

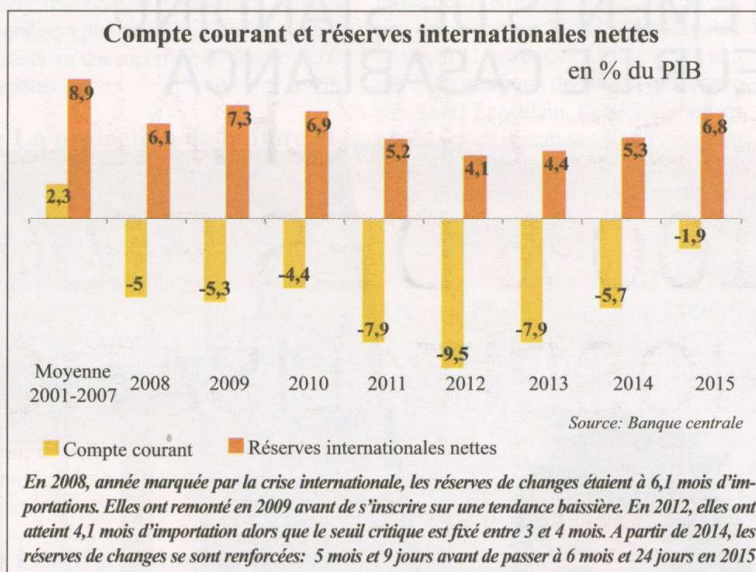
# Comment le matelas s'est reconstitué

• L'année 2016 se terminerait sur un stock de 7,6 mois d'importation

• Baisse de la facture pétrolière et hausse des IDE

L'INDICATEUR est suivi de près puisqu'il constitue une auto-assurance. Le stock de réserves internationales équivaldrait à 7 mois et 6 jours d'importations cette année, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib. La banque centrale prévoit la poursuite de la consolidation du matelas de devises en 2017 pour atteindre 7 mois et 20 jours (voir aussi encadré).

Le renforcement des réserves est le résultat aussi bien de l'amélioration de l'excédent du compte financier que de l'atténuation du déficit du compte courant. Ce dernier est revenu à des niveaux soutenables, 1,9% du PIB en 2015 alors qu'il culminait à 9,5% en 2012. Plusieurs éléments y ont contribué. D'abord, la



baisse de la facture énergétique, qui après avoir marqué un accroissement moyen annuel de 10,3% entre 2008 et 2014, s'est considérablement allégée avec une diminution de 28,6% en 2015. La facture

pétrolière a été presque divisée par deux. Cette facture a représenté en moyenne 23% du total des importations durant les dix dernières années.

Le stock de réserves de changes est étroitement lié aux recettes de voyages, aux transferts des MRE ainsi qu'aux investissements directs étrangers. Ces trois rubriques constituent les principaux moteurs. «Les recettes voyages et les transferts des MRE, ont montré une résilience à la conjoncture internationale et ont permis

depuis 2014. Au niveau du compte financier, son solde hors réserves, a représenté 7,6% du PIB en moyenne sur les trois dernières années. Cela tient en partie à l'amélioration du flux des investissements directs étrangers qui ont atteint 39,1 milliards de dirhams en 2013, 36,6 milliards en 2014 et un niveau record de près de 40 milliards en 2015.

Si l'on exclut les exportations (en particulier les ventes du secteur automobile +24,6% en moyenne depuis 2013), la structure des principales sources de ces devises pour le Maroc, durant les dix dernières années est constituée à hauteur de 40% par les transferts des Marocains résidant à l'étranger, les recettes du tourisme (30%), l'endettement (18%) et les investissements directs étrangers (11%). «L'important recours à l'endettement extérieur ainsi que la dynamique des IDE, durant les dernières années, ont pu combler la décélération de la croissance des deux premières sources de devises», souligne Ayache Khellaf, directeur de la prévision et de la prospective au haut commissariat au plan.

Rappelons qu'en 2012, les réserves de changes ont baissé à 4,6 mois d'importations. Ce qui a nécessité un recours, en août de la même année, à une Ligne de précaution et de liquidité du FMI en vue de se prémunir, le cas échéant, contre les risques extérieurs. Trois mois plus tard,

## L'accumulation se poursuivra

L'ACCUMULATION des réserves de changes pourra-t-elle se poursuivre dans un contexte marqué par le redressement des prix des matières premières, de baisse des investissements directs étrangers et d'accroissement des importations? Pour Bank Al-Maghrib, il n'y a pas de doute, la dynamique actuelle devrait se poursuivre mais à un rythme moins rapide. Les entrées d'IDE, quoiqu'en baisse durant les 9 premiers mois de l'année, continuent d'évoluer à un niveau élevé et de contribuer au financement du déficit courant. Elles se sont établies à 23,2 milliards de dirhams à fin septembre. Pour ce qui est des importations, elles se sont inscrites depuis le mois de février dans une tendance ascendante, reflétant notamment l'accroissement des achats de biens d'équipement, dont la hausse a atteint 22,1% en septembre 2016. Ce qui pourrait constituer un signal de reprise de l'investissement. En revanche, malgré une légère reprise des cours de pétrole à partir de février 2016, la facture énergétique continue de s'inscrire en baisse. «En dépit de leur accroissement, les cours de pétrole restent encore à des niveaux modérés et ne devraient reprendre que progressivement selon les projections des institutions internationales», note la Banque centrale. □

de drainer près de 120 milliards de dirhams en moyenne annuelle ces trois dernières années», souligne la Banque centrale.

Les recettes touristiques (brutes) ont ainsi enregistré une baisse limitée et se sont établies à 58,6 milliards de dirhams en 2015. Les transferts des MRE ont été en hausse atteignant 61,7 milliards de dirhams.

Les dons reçus des pays du Golfe, ont également participé à l'amélioration du compte courant et donc au renforcement des réserves en devises: 25,2 milliards

le Trésor a levé des fonds sur le marché international permettant ainsi d'augmenter légèrement les réserves. Les emprunts contractés par le Trésor tout autant que les sorties à l'international de certains établissements publics comme l'OCP ont permis également de reconstituer les stocks de devises. □

K. M.



Pour réagir à cet article:  
courrier@leconomiste.com

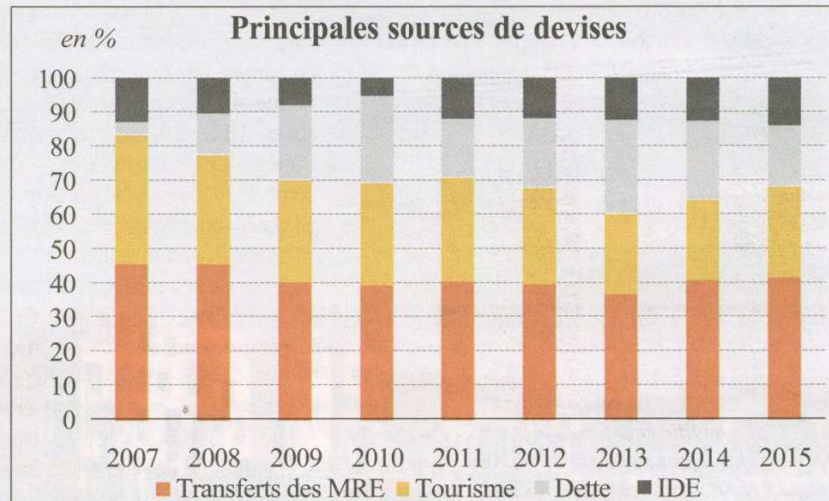


# Les excédents ont un coût d'opportunité

• 6 milliards de dirhams au moins

• L'amélioration des réserves attribuée à des facteurs conjoncturels et au faible niveau de la demande

LE stock de réserves, estimé à 7 mois et 6 jours d'importations de biens et services en 2016 par Bank Al-Maghrib, est jugé important aussi bien en termes absolus que par rapport aux importations et à la dette extérieure à court terme. Pour Ayache Khellaf, directeur de la Prévision et de la prospective au haut commissariat au plan, ces réserves permettent aux autorités monétaires d'intervenir sur le marché de change pour réguler le taux de change et piloter l'inflation. Elles permettent également d'emprunter à l'étranger et de se prémunir



Source: Office des changes  
 Ayache Khellaf, directeur de la Prévision et de la prospective au haut commissariat au plan: «L'important recours à l'endettement extérieur ainsi que la dynamique des IDE, durant ces dernières années, ont pu combler la décélération de la croissance des deux premières sources de devises, soit les transferts des MRE et les recettes touristiques»

contre l'instabilité et l'incertitude des flux de capitaux extérieurs.

L'expert du HCP apporte néanmoins certaines nuances: L'accumulation de réserves de changes induit aussi des coûts économiques et sociaux. Ils sont liés aux coûts d'opportunité, et des bénéfices des investissements et aux dépenses sociales qui pourraient être financées par ces réserves.

Ces coûts d'opportunité peuvent être ainsi appréhendés par la faible croissance économique qui ne dépasserait pas les 1,5% selon les prévisions du HCP pour 2016. Et ce, suite à l'essoufflement de la demande intérieure (investissement et consommation finale) dont la croissance n'a pas dépassé les 2% durant les dernières années, alors qu'elle était de 6% entre 2002 et 2011. Une situation qui s'est répercutée sur la demande de crédits bancaires dont la croissance ne dépasse pas aujourd'hui 3%, après une moyenne de 14% par an durant la période 2006-2012. «Cette faible demande de crédits s'explique probablement par un endettement excessif

des ménages et des entreprises au cours des années 2000, particulièrement en relation avec le boom immobilier», note Khellaf.

Une forte interrelation existe entre l'évolution des crédits à l'économie, les réserves de changes et le déficit du compte courant de la balance des paiements. Selon l'expert du HCP, l'amélioration ces dernières années du déficit du compte courant et des réserves de changes s'explique par des facteurs conjoncturels mais aussi par le faible niveau de la demande intérieure induit par la faible évolution des crédits à l'économie.

Le coût social de détention de réserves de changes excédentaires est mesuré comme la différence entre la plus grande perte possible de productivité marginale d'un investissement alternatif dans des actifs immobilisés et le rendement des réserves internationales. Partant de cette approche, il estime l'excès de réserves dans l'économie à 147 milliards de DH en 2016 (le seuil étant de 3 mois d'importations). Un excès qui engendre un coût social qui s'élève à presque 6 milliards de DH. Aussi pour dépasser cette situation et éviter une reprise de la demande du crédit en déconnexion avec l'évolution des fondamentaux économiques, une coordination des politiques économiques (monétaire et budgétaire) serait de nature à profiter de la situation actuelle d'accumulation de réserves de changes. «Les coûts de gestion des réserves de changes cachent, en fait, les distorsions dans la gestion macroéconomique qui nécessite un débat, en particulier, sur la gestion de la politique de taux de change en cohérence avec les politiques de développement économique et social de notre pays», note Khellaf le directeur de la Prévision et de la prospective au HCP. □

K. M.

Pour réagir à cet article:  
[courrier@leconomiste.com](mailto:courrier@leconomiste.com)