event». «J'ai acheté des couvertures sur mes importations avant les élections françaises pour me prémunir contre un éventuel risque sur l'euro. Et là, pour le coup, j'en vois pas trop l'utilité», confie Marrakchi. Quoi qu'il en soit, le patronat préconise le basculement au mode flexible dans un délai rapide, voire à l'improviste, pour éviter d'alimenter une seconde éventuelle mini-bulle spéculative.

Jeu à somme nulle?

L'optimisme affiché par l'organisation patronale va de pair avec les pro-

EE LIVE



Larbi Mouline

Société Générale

«Dans cette première phase de flexibilisation, il n'y a pas de risques majeurs.»



Pedro Jimenez

CitizenCan

«Il faut être vigilant sur l'impact de ce basculement sur les comptes de la nation.»



Driss Bencheikh

Office des Changes

«Des assouplissements sont prévus pour 2017.»



Sandy Compart

Université de Caen

«La flexibilité permettra d'accroître la mobilité des capitaux.»



Lors de l'évènement organisé par «Economie Entreprises Live», les intervenants ont identifié des stratégies de couverture ad hoc pour entamer la flexibilisation.

jections et recommandations du Fonds monétaire international. Par le biais de son représentant Nicolas Blancher, le FMI tenait à démentir d'emblée les rumeurs selon lesquelles l'institution de Breton Woods serait derrière l'adoption du régime flottant. «Généralement, le régime de change flottant est introduit sous la pression. Ce fut le cas notamment pour l'Égypte. Mais dans le cas du Maroc, il s'agit d'une décision souveraine», précise Blancher, chef de mission du FMI, en ajoutant que le fonds s'inscrit, stricto sensu, en appui technique au gouvernement. Pour l'institution dirigée par Christine Lagarde, les prérequis sont largement remplis pour opérer une transition graduelle et ordonnée. «Orchestrer un passage délibéré accorde un degré de liberté accru pour absorber les chocs. A terme, un régime flexible permettra de mieux préserver les niveaux d'équilibre de l'économie marocaine». Ainsi, à en croire le FMI, l'on atteint les limites de l'ancien régime. «Le passage est indispensable pour intégrer

davantage le Maroc dans l'économie mondiale», martèle Blancher. Plusieurs variables ont manifestement orienté ce choix décisif. Le double arrimage (40% dollar et 60% euro) ne serait plus tellement adapté à la réalité économique avec notamment la multitude d'accords de libre-échange signés ces dernières années, notamment vis-à-vis des pays d'Afrique subsaharienne. Autre facteur énuméré, l'idée que le dirham serait surévalué, ce qui rend la destination Maroc peu attractive aux yeux des investisseurs et bailleurs de fonds étrangers. Dévaluer la monnaie serait donc de nature à mieux promouvoir le potentiel du Maroc en tant que hub financier régional par excellence et attirer davantage d'IDE. S'y ajoute un paramètre purement préventif, celui de préserver l'économie en cas de chocs externes. Jusqu'à présent, la seule variable d'ajustement en termes de politique économique, en cas d'appréciation de l'euro ou du dollar, consistait à puiser dans les réserves de change. Libérer le taux de change ferait intervenir d'autres variables macroéconomiques limiterait ainsi les risques de déséquilibres.

Libérer le taux de change limiterait les risques de montée des déséquilibres

Risque systémique

Il va sans dire qu'une crise de change aurait de lourdes conséquences sur l'économie. Plus la

EE LIVE



Stéphane Colliac

Euler Hermes

«La dépréciation n'est pas toujours un risque pour le pays»



Abdelkader Boukriss

CGEM

«Il ne peut pas y avoir de dépréciation contrairement aux deux réformes précédentes»



Hakim Marrakchi

CGEM

«La fluctuation de plus ou moins 2,5% est un non-event»



Nordine Naam

Natixis

«Plus de volatilité sera synonyme de plus d'incertitude»

valeur de la monnaie baisse, plus les banques endettées en devises étrangères auront du mal à rembourser. Face à une telle situation, Bank Al-Maghrib peut agir sur deux leviers: Il y a l'option classique qui consiste à utiliser les réserves de devises étrangères afin d'équilibrer l'offre et la demande, ou alors en augmentant le taux directeur pour que les banques commerciales augmentent à leur tour le taux auquel elles accordent les crédits, serrant ainsi l'étau sur d'éventuels spéculateurs qui auront plus de difficultés à emprunter et donc à acheter des devises. Sans tenir compte des conséquences inévitables pour l'ensemble des acteurs économiques (entreprises, ménages, et banques). Dans un tel contexte, les investissements s'en trouveraient bridés, la croissance fortement ralentie et certaines banques pourraient présenter des risques systémiques. De ce fait, une crise de change peut très facilement provoquer par effet domino une crise bancaire. «On aura de la spéculation, on aura des pertes et des banques qui pourront être au bord de la faillite», prévient Stéphane Colliac, Economiste Senior chez Euler Hermes. La gravité du phénomène peut être amplifiée si des spéculateurs anticipent des pertes de devises.

Pour les opérateurs qui cherchent des mesures censées enrayer la spéculation, il n'y a pas de formule miracle. «Il ne faut pas se leurrer. Le flottement est synonyme de risque. Les entreprises qui ne sont pas compétitives doivent disparaître et laisser la place à celles qui ont envie de se battre au quotidien et se doter des instruments de couverture ad hoc», alerte Colliac.

Pour éviter ainsi toute surévaluation potentielle du dirham, la transition progressive vers un taux de change flottant doit conduire le Maroc à ouvrir son économie aux capitaux étrangers et afficher une parité conforme à ses fondamentaux. «L'enjeu est triple pour le Maroc, résorber une balance des transactions courantes structurellement déficitaire, attirer les investisseurs étrangers et développer le secteur financier. Néanmoins, le passage d'un régime fixe à un régime flottant comporte des risques macro

et microéconomiques qu'il ne faut pas sous-estimer», prévient Sandy Campart, enseignant chercheur à Université de Caen Basse Normandie.

Perte de souveraineté ?

En dépit de l'ensemble de ces risques inhérents, c'est plutôt la vision optimiste qui prédomine les cercles des décideurs au Maroc, ou du moins, ceux, omniprésents sur la scène médiatique. «Le royaume balise le terrain depuis des années en améliorant ses finances publiques, ses équilibres externes et une dette maîtrisée avant de prendre ce virage de la flexibilité», explique Jilali Kenzi, adjoint au directeur trésor et finances extérieures auprès du ministère de l'Economie et des Finances. Néanmoins, il serait injuste de prétendre qu'une telle vision fait l'unanimité auprès des conjoncturistes. Abdelouahed El Jai, économiste et vice-président du CERAB (Centre d'études et de recherches Aziz Belal) est l'un des rares «éconoclastes» à rappeler cette vérité frappante: La flexibilité est un rouleau compresseur. «Le passage à la flexibilité du dirham pose de nombreux problèmes.

La pertinence de ce choix n'est pas évidente, les conditions ne sont pas tout à fait réunies, l'acceptation par les acteurs économiques n'est pas acquise et la gestion juridique et institutionnelle de ce changement n'est pas conforme aux dispositions légales», lance-t-il. D'après lui, les équilibres macroéconomiques sont là mais restent très précaires. «La dépréciation est la seule manière d'améliorer la compétitivité. Implicitement, on s'attend à une dépréciation qui va entraîner l'inflation et qui gênera, in fine, la politique monétaire», renchérit El Jai.

Ce que réclament des économistes, comme El Jai, c'est simplement la nécessité de renforcer les fondamentaux économiques à travers le développement d'un tissu hautement productif, permettant aux entreprises d'être davantage compétitives sur le prix et la qualité..

La couverture traîne

Si globalement la sphère économique clame haut et fort les avantages

à tirer de la flexibilité, le laxisme réglementaire qui entoure ce basculement est jugé inacceptable par les négociants. «Finalement, la flexibilité a été pensée alors que l'accès aux outils de couverture n'est pas tout à fait au point», s'indigne la directrice financière d'une société importatrice d'engins de construction. Aussi étonnant que cela puisse paraître, il n'est toujours pas possible pour un opérateur de se couvrir sur plusieurs mois. Et pour cause, la réglementation en vigueur oblige l'opérateur et la banque de ne solliciter une couverture que sur la base d'un document commercial, à savoir, facture pro-format ou encore titre d'importation. Mais à en croire l'Office des changes, «des assouplissements sont prévus pour 2017». «L'Office des changes est en train de mettre en place, en collaboration avec le secteur bancaire, une commission chargée de la mise en œuvre des produits ad hoc», annonce Driss Bencheikh, secrétaire général à l'Office des changes. En

Une crise de change peut provoquer par effet domino une crise bancaire

attendant, les entreprises devront adapter leur politique de change et mener ce projet avec une grande vigilance. L'ouverture à l'internationale confère aux entreprises de négoce une diversité extrême en matière de risque. Entre autres, les risques de non respect de délai de paiement, le risque de non conformité de l'objet commercial (marchandise, service...), ou encore le risque de dépréciation ou d'appréciation du cash flow dans une transaction. Le degré d'exposition d'entreprise reste tributaire du niveau de gestion de sa trésorerie. Autant dire, qu'in fine, les entreprises n'auront d'autres choix que de s'orienter vers leurs banquiers. De leur côté, les banques tentent tant bien que mal de

préparer leurs salles de marché et de faire des efforts sur le volet formation des conseillers. Mais toujours pas de marché interbancaire qui permettrait de faire jouer la concurrence et d'avoir les meilleures couvertures.

Les bons instruments

Il existe principalement deux types de couverture sur le marché. Des couvertures qui ont un coût direct, les options et celles qui ont un coût indirect, à l'instar des contrats à terme. Lors de la souscription à une option de change, il faut payer une prime pour se protéger contre les dépréciations tout en gardant l'opportunité de réaliser un gain de change dans le cas d'une évolution favorable du cours de la devise concernée. D'autres couvertures sont également convoités. Il s'agit des forwards, des contrats à terme, où l'opérateur renonce à toute appréciation et où l'on se contente uniquement de se protéger contre la dépréciation. ■

aibnoulfassih@sp.ma

LES 500 met le cap sur les régions

« Retrouvez le TOP 50 par région dans l'édition 2017 des 500 ! »

The advertisement features a sleek, white high-speed train with 'LES 500' written on its side, moving across a landscape. Above the train, several regional labels are connected to the ground by dotted lines: Tanger-Tétouan, Oujda, Fès-Meknès, Marrakech, and Agadir. A prominent black stamp with white text reads 'EN KIOSQUE Octobre 2017'. In the bottom left corner, the logos for 'Economie Entreprises' and 'KOMPASS Connects BUSINESS to BUSINESS' are displayed. In the bottom right corner, the website 'les500.ma' is listed.

Pour plus d'informations contacter
Amine Chraïbi au 0522 369 515 ou achraïbi@sp.ma

