

Le dirham sous pression : flottement ou simple ajustement ?

Lecture critique de la dépréciation du dirham face à l'euro et au dollar, août à octobre 2026

Imad El Khlifi

Tanger, le 11 octobre 2026

Résumé

Le dollar approche 10 dirhams et l'euro a franchi le seuil de 11 dirhams. Cette note examine si Bank Al-Maghrib (BAM) est entrée dans une troisième phase de flexibilisation et évalue l'analyse qui circule pour expliquer ce mouvement. La réponse est négative : le dirham reste coté sur un panier euro/dollar (60/40) et évolue dans une bande de $\pm 5\%$. En revanche, la décomposition proposée ici montre que l'effet panier ne peut pas expliquer le franchissement des 11 dirhams par l'euro. La baisse provient pour l'essentiel d'un recul du dirham face au panier lui-même, sous la pression de la demande de devises, alimentée d'abord par la facture énergétique.

9,855

MAD pour 1 USD
(2 octobre 2026)

11,083

MAD pour 1 EUR
(2 octobre 2026)

-1,6 %

Recul du dirham face au
panier (sept./août)

503 Mds

DH d'avoirs officiels de
réserve (18 sept.)

1. Introduction et question posée

Depuis la fin du mois d'août 2026, le dirham recule de façon continue face aux deux devises qui composent son panier de cotation. Le 2 octobre, les cours de référence de BAM s'établissaient à 9,855 dirhams pour un dollar et à 11,083 dirhams pour un euro [1]. Ce mouvement a relancé une question récurrente dans le débat public : la banque centrale a-t-elle engagé, sans l'annoncer, une troisième phase de flexibilisation du régime de change ?

Une explication largement relayée avance deux causes. La première tiendrait au panier : le dollar se serait renforcé sous l'effet de la politique monétaire américaine, tandis que l'euro aurait faibli en raison d'une crise de la dette en Europe, notamment en France. La seconde tiendrait à l'offre et à la demande de devises, sous l'effet de la facture énergétique et du recul des recettes de phosphates.

Cette note vérifie ces affirmations à partir des données officielles et propose une décomposition simple qui distingue la part du mouvement imputable au panier et celle imputable au marché.

2. Le cadre : un régime intermédiaire toujours en vigueur

Le dirham évolue dans une bande de fluctuation de $\pm 5\%$ autour d'un cours central calculé à partir d'un panier composé de l'euro (60 %) et du dollar (40 %). BAM fixe chaque jour les bornes de cette bande à l'ouverture du marché [1]. La réforme a été conduite par étapes successives (tableau 1).

TAB. 1 : Étapes de la flexibilisation du régime de change

Étape	Date	Bande	Portée
Régime fixe	avant 2018	$\pm 0,3\%$	Cours piloté par la banque centrale
Phase 1	janvier 2018	$\pm 2,5\%$	Premier élargissement de la bande
Phase 2	mars 2020	$\pm 5\%$	Régime actuellement en vigueur
Phase 3	non annoncée	au-delà	Retrait progressif du panier, cours fixé par le marché

La phase suivante demeure un objectif déclaré et non une décision. En octobre 2024, le wali Abdellatif Jouahri avait indiqué que la flexibilisation devait reprendre en 2026 [6]. Aucune annonce officielle de changement de régime n'a toutefois été relevée au 11 octobre 2026. Un passage à la phase suivante supposerait une communication conjointe de BAM et du ministère de l'Économie et des Finances, assortie d'une nouvelle largeur de bande.

Point de méthode

Dans un régime de bande, le dirham peut se déprécier face aux *deux* devises du panier en même temps sans aucun changement de régime. Il lui suffit de se déplacer vers la borne basse de sa bande de fluctuation.

3. Les faits : cinq semaines de recul consécutives

Du 27 août au 30 septembre 2026, les indicateurs hebdomadaires de BAM font apparaître une dépréciation du dirham face à l'euro *et* face au dollar chaque semaine (figure 1). Aucune adjudication de devises n'a été réalisée par la banque centrale sur cette période [4, 3, 5].

Le mouvement s'est accéléré au début du mois d'octobre : entre le 30 septembre et le 2 octobre, le dollar a gagné environ 1,8 % et l'euro environ 0,8 % face au dirham [1]. En moyenne mensuelle, le dirham a perdu 1,4 % face à l'euro et 2,0 % face au dollar entre août et septembre, alors que l'euro reculait de 0,5 % face au dollar [2].

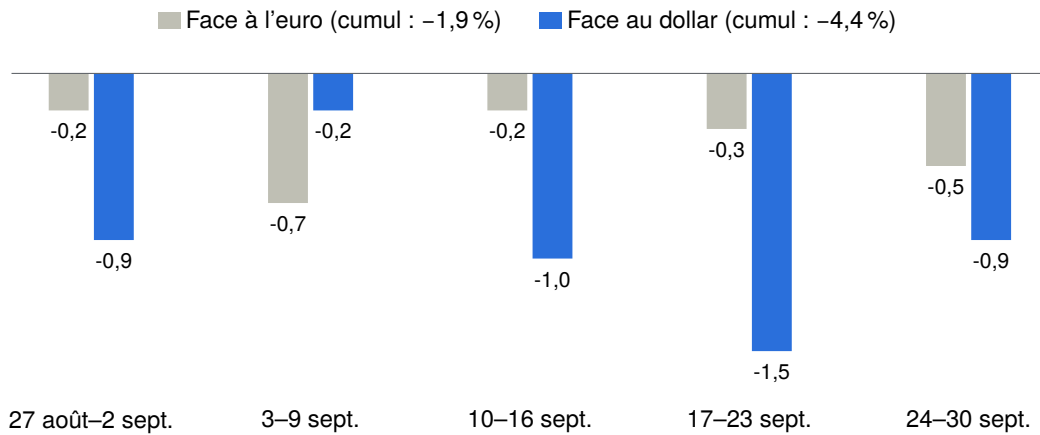


FIG. 1 : Variation hebdomadaire de la valeur du dirham (en %)

Source : Bank Al-Maghrib, indicateurs hebdomadaires (relayés par Hespress et EcoActu). Cumuls calculés par l'auteur.

4. Panier ou marché ? Une décomposition de la baisse

4.1 Principe

Notons e la variation de l'euro face au dollar, v_{EUR} et v_{USD} les variations de la valeur du dirham face à chaque devise, et m la variation du dirham face au panier. Avec des poids de 60 % et 40 %, on obtient, en première approximation :

$$m = 0,6 v_{EUR} + 0,4 v_{USD}, \quad v_{EUR} = \underbrace{-0,4 e}_{\text{effet panier}} + \underbrace{m}_{\text{effet marché}}, \quad v_{USD} = \underbrace{0,6 e}_{\text{effet panier}} + \underbrace{m}_{\text{effet marché}}.$$

L'effet panier est la transmission mécanique du mouvement euro/dollar. L'effet marché, commun aux deux devises, mesure le déplacement du dirham à l'intérieur de sa bande.

4.2 Résultats pour septembre 2026

Avec $e = -0,5 \%$, $v_{EUR} = -1,4 \%$ et $v_{USD} = -2,0 \%$, l'effet panier vaut $+0,2$ point face à l'euro et $-0,3$ point face au dollar. L'effet marché atteint $m \approx -1,6 \%$ (figure 2).

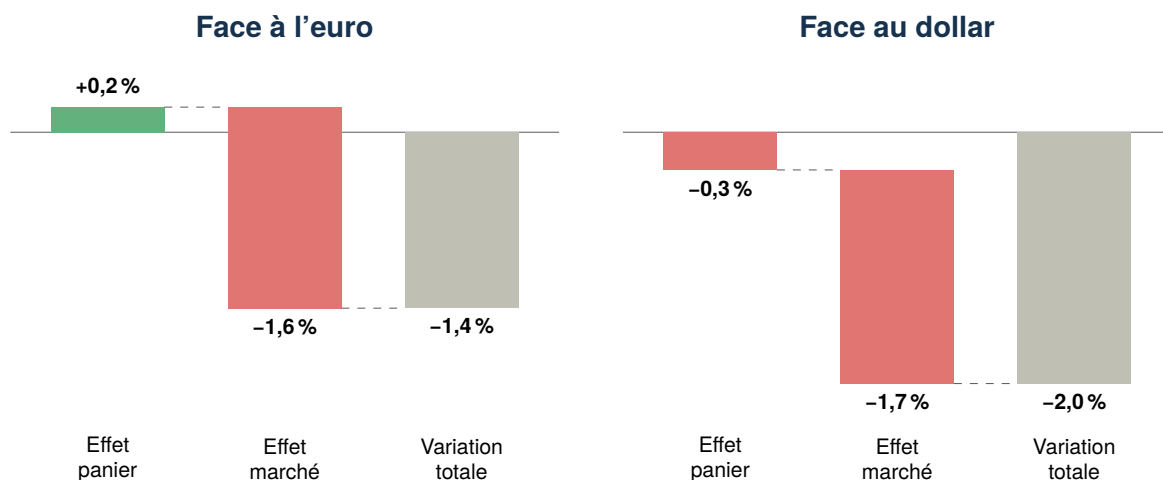


FIG. 2 : Décomposition de la variation moyenne du dirham entre août et septembre 2026. Vert : appréciation ; rouge : dépréciation.

Source : Bank Al-Maghrib, revue mensuelle de conjoncture [2]. Décomposition calculée par l'auteur ; l'écart entre $-1,6$ et $-1,7$ tient aux arrondis des données publiées.

Lecture

L'effet panier est faible et joue même *en faveur* du dirham face à l'euro. Le franchissement du seuil de 11 dirhams par l'euro ne peut donc pas lui être attribué. L'effet marché explique la totalité de la baisse face à l'euro et environ 85 % de celle face au dollar. Le panier explique seulement pourquoi le dirham a reculé davantage face au dollar que face à l'euro.

5. Facteurs externes : un dollar soutenu, un euro fragilisé

Le dollar. Le 16 septembre 2026, la Réserve fédérale a relevé ses taux directeurs de 25 points de base, à 3,75 %–4,00 %, une première depuis l'été 2023, et envisage un nouveau relèvement d'ici la fin de l'année [7]. Le compte rendu publié le 8 octobre confirme ce biais [8]. Le rendement américain à dix ans a dépassé 5 %, ce qui attire les capitaux vers le dollar.

L'euro. Les tensions proviennent surtout de la France. Le 1^{er} octobre, le rendement de l'OAT à dix ans a atteint 4,96 % en séance, son plus haut niveau depuis 2002, et l'écart avec le Bund allemand a retrouvé ses niveaux de 2011-2012 [9]. La dette publique française avoisine 119 % du PIB. L'euro est passé d'environ 1,141 dollar le 23 septembre à 1,125 dollar le 2 octobre [1].

Nuance. Parler d'une « crise de la dette en Europe » paraît excessif à ce stade. Il s'agit d'une crise de confiance concentrée sur la signature française, avec un risque de contagion. Surtout, ces deux facteurs expliquent le mouvement de la parité euro/dollar, et non la baisse du dirham face au panier mise en évidence à la section précédente.

6. Facteurs internes : la demande de devises

C'est ici que se situe l'essentiel du mouvement, et l'analyse étudiée a raison de le souligner.

La facture énergétique. Au premier semestre 2026, elle a atteint 68,6 milliards de dirhams, en hausse de 28,9 %, le gasoil et le fuel expliquant près des trois quarts de l'augmentation [10]. Pour la première fois, elle dépasse les transferts des Marocains résidant à l'étranger (figure 3). BAM prévoit 135 milliards de dirhams pour l'ensemble de l'année, soit une progression de 26 % liée au conflit au Moyen-Orient [11].

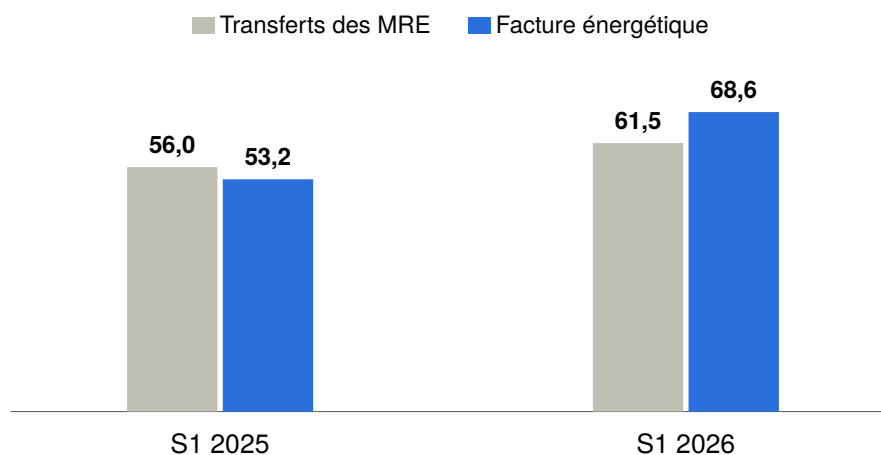


Fig. 3 : Facture énergétique et transferts des MRE, premier semestre (milliards de dirhams). L'écart passe de -2,8 à +7,1 milliards.

Source : Office des changes [10]. Valeurs du S1 2025 déduites des écarts publiés (+15,4 milliards pour l'énergie ; avance de 2,8 milliards des transferts MRE).

Les phosphates. Les exportations de phosphates et dérivés ont reculé de 11,2 % à fin mai 2026, à 32,7 milliards de dirhams, sous l'effet de la baisse des engrais et du phosphate brut [12]. Le facteur est réel, mais son poids reste inférieur à celui de l'énergie : environ 4 milliards de recettes en moins sur cinq mois, contre 15 milliards de dépenses énergétiques supplémentaires sur six mois.

Le comportement des opérateurs. En août 2026, le volume des échanges interbancaires devises contre dirhams a progressé de 88,1 % sur un an, à 29,6 milliards de dirhams. Les achats à terme de la clientèle sont passés de 14,9 à 18,6 milliards [2]. Les importateurs se couvrent par anticipation, ce qui accentue la demande de devises.

7. Évaluation de l'analyse, point par point

Sur cinq affirmations, trois sont exactes, une doit être nuancée et une repose sur un mécanisme incorrect, sans que la conclusion générale en soit affectée (tableau 2).

TAB. 2 : Grille d'évaluation de l'analyse

Affirmation	Verdict	Commentaire
Le dollar approche 10 MAD, l'euro dépasse 11 MAD	Exact	9,855 et 11,083 MAD le 2 octobre 2026.
Pas de troisième phase : panier 60/40, bande $\pm 5\%$	Exact	Aucune annonce de changement de régime.
L'effet panier explique une partie de la hausse	Mécanisme incorrect	Un dollar fort et un euro faible font <i>baisser</i> l'EUR/MAD ; cet effet ne peut pas faire franchir les 11 MAD.
Euro affaibli par une crise de la dette en Europe, surtout en France	À nuancer	Tensions centrées sur la France, sans crise généralisée de la zone euro.
L'offre et la demande expliquent l'essentiel	Exact, voire sous-estimé	Toute la baisse face à l'euro et environ 85 % face au dollar ; énergie d'abord, phosphates ensuite, couvertures à terme en plus.

Une formulation plus rigoureuse serait la suivante : *l'effet panier explique pourquoi le dirham a reculé davantage face au dollar que face à l'euro ; la baisse face aux deux devises provient du marché des changes.*

8. Perspectives et indicateurs à suivre

Le risque d'une crise de change reste limité. Les avoirs officiels de réserve atteignaient 503 milliards de dirhams au 18 septembre, en hausse de 21 % sur un an [3]. BAM dispose donc de marges pour défendre la bande si nécessaire. Cinq indicateurs permettront de juger de la suite :

- **les adjudications de devises de BAM** : leur reprise signalerait que le dirham approche la borne basse de la bande ;
- **le prix du pétrole**, principal moteur de la demande de devises ;
- **les prochaines décisions de la Réserve fédérale** : une nouvelle hausse d'ici décembre soutiendrait encore le dollar ;
- **le budget français 2027 et l'écart OAT-Bund** : un apaisement redonnerait de l'air à l'euro ;
- **les achats à terme de la clientèle**, indicateur avancé des anticipations de dépréciation.

Pour les ménages et les entreprises, l'effet est double. Les importations libellées en euros et en dollars renchérissent, avec un risque d'inflation importée. À l'inverse, les exportateurs, le tourisme et les transferts des MRE gagnent en valeur exprimée en dirhams. Une question reste ouverte : la position exacte du dirham dans sa bande n'est pas publiée dans les sources consultées, alors qu'elle seule indiquerait si BAM est proche de devoir intervenir.

9. Conclusion

Bank Al-Maghrib n'est pas entrée dans une troisième phase de flexibilisation. Le recul observé depuis la fin août s'inscrit dans le fonctionnement normal du régime de bande. L'analyse qui circule aboutit à la bonne conclusion, mais attribue au panier un rôle qu'il ne joue pas : c'est la pression de la demande de devises, d'abord énergétique, qui a poussé le dirham vers le bas de sa bande. L'absence d'intervention de BAM et le niveau élevé des réserves suggèrent que la banque centrale laisse le marché s'ajuster, ce qui constitue, de fait, un test grandeur nature de la flexibilité existante.

Références

- [1] Hespress FR (2026). « Face à l'euro et au dollar, le dirham continue de reculer », 4 octobre. <https://fr.hespress.com/491092-face-a-leuro-et-au-dollar-le-dirham-continue-de-reculer.html>
- [2] Hespress FR (2026). « Le dirham se déprécie de 1,4 % face à l'euro entre août et septembre 2026 », 10 octobre. <https://fr.hespress.com/491735-le-dirham-se-deprecie-de-14-face-a-leuro-entre-aout-et-septembre-2026.html>
- [3] Hespress FR (2026). « Change : le dirham se déprécie face au dollar et à l'euro », 27 septembre. <https://fr.hespress.com/490139-change-le-dirham-se-deprecie-face-au-dollar-et-a-leuro-6.html>
- [4] Hespress FR (2026). « Le dirham se déprécie de 0,2 % face au dollar du 3 au 09 septembre », 12 septembre. <https://fr.hespress.com/488098-le-dirham-se-deprecie-de-02-face-au-dollar-du-3-au-09-septembre.html>
- [5] Bank Al-Maghrib (2026). Indicateurs hebdomadaires, semaine du 10 au 16 septembre 2026. <https://www.bkam.ma>
- [6] Hespress FR (2024). « BAM : la flexibilisation du régime de change devrait reprendre en 2026 », 2 novembre. <https://fr.hespress.com/392925-bam-la-flexibilisation-du-regime-de-change-devrait-reprendre-en-2026.html>
- [7] Boursenews (2026). « Fed : les taux relevés d'un quart de point, une nouvelle hausse envisagée d'ici fin 2026 », 16 septembre. <https://boursenews.ma/article/actualite/fed-hausse-taux-inflation-nouvelle-hausse-2026>
- [8] Boursenews (2026). « Fed : une nouvelle hausse des taux envisagée d'ici la fin de l'année », 8 octobre. <https://boursenews.ma/article/marches/fed-nouvelle-hausse-taux-directeurs-fin-2026-fomc-septembre>
- [9] Option Finance (2026). « France : le risque souverain retrouve ses niveaux de la crise de la dette européenne », 1^{er} octobre. <https://www.optionfinance.fr>
- [10] Bladi.net (2026). « Même les milliards des MRE ne couvrent plus la facture énergétique du Maroc », d'après l'Office des changes. <https://www.bladi.net/milliards-mre-couvrent-facture-energetique-maroc,123033.html>
- [11] SNRT News (2026). « Facture énergétique, tourisme et MRE : les prévisions de Bank Al-Maghrib », 23 juin. <https://snrtnews.com/fr/article/facture-energetique-tourisme-et-mre-les-previsions-de-bank-al-maghrib-154229>
- [12] AllAfrica, d'après la DEPF (2026). « Secteur extractif : la contraction se poursuit à fin mai 2026 », juillet. <https://fr.allafrica.com/stories/202607290105.html>