

Évaluation de la position extérieure du Maroc. Application de l'approche External Balance Assessment « EBA »

Mohammed Adil ICHOU¹, Abderrazak ELHIRI², Driss RASSAM³, Imad KHANCHAOUI⁴, Wafae CHAGRAOUI⁵

¹ Enseignant-chercheur. Laboratoire De Recherche Pluridisciplinaire Des Sciences, Des Technologies Et De Société (LPSTS). Université Sultan Moulay Slimane - Béni-Mellal. Ecole Supérieure de Technologie de Khénifra. Maroc.

² Enseignant-chercheur à la FSJES-Université Sidi Mohammed Ben Abdellah de Fès, Directeur du Laboratoire Interdisciplinaire des Recherches en Economie, Finance et Management des Organisations (LIREFIMO) –USMBA-Fès

³ Doctorant-chercheur & Ingénieur en chef au ministère de l'économie et des finances). FSJES d'Ain Sebaa. Université Hassan II de Casablanca. Maroc.

⁴ Doctorant-chercheur en Sciences de Gestion des Organisations. Université Ibn Tofail. Ecole Nationale de Commerce et de Gestion

⁵ Doctorante-chercheuse. L'école Nationale de Commerce et de gestion ENCG de Tanger. Université Abdelmalek Essaad. Maroc

Résumé : Le déficit chronique et excessif du solde des opérations courantes de la balance des paiements constitue l'une des principales préoccupations économiques à l'échelle mondiale. C'est ainsi que la cible de l'équilibre, à moyen terme notamment, dudit solde et son corollaire la stabilité de la position extérieure globale revêtent une importance majeure et sont placés au sommet des objectifs assignés à la politique économique extérieure du Maroc. L'atteinte de ces objectifs reste inéluctablement conditionnée par l'amélioration du niveau de la compétitivité extérieure. Cet article a pour objectif de tenter de détecter les facteurs expliquant les déséquilibres du solde du compte courant de la balance des paiements et d'éclaircir des pistes à entreprendre pour redresser ces déséquilibres à travers l'application de l'approche EBA1.

Les résultats issus de l'application de cette approche, basée sur l'analyse du solde du compte courant et la mesure du degré de mésalignement du taux change effectif réel par rapport à son niveau de référence, ont montré que la position extérieure semble globalement en adéquation avec les fondamentaux et les grandes orientations de la politique économique selon les critères d'appréciation du FMI.

Mots-clés : Compte courant, External Balance Assessment, Taux de change effectif réel, Taux de change d'équilibre, Mésalignement.

Abstract: The chronic and excessive deficit in the current account of the balance of payments is considered as one of the major economic preoccupation in the world. Thus, the target of equilibrium, in the medium term specially, of the current account balance and its corollary the stability of the global external position are placed at the top of the objectives allocated to the external economic policy of Morocco. The achievement of these

¹ L'approche External Balance Assesment (EBA).

objectives is inevitably conditioned by the improvement of the level of external competitiveness. It is within this framework that this article aims to try to detect the factors explaining the current account deficit and to illuminate some suggestions/recommendations to undertake to correct this imbalance through the application of the EBA approach.

The results of the application of this method, based on the analysis of the current account balance and the measurement of the level of misalignment of the real exchange rate with respect to its equilibrium, have shown that the Moroccan external position remains substantially "strong" according to the IMF's assessment criteria.

Keywords: Current Account, External Balance Assessment, Real Effective Exchange Rate, Equilibrium Exchange Rate, Misalignment.

1. Introduction

Dans un contexte international marqué par une intégration commerciale et financière de plus en plus poussée, plusieurs questions ont été soulevées au sujet de l'évaluation des positions extérieures. En effet, la littérature économique relative à l'évaluation externe montre que, en règle générale, les ménages dans la majorité des pays du monde épargnent moins et dépensent plus, ce qui explique le net déséquilibre entre l'épargne et l'investissement. Ainsi, les déficits prolongés et excessifs du compte courant de la balance des paiements se traduisant par des écarts injustifiés entre l'épargne et l'investissement et créent des déséquilibres macroéconomiques et émettent des signaux erronés en matière d'allocation des ressources.

Dans ce cadre et depuis les années 80, l'évaluation de la position extérieure des économies a constitué une partie essentielle du mandat du Fonds Monétaire International (FMI). En effet, le cadre général de cette évaluation s'est nettement développé au fil du temps en s'appuyant notamment sur les leçons tirées des différentes expériences passées, des innovations méthodologiques ainsi que des améliorations réalisées en termes de production de données. Au départ, les évaluations menées par le FMI dans ce cadre ont été basées sur l'approche CGER², approche qui concerne uniquement les principales économies avancées. Par la suite, ces évaluations connaîtront un développement par l'utilisation de l'approche EBA. Le but a été d'assurer une couverture plus étendue de l'ensemble des pays du monde et d'inclure un éventail plus large de mesures de la position extérieure notamment l'examen du compte courant « norme » de la balance des paiements et l'analyse de la persistance du mésalignement du taux de change d'équilibre.

C'est dans cette perspective que s'inscrit ce travail qui a pour objectif d'appliquer l'approche EBA pour le cas du Maroc afin d'examiner la soutenabilité de son compte courant et de mesurer le degré de déviation du Dirham par rapport à son niveau d'équilibre, tout en utilisant des données du FMI et des principaux producteurs de données officielles à l'échelle nationale. Dans un premier temps, nous allons présenter une description détaillée de cette approche en mettant l'accent sur (i) le passage de l'approche CGER à l'approche EBA, (ii) la conception méthodologique de l'approche EBA et les étapes de sa mise en œuvre, (iii) les améliorations récentes introduites pour renforcer le pouvoir explicatif de l'approche EBA, et (iv) la signification économique des variables utilisées et leurs relations théoriques avec le compte courant. Dans un deuxième temps, nous procéderons à l'application de cette approche à l'économie du Maroc afin d'évaluer son niveau de compétitivité suite à l'élargissement de la bande de fluctuation du Dirham en janvier 2018.

2. Revue des approches de la balance des paiements

²L'approche Coordinating Group on Exchange Rate (CGER).

Sur le plan théorique, on relève trois principales approches utilisées pour expliquer les mouvements du compte courant de la balance des paiements : 1) l'approche d'absorption, 2) l'approche monétaire et 3) l'approche de l'équilibre macroéconomique (approche fiscale ou de l'équilibre épargne-investissement).

2.1. Approche d'absorption de la balance des paiements

Selon le principe de l'égalité comptable entre les ressources et les emplois, le PIB est égal à la somme de la demande intérieure finale, ou l'absorption (A) et du solde de la balance commerciale. Il est important de rappeler que le PIB est la somme de quatre composantes, à savoir la consommation(C), l'investissement(I), les dépenses publiques(G) et les exportations nettes (X-M).

$$\text{PIB} = C + I + G + X - M(1)$$

Avec :

$$A = C + I + G \text{ et } \text{PIB} = A + X - M(2)$$

On peut réécrire le solde commercial comme étant l'écart entre le PIB et l'absorption.

$$\text{PIB} - A = (X - M)(3)$$

Dans l'équation (3), une politique budgétaire expansionniste (hausse de G ou baisse des impôts) stimule la demande globale même si une part des dépenses sert à l'acquisition des biens importés.

Si on ajoute aux deux parties de cette égalité (3) le solde du revenu des facteurs (RNF) et celui des transferts avec le reste du monde (TRN), on obtient l'expression suivante :

$$\text{PIB} + \text{RNF} + \text{TRN} - A = (X - M) + \text{RNF} + \text{TRN}(4)$$

Puisque :

$$\text{RNDB} = \text{PIB} + \text{RNF} + \text{TRN} \text{ et } \text{CC} = (X - M) + \text{RNF} + \text{TRN}(5)$$

Alors :

$$\text{RNDB} - A = \text{CC}(6)$$

A noter que la première partie de l'égalité (4) n'est rien d'autre que le revenu national disponible brut RNDB³ moins l'absorption(A) et la deuxième partie représente tout simplement le compte courant de la balance des paiements (CC).

Par conséquent, pour déterminer le solde du compte courant de la balance des paiements, il suffit de calculer l'écart entre le revenu disponible brut et l'absorption ou la demande domestique (A). Cette équation constitue le fondement de l'approche par l'absorption de la balance des paiements.

Économiquement parlant, tout déficit du compte courant de la balance des paiements peut s'expliquer par un excès de l'absorption par rapport au revenu disponible, ou bien une insuffisance du revenu disponible pour couvrir un niveau d'absorption donné.

³ Selon les normes de la comptabilité nationale (SCN 2008), le RNDB est défini comme la somme des revenus perçus, pendant une période donnée, par les agents économiques résidant sur le territoire. Il représente donc la somme du PIB et du solde des flux de revenus primaires avec le reste du monde http://www.insee.fr/fr/indicateurs/cnat_annu/base_2000/documentation/methodologie/nb9.pdf INVENTAIRE DES SOURCES ET DES MÉTHODES POUR LE CALCUL DU REVENU NATIONAL BRUT DE LA FRANCE p. 233, Insee, 2007.

Pour réajuster les déséquilibres du compte courant de la balance des paiements, les autorités publiques devraient adopter des politiques économiques adéquates.

Il s'agit notamment d'agir soit à court terme sur l'absorption par des politiques conjoncturelles (la politique de la demande), soit à moyen et long termes sur le niveau de la production en mettant en œuvre des politiques structurelles (la politique de l'offre) à l'instar des politiques de libéralisation des prix, du marché du travail, etc.

2.2. Approche monétaire de la balance des paiements

L'hypothèse de base qui sous-tend la deuxième approche de la balance des paiements (l'approche monétaire) est qu'il y a une causalité significative entre les variations des avoirs extérieurs nets (ΔAEN) et l'écart entre la variation de la demande de monnaie (ΔM) et la variation du crédit intérieur (ΔCIR).

En effet, la situation monétaire retrace la variation des avoirs extérieurs nets qui figure dans la balance des paiements. Elle peut être schématisée comme suit :

$$M = CIR + AEN \quad (1)$$

Ou bien en termes de variation :

$$\Delta AEN = \Delta MD - \Delta CIR \quad (2)$$

Avec M est la monnaie ou la quasi-monnaie, CIR est le crédit intérieur (ou crédit à l'économie (privé et public)) et AEN sont les avoirs extérieurs nets.

La demande de monnaie (en terme réel) est estimée en fonction d'un ensemble de déterminants (PIB, taux d'intérêt) :

$$\Delta MD/p = k \cdot \Delta y \quad (3)$$

Avec k : coefficient de liquidité (inverse de la vitesse de circulation de la monnaie)

L'équilibre de l'offre de monnaie et de la demande de monnaie sur le marché monétaire se présente comme suit :

$$\Delta M = \Delta MD \quad (4)$$

Suivant l'hypothèse que la demande de monnaie détermine la variation de la masse monétaire (ΔM), une relation directe entre la variation de crédit (ΔCIR), considéré comme un instrument de la politique monétaire, et le solde de la balance des paiements (ΔAEN), en tant qu'objectif de cette politique, peut être établie. Cette relation se présente comme suit :

$$\Delta AEN \text{ (objectif)} = \Delta MD \text{ (donnée)} - \Delta CIR \text{ (instrument)} \quad (5)$$

Si la variation du crédit à l'économie est inférieure à la variation de la masse monétaire, le solde de la balance des paiements serait positif. Donc, pour corriger le déséquilibre de la balance des paiements, les autorités publiques pourraient procéder à un plafonnement du crédit à l'économie.

2.3. Approche d'équilibre macroéconomique (fiscale ou de l'équilibre Epargne-Investissement)

En réponse à la critique adressée au modèle Mundell-Fleming⁴ concernant son incapacité à expliquer la persistance du mésalignement du taux de change réel et du déficit du compte courant des pays industriels et émergents suite à l'effondrement du système de Bretton Woods, la littérature économique récente propose une réponse à cette question via le développement d'une nouvelle approche de nature macroéconomique. Cette approche se fonde sur l'hypothèse selon laquelle la somme de l'épargne privée et l'épargne publique est égale à la différence entre les investissements dans les secteurs public et privé. Il convient de noter dans ce contexte que les fondements de l'approche EBA reposent sur l'approche de l'équilibre macroéconomique.

A partir de l'identité qui définit le PIB selon l'approche « demande », on peut établir une deuxième relation en partant de l'identité suivante :

$$PIB + M = C + I + G + X \quad (1)$$

En soustrayant le montant des dépenses de consommation finale du montant du PIB afin de dégager l'épargne intérieure :

$$PIB - C - G - I = (X - M) \quad (2)$$

$$S - I = (X - M) \quad (3)$$

Avec S est l'épargne publique

La différence entre l'épargne publique et l'investissement est l'équivalent de la balance commerciale (le solde entre exportations et importations de biens et services).

En ajoutant aux deux membres de l'identité (2), le revenu net des facteurs et les transferts courants nets, on obtient :

$$PIB + RNF + TRN - C - G - I = (X - M) + RNF + TRN \quad (4)$$

Donc, on trouve que:

$$RNDB - C - G - I = CC \quad (5)$$

Et :

$$S' - I = CC \quad (6)$$

Avec S' est l'épargne nationale brute.

On remarque ainsi que le solde courant de la balance des paiements (CC) est égal à l'écart entre l'épargne nationale brute et l'investissement.

La décomposition de l'épargne nationale et de l'investissement entre les secteurs privé (g) et public (p) permet d'obtenir la relation suivante :

$$(S_p - I_p) + (S_g - I_g) = CC \quad (7)$$

⁴Le modèle de Mundell-Fleming a été inventé indépendamment par Robert Mundell dans un article publié en 1963 et Marcus Fleming dans un autre article antérieur (1962). Il permet de comprendre l'impact des politiques économiques (monétaires, fiscales...) dans une économie ouverte aux échanges commerciaux et financiers avec l'étranger, ce à quoi le modèle IS/LM ne parvenait pas.

Ces deux dernières identités (6 et 7) constituent le fondement de l'approche d'équilibre macroéconomique expliquant les déficits du compte courant de la balance des paiements comme une insuffisance de l'épargne par rapport à un niveau d'investissement donné ou bien comme un excès d'investissement par rapport à un niveau donné de l'épargne.

Pour corriger le déficit du compte courant extérieur provenant du gap épargne-investissement, les autorités budgétaires peuvent soit augmenter l'épargne et/ou limiter l'investissement⁵.

La ventilation entre les secteurs public et privé permet de distinguer deux situations :

1ère situation :

$$\begin{array}{ccc} (S_p - I_p) + (S_g - I_g) = CC \\ < 0 & & < 0 \end{array}$$

Dans cette situation, le déficit du compte courant s'explique essentiellement par un déficit au niveau des finances publiques. L'aggravation du déficit budgétaire peut être compensée par une augmentation de l'épargne privée sur l'investissement privé.

2ème situation :

$$\begin{array}{ccc} (S_p - I_p) + (S_g - I_g) = CC \\ < 0 & & < 0 \end{array}$$

Dans cette deuxième situation, le déficit du compte courant reflète le déficit du secteur privé. L'aggravation du déficit privé peut être compensée par une augmentation de l'épargne publique sur l'investissement public.

Pour que le déficit du compte courant soit soutenable à moyen terme, l'approche d'équilibre macroéconomique, sous certaines conditions, montre que ce déficit pourrait être compensé soit par une maîtrise du déficit budgétaire afin d'éviter toute augmentation de l'écart épargne-investissement (public), soit par une augmentation de l'épargne privée sur l'investissement privé. C'est le cas des économies où les opportunités d'investissement sont importantes en comparaison avec la propension à épargner. Cette approche a été corroborée par l'exemple des pays ayant connu des déficits persistants de leurs comptes courants qui n'ont pas entraîné des déséquilibres macroéconomiques (Etats Unis, Japon...).

En outre, l'approche d'équilibre macroéconomique explique également la relation qui existe entre le taux de change et le compte courant de la balance des paiements. En effet, un recours massif par les autorités à l'épargne étrangère sous forme de prêts est effectué pour stabiliser l'écart épargne-investissement. Ce transfert de capitaux se traduira par un déficit du compte courant en raison de l'appréciation du taux de change réel de l'économie en question. En relation avec la politique budgétaire, cette accumulation importante de la dette se traduira par une augmentation des charges de la dette extérieure et donc un creusement du déficit budgétaire.

⁵A titre d'exemple, dans le cadre de sa politique globale qui vise à renforcer la maîtrise des équilibres macroéconomiques particulièrement des déficits jumeaux, le Maroc en 2014 avait pris d'une panoplie de mesures dans ce cadre et l'une de ses principales mesures était: le gel de 15 milliard de dirhams (MMDH) d'investissement.

3. Soubassements de la méthode EBA : origine, principes et améliorations

3.1. Fondements de la méthode CGER :

Il est à souligner que la méthodologie CGER est une application pratique de l'approche d'équilibre macroéconomique. Celle-ci se base sur l'identité comptable de l'équilibre emplois-ressources qui relie le compte courant extérieur (CA) à l'excédent (ou insuffisance) de l'épargne nationale (S) sur l'investissement (I). À l'équilibre, l'équation $S - I = CC$ prend la forme suivante :

$$CA^* = (S - I)^{\text{norme}}$$

La partie gauche de l'identité correspond au solde du compte courant sous-jacent. Ce dernier se définit comme le solde qui aurait été observé si la production avait été à son niveau potentiel (c'est-à-dire les facteurs de production sont pleinement employés dans l'économie sans engendrer des effets inflationnistes) et si les changements passés du taux de change avaient complètement produit leurs effets sur le volume des échanges (Bénassy-Quéré et al 2009). L'écart entre l'épargne et l'investissement ($S - I$) définit le compte courant « norme »⁶ généré par les fondamentaux de l'économie.

La méthodologie CGER suppose que les niveaux d'épargne nationale et d'investissement sont soutenables à moyen et long termes. Toutefois, cette hypothèse ne signifie pas que la position extérieure nette est à son équilibre. En effet, les fondateurs de l'approche CGER admettent qu'à moyen terme le taux de change d'équilibre peut être cohérent avec un certain niveau de déséquilibre du solde du compte courant bien que la production soit à son niveau potentiel (Isard, 2007). Dans ce sens, le taux de change d'équilibre permettrait à la position extérieure nette de s'ajuster progressivement vers sa valeur d'équilibre sur l'horizon de moyen terme (Bénassy-Quéré et al ; 2009).

La figure ci-dessous schématise les fondements de la méthodologie CGER basée sur l'approche d'équilibre macroéconomique. La relation entre le compte courant sous-jacent et le taux de change réel est illustrée par la courbe SCCS⁷. La pente de cette courbe est négative puisqu'une augmentation (ou baisse) du taux de change correspond à une appréciation (ou dépréciation) de la monnaie nationale. Une appréciation réelle du taux de change, qui se traduit à la fois par une baisse des exportations et une augmentation des importations (en valeur), conduit à une détérioration du compte courant de la balance des paiements (Isard 1998).

Le niveau d'équilibre de l'écart épargne-investissement représenté par la courbe $S - I$ est supposé indépendant de l'évolution du taux de change (Isard 1998).

La courbe SCCS peut se déplacer également en fonction du niveau de la croissance économique interne et étrangère. Ainsi, si la croissance économique interne est supérieure à celle des pays partenaires, la courbe SCCS se déplacera en bas, en raison de l'amélioration du compte courant (augmentation des exportations et baisse des importations). A contrario, si la croissance économique interne devient inférieure à celle des pays partenaires, la courbe SCCS se déplacera vers le haut puisque les importations augmentent et le solde du compte courant se détériore.

L'intersection entre la courbe du compte courant sous-jacent (SCCS) et la courbe $S - I$ (représentée graphiquement par le point B) détermine la valeur d'équilibre du taux de change réel (R^*). Cette valeur concilie les deux conditions de l'équilibre interne et externe. L'équilibre interne est réalisé lorsque la

⁶ Le solde du compte courant norme est appelé aussi dans la littérature « le solde d'équilibre » ou « le solde cible ».

⁷ Le solde courant cible est le solde permettant d'atteindre la position extérieure nette cible en cinq ans.

production nationale est à son niveau potentiel (avec $Y=Y^*$). Dans ces conditions, le compte courant correspondra à son niveau sous-jacent ou tendanciel. L'équilibre externe est donné par l'écart entre l'épargne nationale et l'investissement, qui est supposé soutenable à moyen et long terme.

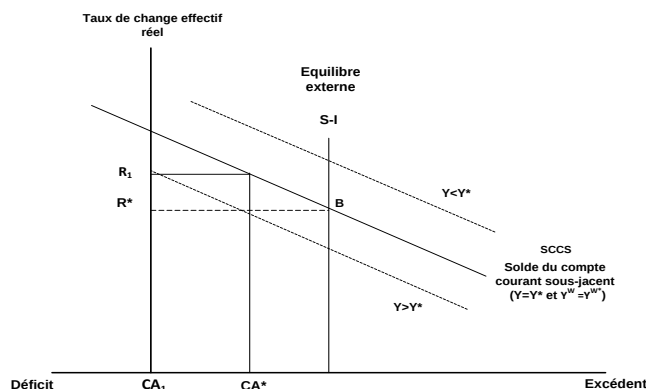


Figure 1 : The Methodology for CGER Exchange Rate Assessment (Rapport du FMI ; 2001).

3.2. Les motivations d'une nouvelle approche :

L'approche CGER fondée sur l'équilibre macroéconomique cherche à égaliser le solde sous-jacent du compte courant avec un solde norme. Il s'agit de calculer :

- Dans un premier temps, le solde extérieur norme en utilisant la méthode des moments généralisée (GMM) dont les principaux déterminants de l'équilibre épargne-investissement à moyen terme retenus dans le modèle sont : le solde budgétaire, le ratio de dépendance des retraités, le taux de croissance démographique, les avoirs extérieurs nets (AEN), la balance énergétique, le taux de croissance du PIB réel par habitant et le revenu relatif,
- Dans un second temps, le solde sous-jacent du compte courant par le jeu des élasticités des exportations et des importations au taux de change réel.

Bien que l'approche CGER ait présenté des lacunes biaisant les estimations du compte courant norme, le FMI s'est engagé sérieusement à développer une nouvelle approche visant à combler ces lacunes via l'extension de l'échantillon pour couvrir un groupe plus important de pays et la prise en compte de la contribution potentielle des politiques macroéconomiques aux déséquilibres extérieurs.

Il convient de préciser que la nouvelle approche, nommée External Balance Assessment, est tout simplement le développement approfondi de l'approche CGER selon laquelle le FMI a intégré d'autres déterminants qui peuvent jouer un rôle crucial dans la détermination de l'équilibre à moyen terme du gap épargne-investissement, notamment la démographie, les contributions considérables des fondamentaux économiques et des politiques ciblées etc. Ajoutons aussi dans le même sillage que l'une des caractéristiques fortes de l'approche EBA est qu'elle prend en considération les effets de transition d'un régime de change à un autre via l'introduction des variables de contrôle de la politique de change dans la modélisation du compte courant de la balance des paiements.

Tableau 1 : La différence entre EBA& CGER

EBA & CGER		
Modèles de compte courant et de taux de change réel		
	EBA	CGER
Données	Annuelles	Moyennes sur 4 ans
Variables	Facteurs conjoncturels, variables de politique et facteurs non cycliques.	Facteurs fondamentaux (sans distinction entre les variables politiques et celles non liées à la politique).
Normes	Valeurs extrapolées basées sur les niveaux actuels des facteurs fondamentaux et ceux souhaitables de politiques.	Valeurs ajustées en utilisant les fondamentaux à moyen terme.
Ecarts	Gaps politiques, désalignement du TCER et écarts structurels.	Désalignement du TCER

Source : Elaborés par nous-mêmes

3.3. Approche particulière de l'EBA : EBA-Lite

Depuis le démarrage de l'approche EBA (External Balance Assessment) et du rapport pilote sur les secteurs extérieurs (ESR) en 2012, des mesures importantes ont été entreprises par le FMI en vue d'améliorer davantage ses évaluations des secteurs extérieurs, principalement des soldes courants et des taux de change de ses pays membres. Dans ce cadre, l'examen triennal de la surveillance⁸ a préconisé l'introduction d'innovations conceptuelles dans l'approche EBA en vue de renforcer l'évaluation du secteur extérieur des pays non couverts par l'exercice EBA. A cet égard, le Plan d'Action du FMI de 2015 a mis en œuvre une nouvelle approche nommée « EBA-lite », comme extension de l'approche EBA, pour intégrer un groupe plus large de pays disposant d'un système d'information plus innovant qui permet de produire les données nécessaires à la réalisation de ladite évaluation.

En effet, en 2015, le modèle de calcul du taux de change réel et l'approche de la viabilité externe ont été ajoutée dans l'approche «EBA-lite».

Malgré les améliorations significatives introduites dans la méthodologie EBA, un grand nombre de pays ne sont pas couverts par ladite approche et restent soumis à l'ancienne méthodologie CGER.

Plusieurs raisons la mise en œuvre d'une extension de l'approche EBA afin de la généraliser pour intégrer les pays non couverts par ledit exercice :

- l'approche CGER s'inspire de documents qui se caractérisent généralement par une description moins détaillée des données, particulièrement celles provenant de pays moins développés. Ce facteur a souvent biaisé les calculs et la pertinence des résultats et a également rendu difficile de faire des analyses comparatives entre pays ;
- la nécessité d'harmoniser et d'unifier la boîte à outils utilisée pour évaluer la position du secteur extérieur des pays membres ;
- l'approche CGER ne prend pas en considération les contributions importantes des fondamentaux économiques et des politiques ciblées. De plus, pour les pays en dehors de

⁸L'objectif primordial de l'Examen triennal de surveillance (ETS) est de renforcer l'efficacité et l'influence de la surveillance exercée par le FMI, qui est de promouvoir la stabilité économique et financière tant à l'échelle des différents pays qu'au niveau mondial. Il s'appuie sur les points suivants : i) la revue et l'analyse des rapports rédigés dans le cadre des consultations au titre de l'article IV; ii) les directives d'un Groupe consultatif externe aux principaux stades de l'examen; iii) des études de référence; et iv) des enquêtes et des entretiens avec les autorités nationales, les services du FMI et les autres parties prenantes. Plus précisément, l'EST cherche à déterminer si le FMI met en œuvre le cadre intégré de la surveillance de façon efficace et s'il est capable de faire face à de nouveaux défis en matière de politique économique.

l'échantillon d'EBA, les politiques et les fondamentaux macroéconomiques ont des effets différents et significatifs sur le redressement de leurs comptes courants et la stabilité des taux de change ;

- les évaluations faites par la méthodologie CGER sont fondées sur des données non actualisées puisque le dernier exercice d'évaluation par cette méthode n'a pas été effectué depuis 2015, ce qui va induire certainement des erreurs au niveau des calculs effectués.

Pour remédier à ces insuffisances, le FMI a élaboré l'approche EBA-Lite se substituant à l'ancienne approche CGER et couvrant les pays en dehors du champ d'application de l'EBA. Il s'agit particulièrement des pays qui produisent des informations pertinentes et fiables et se caractérisant par des conditions spéciales, notamment des places financières, d'importants flux de transferts de fonds, un secteur du tourisme dynamique, des exportations fortes de produits de base, etc.

Désormais, EBA-Lite comprend un ensemble de fondamentaux de l'approche EBA et contribue à améliorer l'ajustement des modèles adoptés pour le cas des pays émergents et en voie de développement. Par contre, pour les pays qui ne font pas partie de l'échantillon EBA-lite en raison des lacunes dans l'information et du manque important de données, le FMI utilise d'autres mesures quantitatives pour évaluer leurs positions extérieures telles que la compétitivité-prix, la parité du pouvoir d'achat, la balance commerciale, la compétitivité structurelle (hors prix), etc.

Il est important de souligner que l'équipe de recherche du FMI, dans ses rapports annuels au titre de l'article IV, utilise l'approche globale EBA pour examiner seulement la soutenabilité du compte courant du Maroc et l'approche EBA-Lite pour évaluer la valeur du dirham par rapport à son niveau d'équilibre, et cela en raison du manque de données nécessaires pour élargir son champ d'application.

3.4. Conception méthodologique de l'approche EBA :

Au niveau conceptuel, il convient de préciser que trois modèles constituent les piliers de l'approche EBA, à savoir : le modèle de compte courant de la balance des paiements, le modèle de TCER et le modèle de viabilité extérieure :

- Les modèles de compte courant et de TCER sont basés sur des équations de régressions et donnant une mesure du solde structurel de la balance courante à moyen terme tel que déterminé par les fondamentaux économiques et les politiques économiques souhaitables. La différence entre le niveau existant du solde structurel du compte courant et de la «norme» représente le «gap» du solde courant et fournit, donc, une mesure du déséquilibre externe. Si le gap calculé paraît plus élevé, cela signifie que les fondamentaux et les politiques économiques adoptées nécessitent un réajustement rapide concernant l'objectif de maintien ou d'atteinte d'une position extérieure proche de l'équilibre ou de réaliser un surplus à moyen terme.
- Le modèle de viabilité extérieure, comme dans l'ancienne méthodologie CGER il estime le « gap » du solde courant comme étant la différence entre le solde courant projeté à moyen terme et le solde courant nécessaire pour stabiliser les avoirs extérieurs nets du pays. En effet, l'approche EBA offre des outils pour gérer et analyser en détail la situation actuelle des avoirs extérieurs nets du pays en vue d'arriver à maintenir un niveau de référence durable en matière de réserves de change.

Il convient de préciser que les modèles des compte courant et du taux de change réel se composent à la fois d'une analyse positive et d'une évaluation normative comme suit :

- l'analyse positive s'appuie sur les modèles de régression illustrant l'évolution du compte courant et du taux de change réel.
- l'évaluation normative repose sur l'évaluation des niveaux souhaitables et appropriés du pays en matière de politique économique tout en estimant les gaps politiques (écarts entre les niveaux de politiques actuels et souhaitables) eu égard à leurs contributions au compte courant et au taux de change réel.

3.5. Les étapes de détermination du compte courant norme :

En vue de comparer le solde extérieur courant effectif d'un pays avec sa norme, le processus de la méthode EBA comporte quatre étapes, à savoir :

Étape 1 : Estimer le modèle du compte courant

Le point de départ est d'estimer le compte courant «moyen» d'un pays selon certaines caractéristiques (structure démographique, niveau de revenus,...) et politiques économiques (les politiques budgétaire, sociale, financière et change). C'est la détermination du coefficient «Bêta».

Étape 2 : Calculer le solde du compte courant ajusté du cycle

Cette étape consiste à estimer le compte courant ajusté du cycle tout en se basant sur des facteurs cycliques notamment les termes de l'échange et l'output gap. C'est le solde du compte courant effectif (sous-jacent) qu'on va comparer avec le compte courant norme.

Étape 3 : Déterminer le compte courant norme

Un compte courant «Moyen» n'est pas nécessairement synonyme d'«optimal» ou de «souhaité». Par exemple, dans le cas où le pays applique une politique publique inadaptée (trop laxiste ou trop stricte), il est donc préférable de calculer le solde courant qui prévaudrait si cette politique était adaptée ou pas. Pour cette raison, on calcule les écarts entre les politiques effectives et les politiques souhaitées dans le modèle EBA, puis on les utilise pour déterminer le niveau souhaité du compte courant de la balance des paiements.

Étape 4 : Calculer le Compte courant norme ajusté

Dans certains cas, les estimations du modèle sont ajustées en fonction de facteurs spécifiques au pays de nature qualitatif en se basant en particulier sur les observations obtenues au cours du processus de consultation (les observations des experts dans le cadre des consultations au titre de l'article IV à titre d'exemple).

Étape 5 : Déterminer l'écart du compte courant

Le gap du compte courant, qui s'obtient en soustrayant le solde courant effectif (le solde CC ajusté du cycle) du compte courant norme, constitue la base de l'approche EBA. Cet écart comprend tous les facteurs et les politiques macroéconomiques inadaptées ainsi que les distorsions intérieures qui font dévier le solde extérieur de son niveau désiré. Ces écarts sont ensuite traduits en évaluations qualitatives.

Ainsi, les évaluations externes sont menées à partir d'une norme de classification à tous les postes du secteur extérieur (voir le tableau ci-après).

Tableau 2 : La classification des évaluations globales du FMI

Classification des évaluations globales		
Gap CC	Gap TCER	Interprétions des résultats
> 4%	< - 20%	Substantiellement plus solide
[2%, 4%]	[-20%, -10%]	Plus solide
[1%, 2%]	[-10%, -5%]	Relativement solide
[-1%, 1%]	[-5%, 5%]	La position extérieure semble globalement en adéquation avec les fondamentaux et les grandes orientations de politique économique.
[-2%, -1%]	[5%, 10%]	Relativement fragile
[-4%, -2%]	[10%, 20%]	Fragile
< 4%	> 20%	Substantiellement plus fragile

Source : FMI

Parallèlement, les fondements de son application sont issus de la littérature économique, dont notamment : les données démographiques, le revenu par habitant, le taux de croissance, la balance énergétique et les avoirs extérieurs nets, etc. Cependant, contrairement à l'ancienne approche CGER, l'EBA n'inclut pas de mesure retardée du compte courant (lagged CA). D'un autre côté, et en plus des variables habituelles, la méthode EBA inclut trois nouveaux types de variables :

- Des variables cycliques exogènes : le cycle des termes de l'échange et la situation du marché des capitaux mondial ;
- Des variables cycliques liées aux politiques macroéconomiques : l'écart de production (comme approximation d'un choc par la demande) et le différentiel du taux d'intérêt réel ;
- Des variables traduisant des politiques macroéconomiques : le solde budgétaire, les dépenses de la santé publique, l'indice de protection sociale, le régime politique et le contrôle des flux de capitaux.

3.6. Les principales améliorations apportées à la méthodologie EBA

A la lumière de ce qui précède, des améliorations importantes de l'approche EBA ont été affinées par le FMI en 2016 pour refléter les conclusions tirées depuis les derniers changements apportés en 2015 qui visent à fournir une modélisation plus solide des principaux déterminants des soldes des comptes courants, incorporant les avancées de la littérature et les retours d'informations détaillés des autorités des pays. Ces améliorations ont porté principalement sur l'amélioration de la modélisation notamment de certaines données démographiques fondamentales et de la mesure des positions extérieures ainsi que des politiques macroéconomiques dans la détermination du modèle de compte courant de l'EBA.

Il convient d'ajouter dans ce sillage que des outils complémentaires ont été également développés pour éclairer le rôle des politiques structurelles dans l'explication des déséquilibres excessifs des comptes courants. Ainsi, les améliorations entreprises ont non seulement, placé le modèle de compte courant de l'EBA sur une base conceptuelle plus solide, mais ont également amélioré son ajustement statistique global. Au cours de ce cycle, les modèles de taux de change réel ont incorporé les mêmes améliorations que le modèle de compte courant pour maintenir la cohérence et la comparabilité, et ont été estimés avec des données actualisées.

En effet, les développements du modèle EBA font partie d'un effort continu du FMI pour améliorer les outils clés afin d'assurer des évaluations rigoureuses du secteur extérieur, s'appuyant également sur les jugements spécifiques des pays membres.

Dans l'ensemble, la dernière mise à jour de l'approche EBA peut être résumée et ramenée à quatre domaines :

- Mise à jour et extension des données : ré-estimation du modèle sur la base d'un échantillon d'estimation étendu (trois années supplémentaires, jusqu'en 2016) et révision des données historiques (sous l'effet de l'adoption du M6BP9).
- Modélisation solide des fondamentaux : améliorer la modélisation de la démographie et mieux mesurer le rôle du risque institutionnel et politique dans les décisions d'épargne et d'investissement.
- Prise en compte du rôle des politiques macroéconomiques : une meilleure prise en compte de l'impact des interventions de change et du cycle financier sur la dynamique du compte courant.
- Prise en compte du rôle des politiques structurelles à travers l'utilisation des données tierces, disponibles publiquement, sur des indicateurs structurels pour un sous-ensemble d'années-pays (Doing Business à titre illustratif). Ces outils complémentaires sont destinés à fournir aux différents pays des orientations générales sur le rôle potentiel des politiques structurelles d'une manière plus systématique et multilatérale.

En termes de qualité d'ajustement, les principales améliorations introduites dans l'approche EBA renforcent significativement le pouvoir explicatif de ces modèles. En effet, ces améliorations permettent :

- l'augmentation du pouvoir explicatif du modèle: augmentation du coefficient de corrélation multiple R^2 en passant de 0,49 dans l'ancien modèle à 0,55 dans le modèle actuel.
- la réduction de la marge d'erreur du modèle : L'erreur quadratique moyenne a diminué de près de la moitié en passant 6% à 3,1%.
- l'amélioration des élasticités du modèle : Les nouveaux coefficients estimés des variables explicatives sont plus cohérents avec les antécédents et quasiment en ligne avec la littérature économique. Aussi, sont-ils jugés statistiquement plus significatifs car :
 - l'affinement de la «démographique» dans la nouvelle spécification du compte courant, montre que les coefficients estimés sont statistiquement significatifs dont les variables capturant les effets dynamique et statique présentant généralement des signes attendus. En particulier, le terme d'espérance de vie et son interaction montrent la non linéarité entre l'espérance de vie et le solde du compte courant dont la relation entre eux est négative le cas où la durée de vie est plus faible ;
 - la baisse du coefficient budgétaire en relation avec la littérature suggérant que les cycles financiers accentuent la pro-cyclicité de la politique budgétaire dans l'échantillon des économies avancées ;
 - l'augmentation du coefficient relatif au FXI en cohérence avec les études récentes qui stipule que le FXI peut avoir des effets significatifs à moyen terme sur les déséquilibres. L'effet estimé de FXI dans le modèle affiné est plus important et plus conforme à la théorie. Statistiquement parlant, le coefficient de régression suggère qu'une hausse de FXI de 1% du PIB entraîne une augmentation du compte courant de 0,19% du PIB pour un pays dans le 75^{ème} percentile de la distribution de l'indice

⁹Manuel 6 de la balance des paiements

Quinn des contrôles des capitaux (contre 0,11 selon la spécification précédente) et 0,38 pour un pays au 90e percentile (contre 0,22) ;

- L'augmentation du coefficient relatif aux avoirs extérieurs nets (NFA) ;
- la hausse de 10% du crédit/PIB au-delà de sa tendance estimée pourrait entraîner une baisse de 1% du compte courant ;
- l'absence d'effet des variables d'incertitude globale en raison de l'extension de la période d'étude (la condition de la normalité est respectée).

Ainsi, l'effet combiné significatif des variables démographiques sur le plan économique : il peut expliquer près de 15% de la variation globale des comptes courants entre pays au cours des cinq dernières années (moyenne entre 2012 et 2016). Conformément à la théorie, il est important de noter que ces réajustements conduisent à une interprétation plus cohérente de la contribution démographique dans l'explication des comptes courants normes dans tous les pays d sorte que cette contribution paraît être plus significative dans les pays où la population est relativement plus jeune avec un nombre élevé des épargnants appartenant à la première tranche d'âge et/ou la période de retraite est plus longue.

De plus, les légers changements dans l'estimation des nouveaux comptes courants normes par rapport à l'ancienne spécification : d'une manière générale, les pays avancés continuent d'afficher des comptes courants normes plus élevés avec un risque de confiance moins faible par rapport à celui affiché par l'ancienne spécification.

Toutefois, les améliorations méthodologiques apportées aux modèles EBA représentent un pas en avant dans la mise au point d'un outil d'évaluation plus fiable. L'objectif global de ces réajustements était d'améliorer le cadre opératoire et conceptuel via le recours aux leçons de l'expérience passée, ainsi qu'aux commentaires reçus de divers intervenants et les dernières avancées de la littérature académique. Cette recherche des "meilleurs" modèles est considérée comme un processus continu et évolutif d'intégration de nouvelles leçons dans le cadre conceptuel de l'EBA.

Tableau 3 : La Méthode EBA

<i>Méthode EBA du CC (en % du PIB)</i>
CC actuel (a)
CC ajusté des variations cycliques (b)= (a)- x
CC norme (c)
CC norme ajusté des variations cycliques (d)= (c)- x
"Écart" de CC (e) = (a)-(c)= (b)-(d)
"Écart" de politique (f)
Élasticité du CC/TCER (g)
"Écart" de TCER (h) = (e)/(g)
X : contribution de l'écart de production et des termes de l'échange

Grosso modo, l'approche EBA offre un cadre de référence satisfaisant permettant de faire des évaluations fiables sur la santé du secteur extérieur et constitue également un outil efficace d'analyse de la soutenabilité du compte courant de la balance des paiements. D'un autre côté, l'approche EBA a été conçue pour constituer une refonte de l'approche CGER avec sa particularité de raisonner en termes de contribution des politiques économique et sociale dans l'amélioration de la position extérieure.

4. Application des méthode EBA et EBA-Lite pour le cas du Maroc :

L'objectif de notre analyse est de parvenir à une évaluation quantitative au niveau de l'économie marocaine du solde de compte courant(CC) et du degré de mésalignement du taux de change effectif

réel(TCER) par rapport à son niveau d'équilibre suite à la mise en œuvre de la réforme de régime de change. Dans l'ensemble, les méthodes utilisées pour atteindre les résultats escomptés sont fondamentalement celles adoptées par le FMI notamment 1) la méthode EBA pour évaluer la soutenabilité du solde de compte courant de la balance des paiements et 2) la méthode EBA-Lite pour calculer le mésalignement du TCER.

4.1. EBA : Évaluation de la soutenabilité du compte courant (Résultats 2018) :

En termes de démarche, les coefficients des principaux déterminants du solde courant sont estimés sur un échantillon des pays du panel pris sur la période allant de 1995 jusqu'au 2016. Par ailleurs, une mesure «de politique optimale» (P*) est estimée pour, respectivement, la politique budgétaire, la politique sociale, la politique de change et le contrôle des capitaux. Cette information est utilisée par la suite pour calculer la norme du solde courant.

4.1.1. Estimation du compte courant norme

Pour déterminer le niveau optimal du compte courant, nous allons modéliser le niveau d'équilibre de l'écart entre épargne et l'investissement via l'utilisation d'un ensemble de fondamentaux et de variables.

Tableau 4 : Les contributions des facteurs dans le redressement du solde du compte courant au titre de l'année 2018

Variables explicatives:	Contributions	Conclusion
Cyclical Factors	0,24%	Effet positif
Macroeconomic Fundamentals	-0,61%	Effet négatif
Structural Fundamentals	-0,02%	Effet négatif
Policy Variables	0,31%	Effet positif
Constant	-0,94%	Effet négatif

Source : Elaborés par nous-mêmes.

Dans l'ensemble, le compte courant de la balance des paiements a dégagé un solde déficitaire de -5% du PIB en 2018 contre -3,6% en 2017. Cette dégradation observée tout au long de l'année 2018 s'explique en partie par les contributions négatives de certains facteurs à la fois macroéconomiques et structurels :

- Les facteurs macroéconomiques (-0,61%) Ces facteurs englobent les perspectives de la croissance économique attendue qui sont jugées défavorables, la baisse de la productivité mesurée en production par travailleur (effet de Balassa-Samuelson) et les résultats nets réalisés sur les actifs financiers ;
- Les facteurs structurels (-0,02%) regroupent les forces démographiques qui exercent des pressions sur l'Etat pour l'amener à dépenser davantage au détriment de l'épargne ainsi que les fluctuations de prix des matières premières et de l'énergie (pétrole, butane et produits céréaliers) qui contribuent à la ponction d'assez de devises étrangères.

En revanche, les facteurs cycliques, mesurés par l'output gap et la politique d'ouverture, et les politiques économiques et sociales montrent une contribution positive et significative dans le redressement du solde du compte courant d'environ 0,24% et 0,31 % respectivement.

4.1.2. Calcul du compte courant ajusté des variations cycliques :

Le calcul du compte courant corrigé des variations cycliques nécessite l'élimination des effets des facteurs cycliques notamment l'output gap et la politique d'ouverture mesurée par le taux d'ouverture et les termes d'échange.

Tableau 5 : Le compte courant sous-jacent

Contribution des facteurs cycliques		Estimations
Contribution cyclique :	Output Gap	0,43%
	TOT*TE_ECH	0,04%
Contribution Totale		0,50%
Compte courant ajusté des variations cycliques		-5,90%

Source : Elaborés par nous-mêmes.

Les résultats du compte courant sous-jacent au titre de l'année 2018 font apparaître un solde négatif (-5,5%), avec une contribution positive des facteurs cycliques estimée à près de 0,5%. De plus, la contribution de l'output gap paraît être plus importante (0,43%) pour le compte courant comparativement à celle de la politique d'ouverture (0,04%).

Ces résultats sont importants car ils montrent que le Maroc a bénéficié davantage de la conjoncture économique actuelle, particulièrement la stabilité des prix du pétrole qui ont affaibli l'incertitude pour la demande intérieure ainsi que de sa politique d'ouverture, clairement axée sur la promotion des investissements étrangers. Cela a produit des effets positifs sur la position extérieure, particulièrement sur la confiance des investisseurs envers l'économie nationale.

4.1.3. Contribution des politiques

Il s'agit de mesurer la contribution moyenne des politiques socio-économiques menées par le Maroc pour renforcer sa position extérieure afin de rendre son solde courant plus soutenable à moyen terme, tout en la comparant avec les niveaux souhaités¹⁰. Le vecteur de variables politiques contient des indicateurs mesurant notamment la politique budgétaire, la politique sociale, la politique de crédit et la politique de change ainsi qu'un autre indicateur intégré dans ce panier comme variable de contrôle de la politique de change.

Tableau 5 : L'estimation de la contribution des politiques

Politiques	Estimation de la contribution des politiques 2018
1. Politique budgétaire	0,7%
2. Politique sociale	-0,3%
3. Avoirs extérieurs	-0,4%
4. Crédits privés	0,8%
5. contrôle du capital	0,9%
Totale des contributions	1,6%

Source : Elaborés par nous-mêmes.

La contribution de chacune des politiques au solde du compte courant est calculée sur la base de la politique courante du Maroc par rapport à son niveau souhaité P*¹¹ relativement aux politiques des autres pays Pw comparées à leurs propres Pw*.

Si l'on se base sur les calculs mentionnés ci-dessus, on peut conclure que :

¹⁰A noter dans ce cadre que les données relatives aux variables politiques souhaitées proviennent du département de recherche du Fond Monétaire International.

¹¹ Le niveau désiré est calculé comme la valeur moyenne pour un groupe de pays comparables.

- Le gap du solde budgétaire structurel du Maroc (-0,4%), bien qu'il se situe à en deçà du niveau mondial, reste inférieur à son niveau cible (-2,5%), ce qui implique que la politique budgétaire du Maroc est expansionniste. Il a également un effet positif sur le solde du compte courant (+0,7%).
- Le gap de la politique sociale du Maroc (représenté par les dépenses de santé en points de pourcentage du PIB) est également inférieur à son niveau désiré mais pas loin de la tendance mondiale (-4,0% contre -4,6%). Cela montre, qu'en termes de contribution, la politique sociale a un impact négatif sur le solde du compte courant mais reste sensiblement plus faible (-0,3%).
- La contribution de la politique financière, mesurée par une variable proxy à savoir « les crédits privés rapportant au PIB », a un effet positif sur le solde courant dont son gap effectif (-7,4%) est plus large que la moyenne mondiale (+0,4%). Ce résultat montre que la croissance du crédit reste faible par rapport à la tendance mondiale et la politique monétaire adoptée actuellement est globalement moins accommodante et ne stimule plus la consommation. Par ailleurs, l'impact sur le compte courant est généralement positif mais modeste (+0,8%), du fait que notre système financier est moins profond.
- La politique de change s'est éloignée du niveau mondial contribuant négativement au solde du compte courant de 0,4%.
- Les contrôles des capitaux du Maroc (approximé par l'index de Quinn¹²) sont plus élevés que leurs P* contribuant à améliorer le solde du compte courant de 1,6%.

Sur la base des résultats mentionnés ci-dessus, on peut constater que la contribution globale des politiques économiques est favorable mais modeste avec +1,6% du PIB tirée principalement par les contributions de la politique budgétaire (+0,7%), de la politique financière (+0,8% du PIB) et du contrôle du capital (+0,9%). Par ailleurs, la politique sociale et la variation des avoirs extérieurs ont enregistré une contribution non significative avec -0,3% et -0,4% du PIB respectivement.

4.1.4. Synthèse des résultats

La contribution du résidu des facteurs non expliqués est défavorable et reste relativement élevé avec 3,1% du PIB. Ce résidu s'explique par plusieurs facteurs dont notamment i) l'existence de problème de multi-colinéarité particulièrement entre la variable de la politique fiscale et celle de la politique sociale, ii) la présence d'un biais d'endogénéité liée aux variables politiques introduites dans le modèle notamment les variables de politiques budgétaires qui peuvent être non une cause mais une conséquence de la situation des transactions courantes, iii) le modèle en question n'introduit pas dans sa conceptualisation d'autres variables (cycliques et politiques) impactant significativement le solde du compte courant.

Tableau 6 : Les résultats de l'approche EBA pour l'année 2018

Compte courant actuel	Facteurs cycliques	Ajustement cyclique	CC norme ajusté	Contribution des politiques	Résidu	Gap du TCER
-5%	0,5%	-5,5%	-4,0%	1,6%	-3,1%	-5%

Source : Elaborés par nous-mêmes

Les résultats de l'application de l'approche EBA, basée sur l'analyse du solde du compte courant montrent finalement que la position extérieure semble être globalement en adéquation avec les

¹² Nous utilisons la mesure de Quinn actualisée et publiée par l'« External Balance Assessment » du FMI (2016), dans lequel l'indice de Quinn est rééchelonné sur un intervalle [0,1] avec la valeur 1 indiquant le niveau de contrôle le plus élevé.

fondamentaux et les grandes orientations de politique économique selon les critères d'appréciation du FMI. Ainsi, la mesure du degré d'alignement du taux de change effectif réel par le jeu des élasticités des importations et des exportations montre que le Dirham devrait se déprécier de 5% pour que le compte courant soit soutenable à moyen terme.

En somme, malgré les améliorations apportées à la méthode EBA, certaines remarques par rapport à son application au cas du Maroc peuvent être soulevées :

- d'une part, le niveau élevé du résidu de la régression dans la méthode du compte courant nécessite davantage d'explications et de clarifications ;
- d'autre part, l'inadéquation du modèle de commerce extérieur utilisé par l'EBA : L'EBA utilise un modèle de commerce extérieur estimé en panel et attribuant les même élasticités pour l'ensemble des pays alors que le commerce extérieur de notre économie présente des spécificités très particulières (une grande partie des importations est incompressible, sa réaction par rapport au taux de change est faible, une sensibilité des exportations de phosphate aux prix différent de celle des exportations des autres produits, etc.)

4.2. EBA-Lite : Mésalignement du taux de change effectif réel (Résultats 2018)

Les principaux résultats de l'application de la boîte à outils EBA-lite pour l'évaluation du taux de change réel d'équilibre (REER) sont présentés dans les deux tableaux suivants :

Tableau 7 : Le mésalignement du taux de change effectif réel

Résultat d'EBA-Lite au titre de l'année 2018	
Ln(REER) Actuel	4,6
Ln(REER) Estimé	4,66
Ln(REER) Norme	4,65
Résiduel	-0,06
Gap REER	-4,80% (Sous-évaluation)
Gap de politiques	1%

Source : Elaborés par nous-mêmes

Le degré du mésalignement du taux de change réel table sur -4,8% (contre -5,7% l'année précédente, soit une amélioration de 1,1 point), ce qui indique une sous-évaluation du dirham par rapport à son niveau d'équilibre au cours de l'année 2018 avec une amélioration significative par rapport au niveau enregistré en 2017. De plus, la contribution des politiques économiques reste modeste dans l'ajustement des variations persistantes du taux de change réel (à peine 1%).

Sur la base des résultats mentionnés ci-dessous, on peut constater que la contribution globale des politiques économiques, avec 1% du PIB, est positive mais reste timide. Elle est tirée principalement par les contributions de la politique de change (0,14%) et des mesures du contrôle du capital (1,27%). De leur part, la politique financière, la politique du taux d'intérêt et la politique sociale ont une contribution négative dans le redressement du gap avec -1,11%, -0,77% et -0,05% du PIB respectivement.

Tableau 7 : Les contributions des politiques dans l'ajustement de mésalignement du TCER

	Niveau estimé	Niveau désiré	Contribution de politiques
Politique sociale (%PIB)	2,50%	1,90%	-0,05%
Taux d'intérêt réel (%PIB)	2,70%	1,80%	-0,77%
Variation des réserves (%PIB)	-1,50%	0,00%	0,14%
Niveau de crédits privés (%PIB)	63,00%	74,10%	-1,11%
Croissance des crédits privés (%PIB)	4,60%	7,00%	-0,90%
Contrôle de capitaux	0,83	0,15	1,27%
Contributions totales	1%		

Source : Elaborés par nous-mêmes

On pourrait déduire que, au titre de l'année 2018, les politiques financière, du taux d'intérêt et sociale constituent les principaux ajusteurs des mésalignements persistants du taux de change réel par rapport à son niveau d'équilibre. Par conséquent, le Maroc devrait renforcer ses efforts pour améliorer la contribution de ces politiques dans l'ajustement du taux de change afin d'éviter tout effet cataclysmique du mésalignement sur l'économie nationale, et particulièrement sur la soutenabilité du compte courant de la balance des paiements.

5. Conclusion

Le choix d'appliquer l'approche EBA (approche positive et normative) pour examiner la soutenabilité du solde du compte courant de la balance des paiements a servi pertinemment à l'atteinte de l'objectif principal de notre travail qui était d'évaluer la position extérieure du Maroc et donc de son niveau de compétitivité.

Par ailleurs, au regard des résultats obtenus par notre étude, les principales conclusions peuvent être résumées comme suit :

- Le déficit du compte courant corrigé des variations cycliques (-5,5%) est supérieur à sa norme (-4%).
- Les résultats du compte courant sous-jacent au titre de l'année 2018 font apparaître un solde négatif (-5,5%), avec une contribution positive des facteurs cycliques estimée à près de 0,5%. De plus, la contribution de l'output gap paraît être plus importante (0,43%) sur le compte courant comparativement à celle de la politique d'ouverture (0,04%).
- La contribution globale des politiques économiques reste relativement favorable aux alentours de +1,6% du PIB, tirée principalement par les contributions de la politique budgétaire (+0,7%), de la politique financière (+0,8% du PIB) et du contrôle du capital (+0,9%). Pour leur part, la politique sociale et la variation des avoirs extérieurs ont enregistré une contribution non significative avec -0,3% et -0,4% du PIB respectivement.
- La contribution du résidu des facteurs non expliqués est défavorable et reste relativement élevé avec 3,1% du PIB. Ce résidu s'explique par plusieurs facteurs notamment i) l'existence de problème de multi-colinéarité particulièrement entre la variable de la politique fiscale et celle de la politique sociale, ii) la présence d'un biais d'endogénéité liée aux variables politiques introduites dans le modèle notamment les variables de politiques budgétaires qui peuvent être non une cause mais une conséquence de la situation des transactions courantes, iii) le modèle en question n'introduit pas dans sa conceptualisation d'autres variables (cycliques et politiques) impactant significativement le solde du compte courant.

- Les résultats de l'approche EBA, basée sur l'analyse du solde du compte courant, montrent finalement que la position extérieure semble globalement en adéquation avec les fondamentaux et les grandes orientations de politique économique selon les critères d'appréciation du FMI. Ainsi, la mesure du degré d'alignement du taux de change effectif réel par le jeu des élasticités des importations et des exportations montre que le Dirham devrait se déprécier de 5% pour que le compte courant soit soutenable à moyen terme.
- Les principaux résultats de l'application de la boîte à outils EBA-lite pour l'évaluation du taux de change réel d'équilibre (REER) montrent que le degré de mésalignement du taux de change réel table sur -4,8% (contre -5,7% l'année précédente, soit une amélioration de 1,1 point), ce qui indique une sous-évaluation du dirham par rapport à son niveau d'équilibre au cours de l'année 2018 avec une amélioration significative par rapport au niveau enregistré en 2017. La contribution des politiques économiques reste modeste dans l'ajustement des variations persistantes du taux de change réel (à peine 1%) suite principalement aux contributions de la politique de change (0,14%) et des mesures de contrôle du capital (1,27%). De leur part, la politique financière, la politique du taux d'intérêt et la politique sociale contribuent négativement à raison de -1,1% dans le redressement du gap.
- Le marché de change qui n'est pas suffisamment profond nécessite davantage d'assouplissement des restrictions réglementaires et d'assouplissement des contraintes sur le compte-capital afin de contribuer à son développement.
- Globalement, l'analyse de la soutenabilité du solde du compte courant et du degré de mésalignement du taux de change effectif réel montrent que la position extérieure du Royaume du Maroc semble globalement être en adéquation avec les fondamentaux et les grandes orientations de politique économique selon les critères d'appréciation du FMI.
- Malgré cela, la poursuite des réformes macroéconomiques, structurelles et sectorielles reste un ingrédient clé et un garant pour la réussite du processus de réforme du régime de change déjà entamée par les autorités marocaines.

BIBLIOGRAPHIE

- [1] A. Abiad, P. Kannan and J. Lee. "Evaluating historical CGER assessments: How well have they predicted subsequent exchange rate movements?," IMF working paper 09/32., 2009.
- [2] A. Bénassy, Q. S. Béreau, and V. Mignon, "Robust Estimations of Equilibrium Exchange Rates within the G20: A Panel BEER Approach," *Scottish Journal of Political Economy*, 2009.
- [3] T. Bayoumi, J. Gagnon, and C. Saborowski. "Official Financial Flows, Capital Mobility, and Global Imbalances," *Journal of International Money and Finance* 52 (C): 146–74. 2015
- [4] B. Balassa. "The purchasing-power parity doctrine: A reappraisal," Edited by University of Chicago Press. *Journal of Political Economy* vol.72 : 584-584. 1964
- [5] C.Couharde, I. Coulibaly and O. Damette. "La dynamique d'ajustement des taux de change réels dans la zone franc CFA," *Revue économique*, 2012.
- [6] C. Augusto, A. Chong, and V. N. Loayza, "Determinants of Current Account Deficits in Developing Countries," *The B.E. Journal of macroeconomics*, Vol. 2, No. 1, pp. 1–33. 2002.
- [7] M. Chinn, and E. Prasad, "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration," *Journal of International Economics*, Vol. 59 No. 1, pp. 47-76. 2003
- [8] D.Quinn. "The Correlates of Change in International Financial Regulation." *American Political Science Review*, no. VOL.91 (1997): 531-551.
- [9] D.Quinn, C.Inclan, A.M.Toyoda. "How and where capital Account Liberalization Leads to Economic Growth," *les rencontres annuelles de science politique américaines*, 2001.
- [10] N. E. Egbuna and al. "Libéralisation du compte en capital dans ZMAO: Analyse d'écarts ». Institut monétaire de l'Afrique de l'ouest (IMAO), " Vol.1 N°6. (2013)
- [11] J.Gagnon. "Global Imbalances and Foreign Asset Expansion by Developing-Economy Central Banks," Working Paper 12–5, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC. 2012
- [12] J.Gagnon. "The Elephant Hiding in the Room: Currency Intervention and Trade Imbalances." Working Paper 13-2, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC. 2013
- [13] M.A. Ichou et al (2019). "Modélisation du comportement du compte courant : déterminants et soutenabilité". *Finance & Finance Internationale* . N°14 janvier 2019 ISSN: 2489-1290. <http://revues.imist.ma/?journal=FFI>.
- [14] IMF. "Morocco: Selected Issues." IMF Country reports , International Monetary Fund, 2015, 2016, 2017 and 2018.
- [15] IMF. "Methodology for CGER exchange rate assessments,". IMF, 2006.
- [16] I.Peter and H. Faruquee. "Exchange Rate Assessment, Extensions of the Macroeconomic Balance Approach," IMF Occasional Paper No. 167 (Washington: International Monetary Fund). 1998
- [17] ———. "Methodology for CGER Exchange Rate Assessments," (Washington). 2006
- [18] ———. "Pilot External Sector Report" (Washington). 2014
- [19] ———. "Technical Supplement to the 2015 External Sector Report" (Washington). 2015
- [20] ———. "Technical Supplement to the 2018 External Sector Report" (Washington). 2018
- [21] ———. "Portugal: Selected Issues" (Washington). 2018b
- [22] I.Peter and al. "Methodology for Current Account and Exchange Rate Assessment." *International Monetary Fund, Occasional Paper*, no. 209 (2001).
- [23] I. Peter and S. Symansky. "Long-Run Movements in Real Exchange Rates," in *Exchange Rate Movements and Their Impact on Trade and Investment in the APEC Region.* IMF Occasional Paper, no. 145 (1996).
- [24] I. Peter. "Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies." *IMF Working Paper*, no. 296 (2007).
- [25] J.Lee and al. "Exchange rate assessments: CGER methodologies." *IMF Occasional Paper*, no. 261 (2008).
- [26] J. Leea and al. "Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies," Occasional Paper No. 261, (Washington: International Monetary Fund). 2008.

- [27] L.Jaewoo, G.M.Milesi-Ferretti, J.D. Ostry, A.Prati, L.A. Ricci. "Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies," *IMF Occasional Paper*, no. 261 (2008).
- [28] M.Canzoneri, R. Cumby, B. Diba. "Relative Labor Productivity and the Real Exchange Rate in the Long-Run:Evidence for a Panel of OECD Countries." *National Bureau of Economic Research*, no. 5676 (1996).
- [29] M. Nedeljkovic and C. Saborowski. "The Relative Effectiveness of Spot and Derivatives Based Intervention: The Case of Brazil." IMF Working Paper 17/11, International Monetary Fund, Washington, DC. 2017.
- [30] M. Obstfeld. "Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 24 (1): 55–103. 1986
- [31] ———, and K. Rogoff.. "The Unsustainable US Current Account Position Revisited." In *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*," edited by R. Clarida. Chicago: University of Chicago Press. 2006.
- [32] ———. "Foundations of International Macroeconomics". Cambridge, MA: MIT Press. 1996
- [33] S. Phillips and al, "The External Balance Assessment (EBA) Methodology," IMF Working Paper 13/272. 2013.