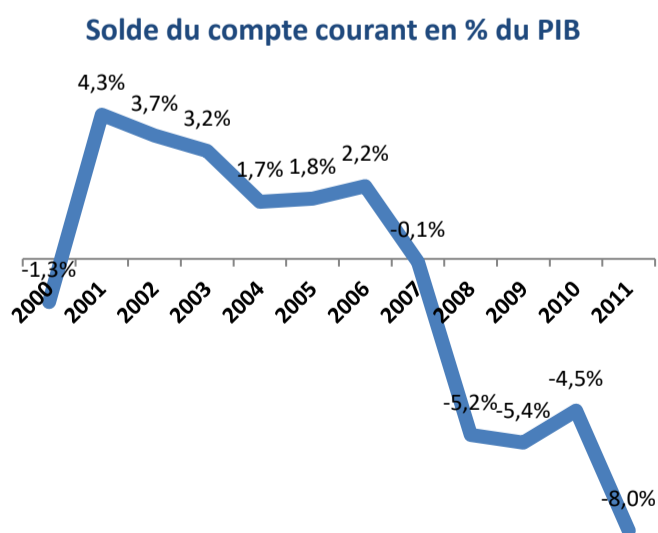


Au Maroc, le déficit du compte courant de la balance des paiements est devenu inquiétant ces dernières années, voire problématique. Inquiétant, en raison de son ampleur. En 2012, le déficit courant représenterait 8,8% du PIB. Problématique, parce que son financement s'avère coûteux. En effet, financer le déficit courant par le biais d'investissements et prêts étrangers n'est pas toujours garanti aux meilleures conditions. En effet, la méfiance des investisseurs étrangers dans un contexte économique et géopolitique incertain d'une part et la crise des dettes européennes et la montée des taux d'intérêt sur les marchés internationaux d'autre part en sont des matérialisations.

Lorsqu'un pays fait appel aux investisseurs et créanciers étrangers pour subvenir à son déficit courant, il accumule des engagements à l'égard du reste du monde. Certes, les revenus sur investissement et intérêts sur prêts et crédits versés annuellement amplifieront le déficit courant (car des dépenses comptabilisées sous la rubrique balance des revenus). Mais, un jour, il faudra bien que le pays en question honore ses engagements et rembourser (à moins que ce pays soit les Etats Unis dont le dollar attire toujours les agents à capacité de financement).

Encore, avoir recours aux réserves de devises pour payer l'excès des importations sur les exportations conduit à une destruction monétaire (la masse monétaire a aussi comme contrepartie les avoirs extérieurs) et à une contraction de la liquidité bancaire sur le marché monétaire (impliquant une hausse des taux d'intérêt).



Le solde du compte des transactions courantes dans une balance des paiements exprime la différence

entre la valeur des exportations de biens et services et la valeur des importations de biens et services, en plus, bien évidemment, des revenus et transferts nets en provenance de l'étranger. Au Maroc, ce solde est devenu négatif depuis 2007, et est expliqué par un déficit commercial qui est devenu aussi conséquent que les excédents des transferts courants et des services n'arrivent pas à compenser.

Disséquer les origines de ce déséquilibre est une motivation qui a unifié économistes, journalistes et politiques. Et il en ressort que des éléments conjoncturels (crise internationale et montée des prix des matières premières, énergétiques notamment) et structurels (la compétitivité de l'offre exportable marocaine est reprochable) sont pointés du doigt. Or, un autre aspect de l'analyse du déficit courant, souvent omis, se veut de se concentrer sur l'épargne et l'investissement au niveau national. Car un solde des transactions courantes peut être exprimé comme la différence entre l'épargne nationale et l'investissement national.

Production globale d'une économie ouverte	=	Demande globale d'une économie ouverte
PIB + M	=	C + I + X
PIB	=	C + I + X - M
PIB + T/R	=	C + I + X - M + T/R
RNBD	=	C + I + STC
RNBD - C - I	=	STC
S - I	=	STC

M	: Importation,
X	: Exportation,
C	: Consommation nationale finale,
I	: Investissement national,
T/R	: Transferts et revenus nets en provenance de l'étranger,
RNBD	: Revenu National Brut Disponible
S	: l'épargne nationale
STC	: Solde des transactions courantes

Ainsi, un déficit courant peut traduire un faible niveau de l'épargne par rapport à l'investissement ou un taux d'investissement élevé, ou encore les deux à la fois. C'est dire que pendant les cinq dernières années, l'épargne dégagée par l'économie marocaine n'est pas parvenue à combler l'ensemble de l'investissement national. Se trouvant en situation de besoin de financement, le Maroc a mobilisé des ressources extérieures (agents du reste du monde à capacité de financement) pour satisfaire son besoin.

Durant les dernières années, la demande intérieure, soutenue par le dynamisme continu de la

consommation finale et de l'investissement, a connu une progression significative, confirmant, ainsi, son rôle de levier de la croissance économique, surtout en période de retournement de la conjoncture internationale. Ceci dit, quand la consommation finale a cru l'épargne nationale, première richesse d'une économie, s'est contractée pour se situer à 28% du PIB en 2011. Et comme l'investissement a gardé un rythme d'évolution soutenu (36% du PIB en 2011), le déficit en ressources de financement a culminé à 8% du PIB, soit le niveau le plus élevé depuis 1982.

Cette situation est le fruit de la volonté des pouvoirs publics de soutenir d'un côté la consommation finale avec la subvention des produits de base et les revalorisations salariales dans le cadre du dialogue social et de l'autre l'investissement public pour en faire un vecteur de croissance et de création d'emplois. Cependant, la richesse créée par le PIB, malgré son amélioration pendant les dernières années, n'a point contrebalancé la vigueur des éléments de la demande. Ainsi, pour combler ses besoins de consommation et d'investissement, l'économie marocaine, profitant de son ouverture à l'international, a eu recours, de plus en plus, aux importations (les importations de produits finis de consommation et celles des biens d'équipement présentent les hausses les plus élevées en volume de toutes les importations du Maroc depuis 2005 à 2011) d'où l'affirmation *le Maroc vit au dessus de ses moyens*.

Cette tendance de boom des importations a débouché au creusement du déficit courant puisque les exportations marocaines sont peu compétitives dans un contexte de crise et de concurrence des plus dures et rudes.

Pour se permettre ce niveau de vie, supérieur à ses moyens, le Maroc a fait appel aux investisseurs et créanciers étrangers pour disposer de ressources extérieures de quoi payer l'excès des importations de biens et services conduisant, de facto, à une hausse de l'endettement du Trésor et à plus de dépendance aux investisseurs étrangers.

Ici, on pointe une des faiblesses du modèle macroéconomique qui repose sur la demande intérieure ; à savoir le déficit extérieur. Le déficit public, qui atteint des sommets, constitue, lui aussi, un coût cher de ce modèle. Arrivé au stade actuel, serait-il judicieux de repenser ce modèle

macroéconomique ? Faudrait-il baisser la consommation pour libérer plus d'épargne et donc permettre de continuer à investir aussi massivement ? Ou au contraire réduire l'investissement ? Qu'en est-il des plans sectoriels engagés ? Parviendront-ils à résorber le déficit courant et rééquilibrer les comptes extérieurs ?

Pendant la première décennie du troisième millénaire, l'économie du Maroc est, grâce aux différentes réformes économiques entreprises par les pouvoirs publics, devenue plus performante et plus ouverte. Ces changements concernent principalement deux niveaux ;

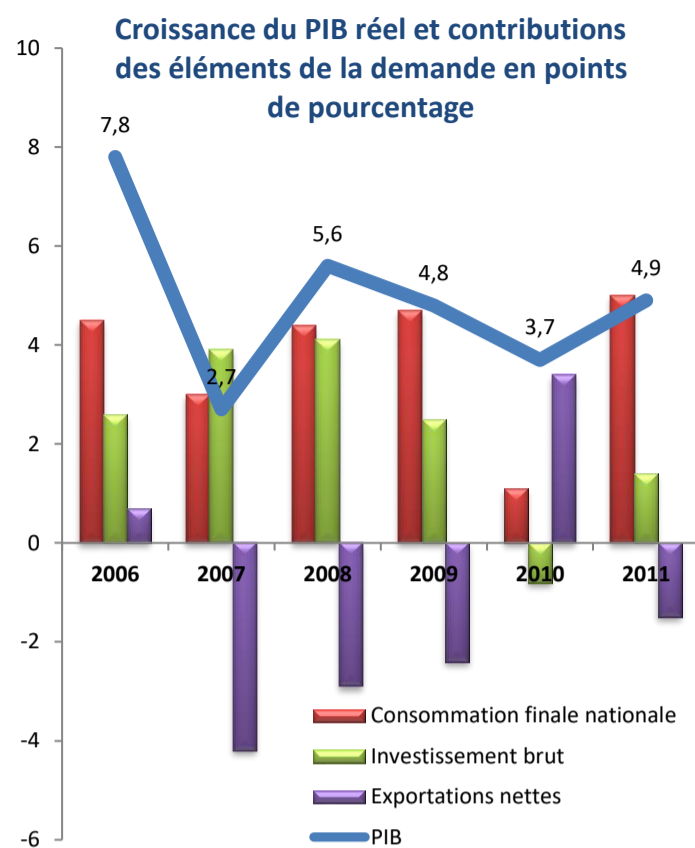
- L'environnement extérieur à travers la conclusion d'accords de libre échange, le démantèlement douanier, la vision de 10 millions de touristes à horizon 2010, l'attraction des investissements directs étrangers.
- Le contexte national par le renforcement de l'investissement public et la consolidation de la consommation finale nationale des ménages grâce à l'amélioration des revenus et la caisse de compensation.

Ces principaux changements ont tourné l'économie marocaine vers l'extérieur et ont fait d'elle une économie de demande.

L'économie nationale a pu réaliser un taux de croissance annuel moyen de 4,9% en moyenne par an sur la période 2006-2011 contre 3,8% entre 1999 et 2005, et ce malgré plusieurs facteurs défavorables, notamment, l'instabilité du rendement du secteur agricole et la conjoncture de crise à international.

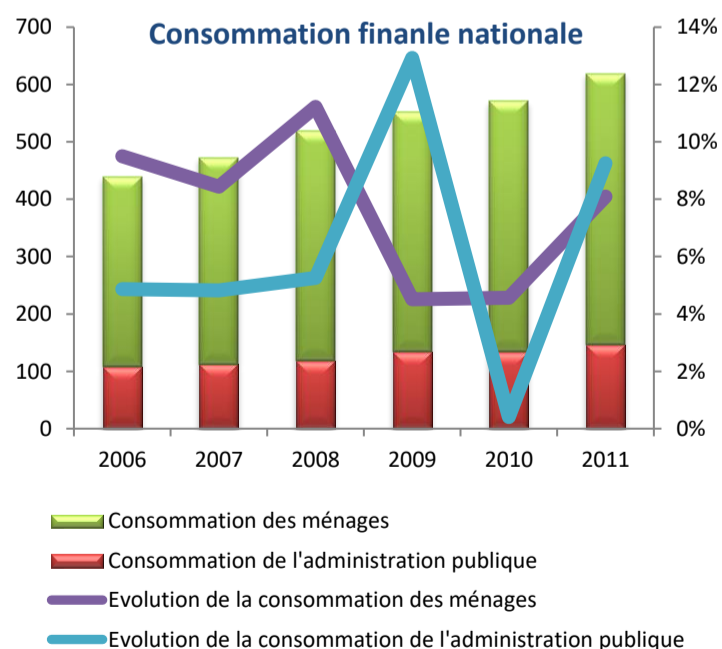
La consolidation de la croissance économique du royaume est tirée par la demande intérieure durant les dernières années.

L'essor de la croissance économique tient au renforcement de la demande intérieure. En effet, sur une croissance moyenne du PIB de 4,9%, pendant la période de 2006 à 2011, la demande intérieure a contribué en moyenne, de 3,7 points de pourcentage après 2,4 points entre 1999 et 2005. La contribution moyenne des échanges extérieurs (exportations de biens et services nettes des importations de biens et services) est négative de 1,2 point de pourcentage contre une faible contribution positive de 0,1 point au cours de 1999-2005.



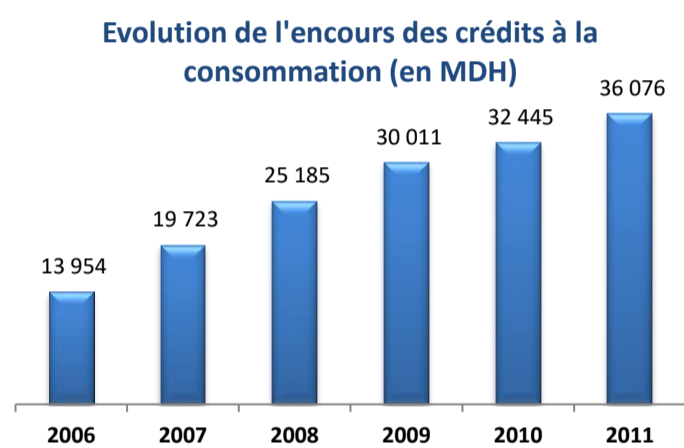
La vigueur de la demande intérieure est tributaire à la consommation finale nationale pour une contribution moyenne de 3,8 points de pourcentage...

La consommation finale intérieure demeure le principal levier de la croissance économique nationale. Son évolution est redevable à la croissance, plus régulière, de la consommation finale des ménages ainsi que celle de l'administration publique.



La consommation finale des ménages a vu sa contribution passer de 1,8 point de croissance en 1999-2005 à 3 points en moyenne entre 2006 et

2011. En effet, le rythme de croissance de cette composante s'est amélioré de plus de deux points entre les deux périodes, passant en moyenne de 3% à 5,1% par an. Ces performances ont été favorisées par l'amélioration des revenus, la baisse du taux de chômage, la bonne tenue des transferts des marocains résidents à l'étranger (MRE) et l'essor des crédits à la consommation (dont l'encours a progressé en moyenne, pendant la période 2006 à 2011, de plus de 21%) qui ont stimulé les acquisitions de biens durables. Par ailleurs, l'intervention de la caisse de compensation a permis de soutenir le pouvoir d'achat des ménages en atténuant l'effet de la hausse des prix internationaux des produits de base.



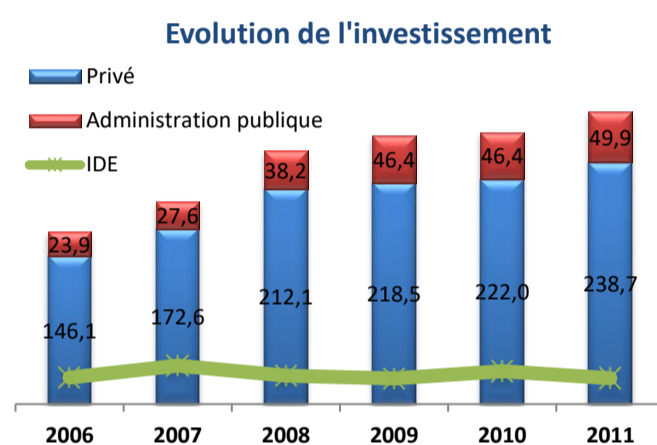
Pour sa part, la consommation finale des administrations publiques a progressé en moyenne sur la période 2006 à 2011 de 6% consécutivement à la hausse tant des charges du personnel (11% du PIB en 2011) que des autres dépenses en biens et services. La contribution de la consommation finale des administrations publiques à la croissance se mesure à une moyenne de 0,8 points entre 2006 et 2011 contre 0,6 points sur la période 1999-2005.

...et à l'investissement national pour une contribution de 2,3 points de pourcentage.

L'investissement global au Maroc, a enregistré une hausse annuelle moyenne de 12% depuis 2006. Cette progression recouvre une augmentation de 21,4% de l'investissement entre 2006 et 2008, puis une progression plus contenue de l'ordre de 5% par an depuis 2009. La perte de vigueur de la dynamique d'investissement constatée ces dernières années tient à la conjoncture internationale défavorable qui a entraîné une baisse du flux des investissements

directs étrangers, et a pesé sur les branches orientées vers l'exportation.

En termes de participation, l'investissement de l'administration publique présente près de 15% de l'investissement total. Il est passé de 23,8 Mrds en 2006 à 49,9 Mrds en 2011 traduisant l'engagement de l'Etat à faire de l'investissement public un support stratégique de croissance économique. Les pouvoirs publics ont en effet œuvré à l'amélioration de la capacité de production de l'économie, et à la réalisation de grands projets, notamment pour le développement des infrastructures routières et portuaires.

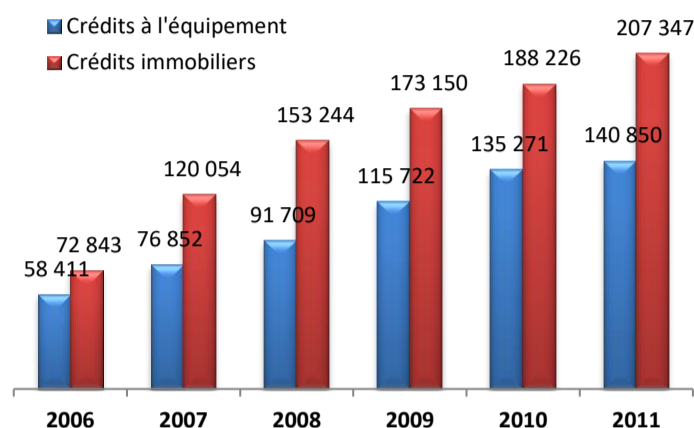


Le renforcement tendanciel de l'investissement ces dernières années provient aussi du maintien de la dynamique de l'investissement privé, principalement dans les secteurs de l'habitat, du tourisme et de l'industrie. Ce dynamisme a été soutenu par l'amélioration du climat des affaires et l'assouplissement des procédures de création d'entreprises, mais aussi par une réglementation marocaine qui accorde des avantages d'ordre financier, fiscal et douanier aux investisseurs dans le cadre de conventions ou contrats d'investissement conclus avec l'Etat (Fonds de promotion de l'investissement (FPI), Fonds Hassan II pour le développement économique et social, Exonérations du droit d'importation, Exonération de la TVA, IS...).

Par secteur, l'affermissement de la formation brute de capital fixe (FBCF) a été plus marqué au niveau du secteur du bâtiment et travaux publics suite à la poursuite des grands projets d'infrastructures et de relance des chantiers du logement social. Ce dynamisme, tirant profit de l'évolution favorable des crédits d'équipement et des crédits immobiliers, a permis à la FBCF de contribuer à la consolidation de

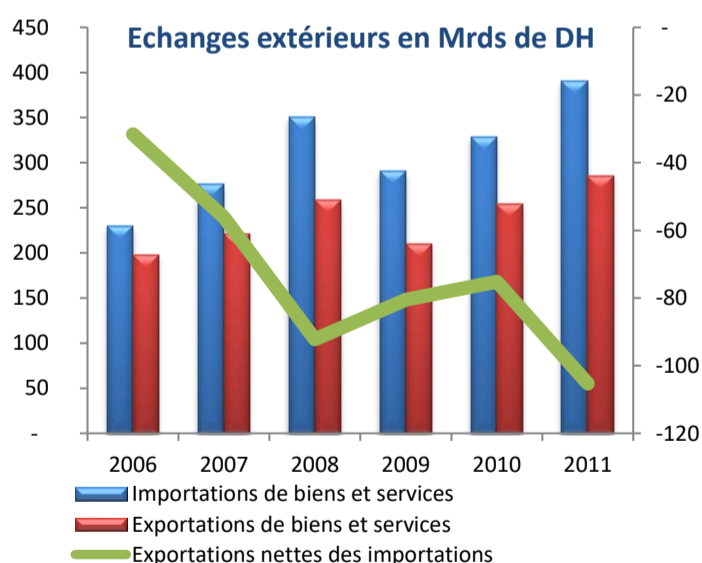
la demande intérieure et de préserver une contribution significative à la croissance du PIB, passant de 1,6 point en moyenne durant la période 1999 à 2005 à 2 points en 2006-2011.

Evolution des encours de crédits immobiliers et à l'équipement



Cependant, les échanges extérieurs ont réduit la croissance du PIB de 1,2 point

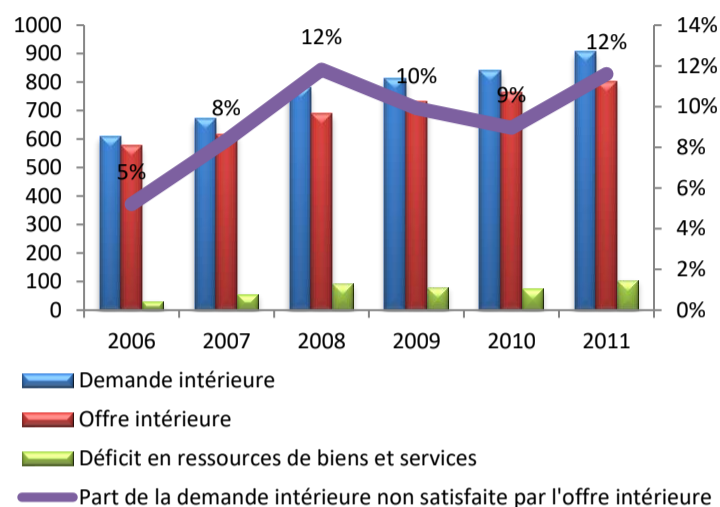
La contribution négative des échanges extérieurs à la croissance du Maroc s'explique par l'évolution soutenue des importations de biens et services à un taux de 12% par an en moyenne sur la période 2006-2011, soit un rythme d'évolution supérieur à celui des exportations (+9%). Ceci veut dire que la demande domestique en offre extérieure de biens et services est bien plus importante que la demande extérieure adressée à l'offre nationale exportable.



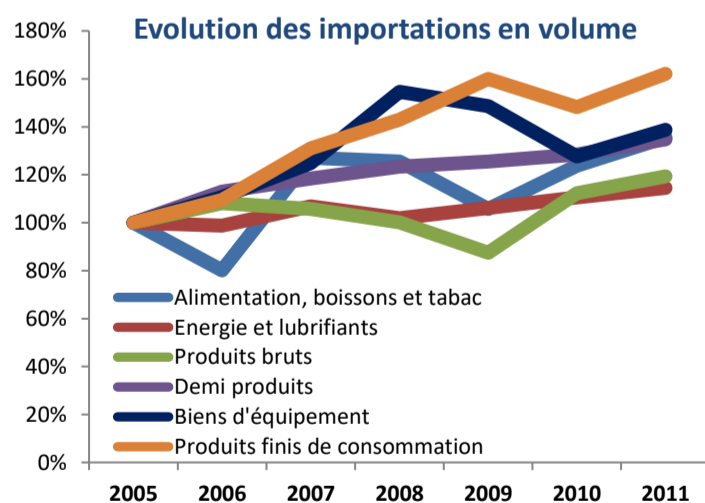
En lien avec le dynamisme de l'investissement et de la consommation finale intérieure, la demande intérieure grandissante en bien et services de consommation et d'investissement dépasse l'offre domestique générée par le PIB. Entre 2006 et 2011,

la demande intérieure excédait l'offre intérieure de 10% en moyenne annuelle. Et pour combler cette extra demande, le Maroc a importé de plus en plus de biens et services traduisant, avant tout, un déséquilibre entre les ressources et les emplois de l'économie nationale.

Offre intérieure et demande intérieure



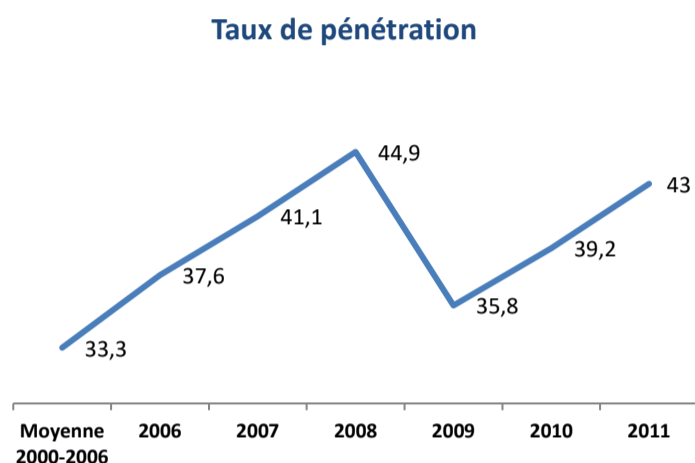
Ainsi, la montée de la demande intérieure s'est répercutée par un essor des importations de biens et services. Plus particulièrement, les importations de produits finis de consommation (+62%) et celles des biens d'équipement (+39%) présentent les hausses les plus élevées en volume de toutes les importations du Maroc depuis 2005 à 2011. En deuxième place, s'affichent les importations d'alimentation, boissons et tabac (+36%) et les importations des demi-produits (+35%). Ces produits ont, naturellement, pour destination la consommation finale et l'investissement.



La pénétration des importations de biens et services sur le marché intérieur a fortement augmenté. Le taux de pénétration de l'économie par les produits importés ressortait à 33,3% entre 2000 et 2006 et a atteint un pic de 45% en 2008 pour se situer à 43% en 2011. Cela signifie que pour chaque dirham

dépensé au Maroc, 43 centimes sont importés. Toutefois, c'est un chiffre à corriger des importations retravaillées et réexportées car il faut le rappeler les secteurs exportateurs comme le textile et les files et câbles électriques sont consommateurs d'intrants importés.

Bien évidemment, il y'a une facture énergétique extrêmement volatile qui pèse énormément sur la valeur des importations. Son poids dans le total des importations est passé de 12% en 1999 à 23% en 2011.



En somme, la dégradation des comptes extérieurs du Maroc semble être le résultat du modèle économique centré sur la demande. En effet, dans un cadre de plus en plus ouvert à l'extérieur, et où la production intérieure ne suit pas la croissance vigoureuse de la demande intérieure, faire appel à la production extérieure est un choix naturel. Or, c'est un choix qui a conduit à un déséquilibre du compte courant de la balance des paiements. Un déséquilibre qui constitue désormais une préoccupation majeure des pouvoirs publics surtout que le déficit du compte courant alourdit nos besoins de financement et pourrait peser sur notre processus de développement. D'ailleurs, M. Jouahri, wali de Bank Al-Maghrib, n'a sûrement pas tort quand il affirme que *« le modèle de croissance qui se base sur la demande intérieure n'est pas viable à terme »*.

Dans ce contexte où les ressources intérieures n'arrivent pas, à elles seules, à satisfaire la totalité des besoins de l'économie, le Maroc se trouve dans l'obligation de solliciter les moyens de financement extérieur, notamment les investissements directs étrangers « IDE ».

Plus d'IDE pour combler le besoin de financement

Au cours des dernières années, un flux relativement conséquent de capitaux étrangers a pu être attiré. Le Maroc s'est appuyé pour cela sur le programme national de privatisation, la conversion de la dette extérieure en investissements et les opérations de concession de services publics. D'ailleurs, en 2012, avec 70 projets économiques étrangers implantés sur son sol, le Maroc s'est classé 2ème destination africaine pour les investissements directs étrangers (IDE).

Prises dans leur ensemble, ces IDE à destination du Maroc se sont élevés à 25,5 Mrds en 2011, et ont représenté près de 13% de l'investissement total entre 2006 et 2011.

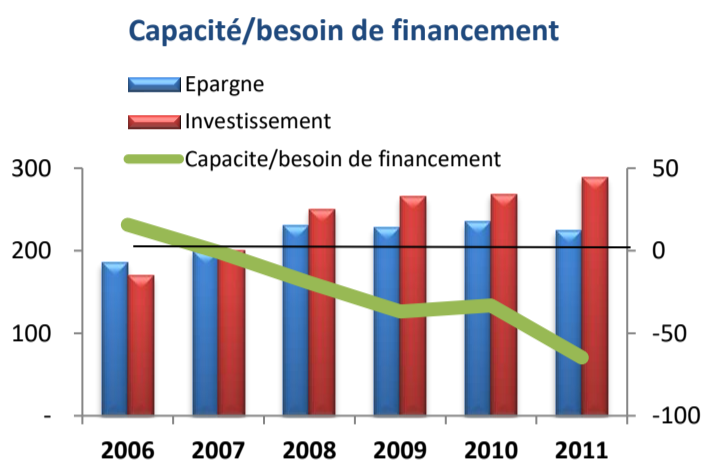
En dépit de leur importance pour accélérer la croissance du pays, ces investissements doivent être observés avec beaucoup de précautions.

De nombreuses études indiquent que les pays en développement doivent veiller à ne pas trop se leurrer quant aux avantages des IDE. Selon Hausmann et Fernández-Arias (2000) une forte part des IDE dans le total des apports de capitaux peut être signe de faiblesse, et non de force du pays hôte. Les IDE ne sont pas seulement un transfert de propriété de résidents nationaux aux résidents étrangers, mais aussi un système qui permet aux investisseurs étrangers d'exercer leur capacité de gestion et de contrôle dans les entreprises des pays hôtes — c'est-à-dire un système de gouvernement d'entreprise. D'autant plus, une forte dépendance vis-à-vis des IDE pourrait générer certaines instabilités chez le pays hôte, à fortiori si le climat des affaires prête à la méfiance (crise financière, récession...). Dans ce cas de figure, on se confronte le plus souvent à une défiance des investisseurs étrangers (les entreprises qui avaient l'intention d'investir se voient obligées à décaler leur investissements, les réduire voir les annuler).

Un financement pérenne et stable de l'économie doit donc s'appuyer essentiellement sur les ressources intérieures. Ce qui passe impérativement par la consolidation des ressources intérieures « l'épargne ». Mais au Maroc, à défaut d'une stratégie efficace pour collecter l'épargne, et répondre ainsi aux besoins grandissants de l'économie, le pays n'a

de choix que de recourir aux ressources extérieures. Cette dépendance va en s'aggravant comme en témoigne le creusement du besoin de financement de l'économie ces dernières années.

Le choix d'un modèle macroéconomique centré sur la demande semble être à l'origine du creusement du besoin de financement de l'économie



Appréhendé par l'écart entre l'épargne nationale brute et l'investissement, le besoin de financement traduit l'incapacité de l'économie à financer ses investissements par le biais des ressources intérieures épargnées.

Sur la dernière décennie, l'incapacité de financement de l'investissement au Maroc a été observée pour la première fois en 2007. Elle a résulté d'une progression fulgurante de l'investissement découlant d'un net renforcement tant privé que public de la FBCF. Passé cette année, ce besoin de financement n'a pas été résorbé. Bien au contraire, sous l'impulsion d'un investissement en expansion prononcée, joutée avec une épargne nationale brute en perte de vigueur, l'épargne constituée n'a pas été suffisante pour combler, voire même freiner l'accélération du besoin en matière de dépenses d'investissement. L'on se retrouve ainsi avec une incapacité de financement qui avoisine les 64 Mrds de DH en 2011, soit près de 8% du PIB.

Face à un investissement en affermissement effréné, de nombreux facteurs sous-jacents limitent la progression de l'épargne et aggravent le déficit de financement

En premier lieu, il y a la consommation des ménages qui croît plus rapidement (+41% entre 2006 et 2011) que le RNBD (+35% entre 2006 et 2011), conduisant de facto à une réduction de la

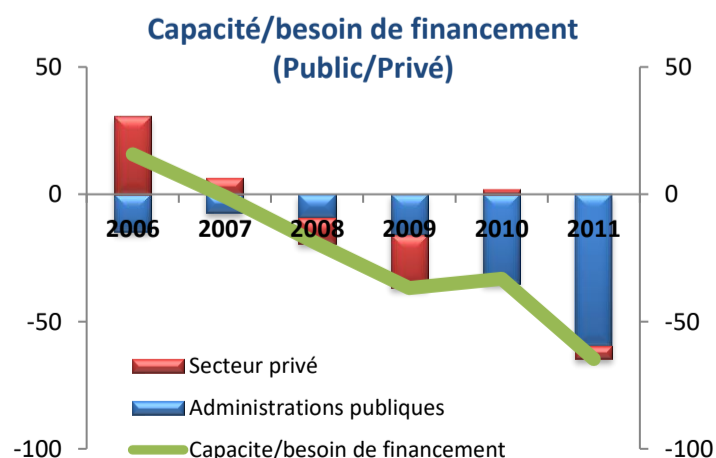
propension moyenne à épargner. Cette consommation pointée du doigt dans ce déficit, représente néanmoins le principal moteur de croissance interne de l'économie, elle a pour rappel contribué en moyenne pour 3,8 points à la croissance du PIB entre 2006 et 2011, alors que la contribution de l'investissement s'est limitée à 1,6 point.

Sous peine d'inhiber la croissance, cette consommation doit, à priori, être réduite pour permettre de rétablir l'équilibre épargne-investissement.

L'ennui majeur avec la consommation des ménages, c'est qu'elle croît plus rapidement que le PIB. Pour la satisfaire, on doit donc faire de plus en plus appel aux importations « car nos besoins excèdent ce que nous produisons ». C'est pour cela d'ailleurs que depuis quelques années, les échanges extérieurs contribuent négativement à la croissance économique.

Encore plus inquiétant, est que cette consommation aggrave inlassablement le déficit de la balance commerciale au point que même les transferts des marocains résidents à l'étranger, et les recettes de voyages, ne sont plus en mesure de le couvrir, d'où un déficit plus global, qui est celui de la balance de paiements « déficit du compte de transactions courantes ».

Du côté des administrations publiques, la décélération de l'épargne trouve son origine dans le ralentissement du rythme de croissance des recettes fiscales d'un côté, et de l'autre dans l'augmentation des charges de compensation « suite au renchérissement du prix du pétrole et des denrées alimentaires de base », ainsi que la hausse des dépenses salariales découlant des revalorisations liées au dialogue social.



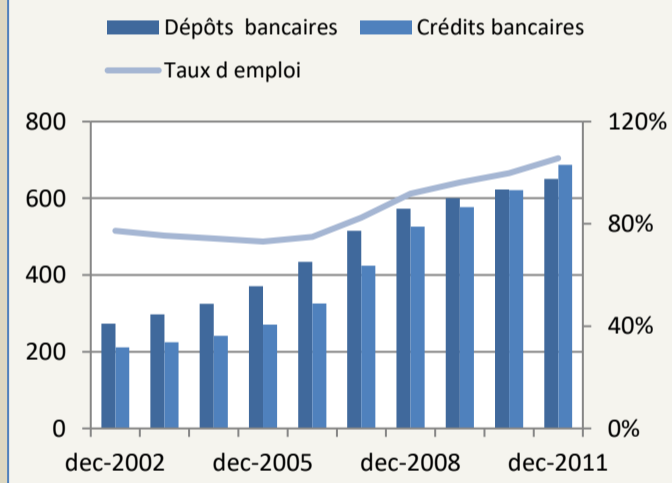
Sous l'impact de ces trois facteurs, l'épargne de l'Etat a été négatif de 10 Mrds de DH en 2011, alors qu'elle représentait 4,2% du PIB pas plus loin qu'en 2008. L'investissement de l'Etat est donc, présentement, entièrement financé par la dette.

Au rythme actuel du creusement du besoin de financement de l'Etat, le trésor s'enlise vers un endettement excessif.

Tensions sur les liquidités

Compte tenu de l'accélération du rythme des investissements depuis 2006, l'épargne couvre de moins en moins les investissements, dégageant ainsi un déficit structurel de financement. Ce déficit se traduit par l'exacerbation des tensions sur les liquidités bancaires. On constate dès lors une croissance du rythme de progression des crédits par rapport aux dépôts : le taux d'emploi a d'ailleurs progressé de 77% à fin décembre 2002, à 106% à fin décembre 2011.

Evolution des Crédits et des dépôts bancaires



Comme nous l'avons déjà évoqué, le déséquilibre actuel entre l'épargne et l'investissement produit une dégradation de la balance de transactions courante. La résorption du déficit de la balance courante nécessite donc de repenser la politique de l'épargne et de l'investissement.

Balance courante : Epargne vs Investissement

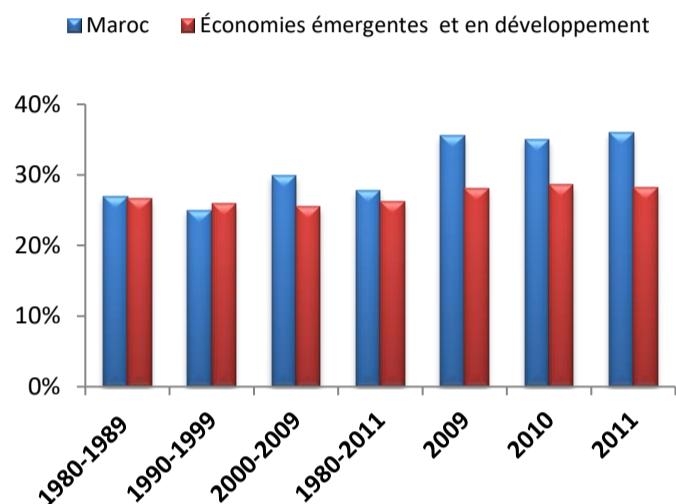
Bien plus qu'une simple conséquence du déficit financier, eu égard à l'égalité dans une économie ouverte entre le solde financier (différence entre l'épargne nationale et l'investissement national) et le solde des transactions courantes, le déficit du compte de transactions courantes va toujours de pair avec le déficit financier.

Le déficit courant peut ainsi provenir d'un faible niveau d'épargne par rapport à l'investissement, d'un taux d'investissement élevé, comme il peut provenir de la conjonction de ces deux facteurs.

Justement au Maroc, ces deux facteurs contribuent à l'aggravation du déficit de la balance courante.

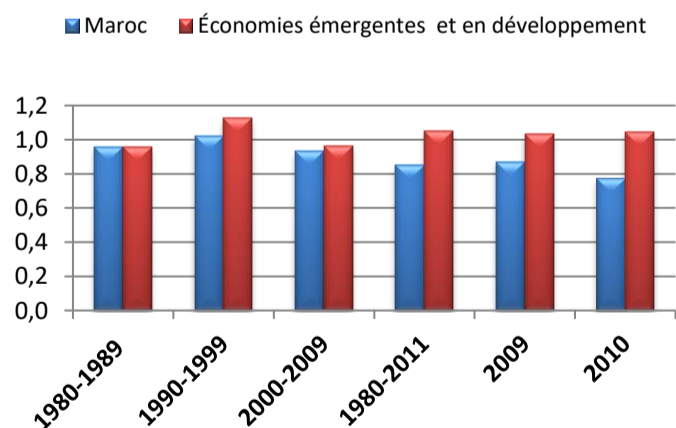
D'un côté, nous avons une faible épargne par rapport à l'investissement.

Taux d'investissement (par rapport au PIB)



De l'autre, au Maroc nous possédons un des taux d'investissements les plus élevés parmi les économies émergentes et en développement. La demande de capitaux nécessaires pour la réalisation de ces investissements est en partie financée par l'épargne nationale, mais également par l'épargne internationale.

Epargne par rapport à l'investissement



Systématiquement, le redressement de la balance courante devrait s'opérer à travers l'orientation de l'investissement vers des projets améliorant la capacité de production du pays à moyen et long terme. Pour cela, l'Etat peut user de la fiscalité (détaxes, impositions légères) qui lui permet de

soutenir la production privée en favorisant les branches d'activités à même d'améliorer la compétitivité du pays.

Concernant cette mesure, nous insistons sur l'importance du lissage de l'investissement et de la production. Ainsi, si un pays (privé et administration centrale) engage des projets d'investissement, il faudra bien que les emprunts qu'il a réalisés à cet effet génèrent un rendement marginal plus élevé que le taux d'intérêt associé à ses engagements pour que le pays puisse à terme rembourser ses dettes et équilibrer ses comptes extérieurs.

L'autre alternative qui s'offre pour endiguer le creusement du déficit courant et la fonte des réserves de change adjacente, est d'augmenter les ressources internes de financement, ce qui passe impérativement par la consolidation de l'épargne. Conscient de l'importance de ce volet, le Maroc a initié un important programme de réforme visant à optimiser la mobilisation de l'épargne et l'affectation des ressources financières. Les principales mesures entreprises dans ce sens comprennent la réforme du régime de retraites, la restructuration du secteur des assurances, et tout récemment, l'introduction dans le cadre de la loi de finances 2011 de trois types de plans d'épargne : plan d'épargne logement (PEL), éducation (PEE), et actions (PEA).

Aussi, la mobilisation de l'épargne s'est articulée autour de la réforme du marché des capitaux à travers la modernisation de la bourse de Casablanca et l'introduction sur le marché financier de nouveaux instruments de placement (OPCVM, TCN, Stock options...)

Ces mesures n'ont pas permis, jusqu'à présent de canaliser suffisamment d'épargne. Et ce n'est malheureusement pas le seul hic, car bien au-delà de leur insuffisance, les ressources épargnées possèdent une seconde spécificité toute aussi handicapante. Il s'agit de leur incompatibilité en termes d'horizons de placements avec les besoins longs de financement de l'économie.

L'incompatibilité entre la durée des ressources épargnées et celle des besoins amplifie inlassablement le déficit de financement

L'analyse de la structure des actifs financiers par acteur économique fait ressortir une prédominance

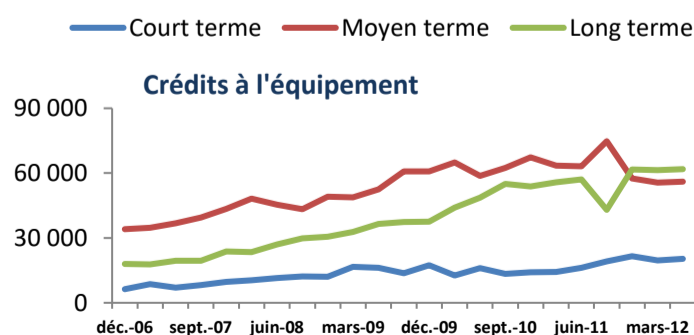
des instruments liquides chez les ménages, pour qui cette composante constitue en moyenne près de 79% de leurs acquisitions nettes d'actifs financiers. Cette même composante, domine la structure des placements des sociétés non financières, et représente 67% de leurs acquisitions financières.

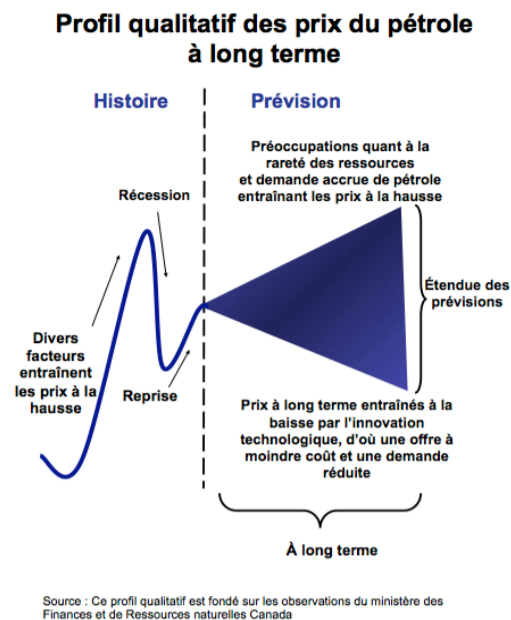
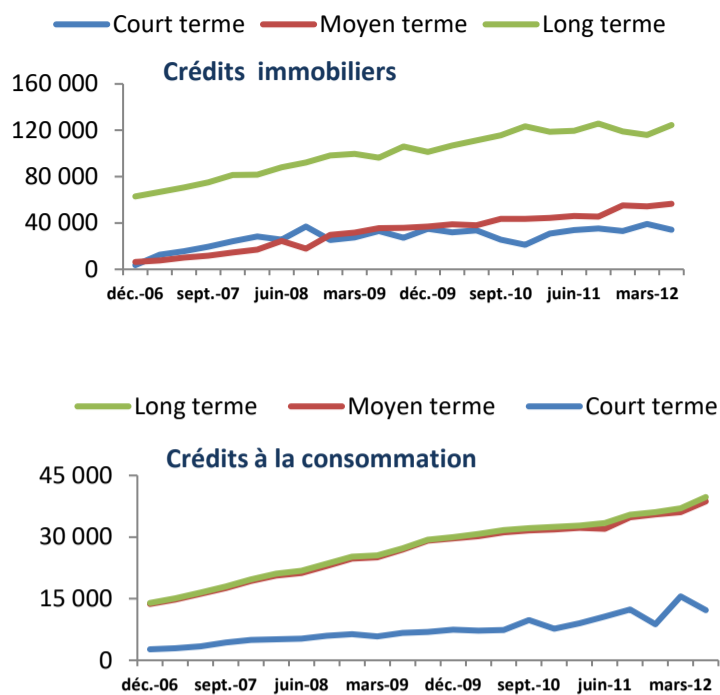
S'agissant des acquisitions à long terme, notamment des crédits à long terme accordés par les sociétés financières « système bancaire et sociétés de financement », ces dernières s'emparent de parts de plus en plus importantes dans les acquisitions nettes des sociétés financières, d'ailleurs, elles sont passées de 31% en 1998 à 75% en 2009. Ce qui témoigne du besoin grandissant de l'économie de moyens de financement sur les maturités longues.

A ce rythme de croissance des besoins longs, et sachant que la structure financière des acquisitions nettes des ménages, et des sociétés non financières, est majoritairement dominée par les placements à court terme ou à vue, les mécanismes de financement de l'économie se trouvent inaptes à répondre aux besoins longs de financement de l'économie, entravant ainsi le bon financement des projets d'investissement, et par ricochet la croissance du pays.

D'ailleurs, à ce sujet, le Wali de Bank Al-Maghrib, M. Abdellatif Jouahri, tire la sonnette d'alarme, et avance que « **ne nous pouvons plus continuer à financer l'investissement sur le court terme par une politique de transformation. Nous sommes à des limites** ».

Le glissement de la nature des besoins de financement vers les maturités longues concerne aussi bien les investisseurs que les ménages. Preuve en est, la progression sur les segments Long et Moyen terme des crédits à l'équipement, des crédits immobiliers, et des crédits à la consommation, à des rythmes bien plus élevés que sur le segment court terme.





Cette incompatibilité avérée entre les moyens et les besoins de financement de l'économie contribue à l'aggravation, année après autre, du déséquilibre entre placements et investissements, et met en exergue l'urgence d'adoption de mesures rigoureuses pour capter et canaliser l'épargne des ménages et des sociétés non financières vers les maturités longues.

A la lumière de ces mutations, et afin de répondre à la question de viabilité de l'actuel modèle de croissance économique, en particulier en matière d'équilibre Epargne/Investissement, nous avons élaboré des perspectives économiques sur la base de trois scénarios.

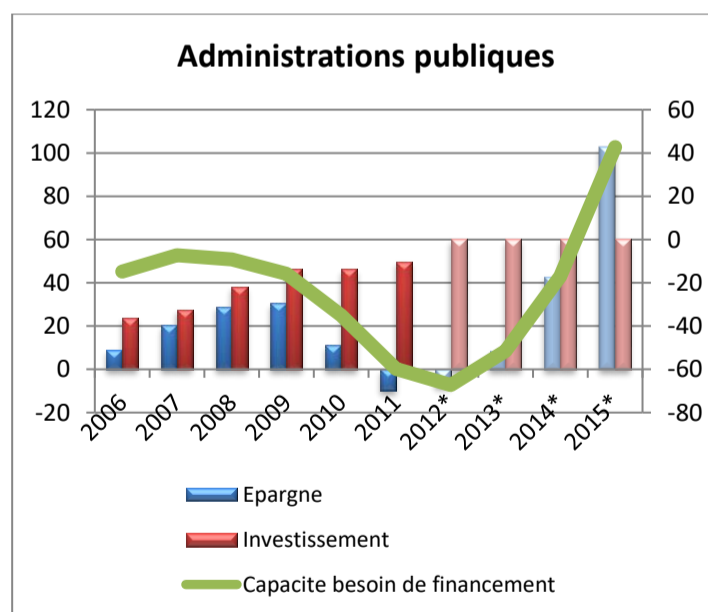
Scénario de base

Ce premier scénario, dit de base, capte les tendances observées entre 2006 et 2011. Le revenu et la consommation, de l'ensemble des ménages et du secteur privé, devraient croître respectivement de 4,52% et 3,83%. Pour leur part, les dépenses publiques devraient maintenir un rythme de croissance plus élevé que celui des ressources ordinaires.

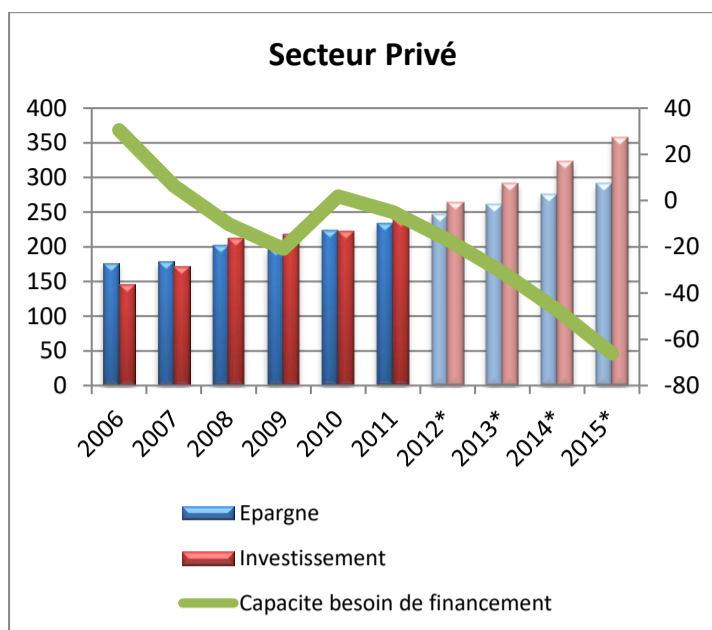
Ce scénario suppose également que le cours de baril du pétrole évoluerait en ligne avec sa tendance de fond, pour se situer autour de 94 \$ à horizon 2015 « Référence : Annual Energy Outlook 2010, scénario prix moyen ». A ce niveau, la charge de compensation se situerait à près de 26 Mrds de DH, contre 55 Mrds à fin 2012.

Pour ce qui des investissements, compte tenu d'un coût global approximatif de 300 Mrds de DH des plans sectoriels programmés par l'Etat sur la période 2011-2015, ce scénario retiendra pour hypothèse, un investissement public moyen annuel de 60 Mrds de DH. L'investissement privé, pour sa part, maintiendrait son rythme tendanciel de 10,64%, observé entre 2006 et 2011.

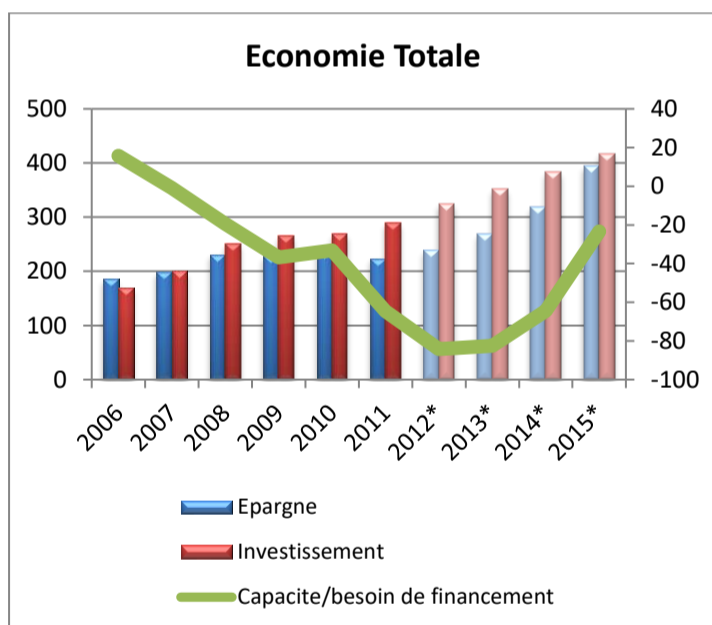
Sous ces hypothèses, l'épargne publique, profitant de la baisse de la facture énergétique, deviendrait positive à partir de 2013. Elle serait de l'ordre de 102 Mrds en 2015, portant dans son sillage la capacité de financement de l'Etat à 42 Mrds.



A l'inverse, le secteur privé, qui était certes mal orienté, mais maintenait jusqu'ici son équilibre de financement, pâtirait de la faible vitesse de progression de l'épargne comparé à l'investissement, et deviendrait nettement déficitaire. Son déficit de ressource se situerait à 66 Mrds en 2012.



Sous le poids de ces différents facteurs (évolution positive de l'équilibre public, combiné à une évolution défavorable pour le secteur privé) l'épargne nationale brute disponible se situerait à 394 tandis que l'investissement serait de 417 Mrds. Dans ce contexte, le besoin de financement de l'économie totale se verrait corrigé de deux tiers à 23 Mrds.



Scénario contraignant

Pour ce deuxième scénario, considéré plus contraignant pour l'économie, nous nous sommes référés à l'« Annual Energy Outlook 2010 », et pris pour assumption un cours de pétrole brut à 144\$ en 2015.

Au vu de la récente dégradation par le FMI des perspectives de croissance mondiales en 2013, nous avons aussi supposé que les facteurs à l'origine de la faiblesse de l'activité mondiale conserveraient leur intensité, menant à un redressement lent de la croissance mondiale d'ici 2015. Dans ces conditions,

le Maroc subira les contrecoups de la crise, essentiellement à travers la baisse de la demande mondiale qui lui sera adressée.

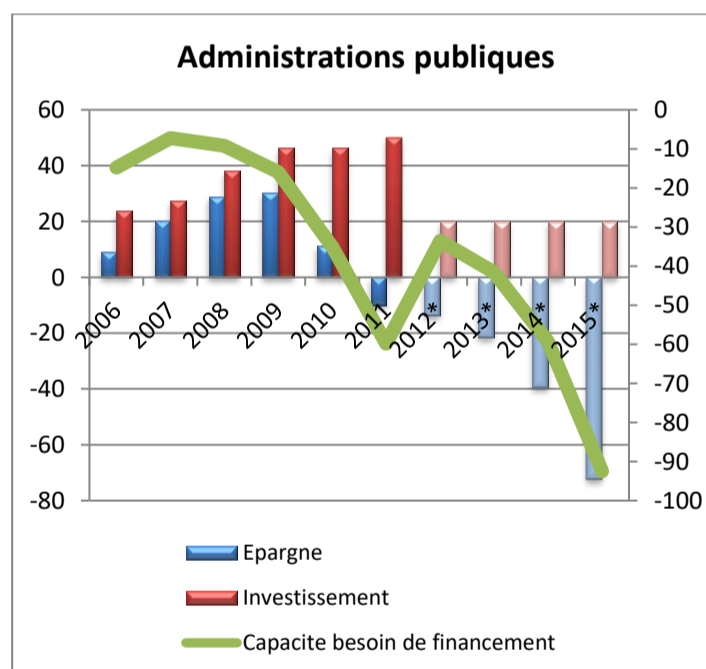
Selon que l'Etat mette à exécution ou pas son projet de réforme de la compensation, l'impact serait différemment ressenti.

En supposant, dans un premier temps, que l'Etat maintient sa subvention des hydrocarbures, chaque dollar additionnel d'augmentation de prix du pétrole coûterait aux caisses de l'Etat 0,68 Mrd.

Combiné à une progression modérée de croissance des recettes fiscales, en lien avec la perte de vigueur de la croissance nationale, le besoin de financement public atteindrait le niveau alarmant de 192 Mrds.

L'Etat se verrait donc dans l'obligation de faire des coupes budgétaires, en optimisant son budget de fonctionnement, et réduisant celui de l'investissement.

En dépit de ces efforts, l'Etat ne pourra pas résorber son déficit qui se situerait au mieux à 92 Mrds.



Maintenant, avec la réforme de la compensation, le transfert des charges vers le privé allégera les pressions sur les finances publiques qui dégageraient une épargne positive de 217 Mrds, et une capacité de financement substantielle de 157 Mrds.

Pour sa part, le secteur privé qui subira de plein fouet la recrudescence du prix des hydrocarbures, constituerait une épargne plus contenue de 148 Mrds. A défaut de moyens de financement suffisants pour la réalisation des projets et accompagner le

développement des entreprises, l'investissement privé finira inéluctablement par fléchir.

En s'appuyant sur un rapport moyen « Investissement/Epargne » de 104%, observé sur les six dernières années, l'investissement privé se situerait à 155 Mrds. Certes l'équilibre de financement privé serait maintenu, mais une baisse aussi abrupte de l'investissement aurait de lourdes répercussions sur l'ensemble du tissu économique et social: ralentissement de la croissance, voire récession, hausse non maîtrisable des prix, destruction de l'emploi,

L'Etat gagnerait donc à mettre en place, un régime de soutien évolutif, à même de préserver la compétitivité des entreprises, et limiter l'impact de tels aléas sur le pouvoir d'achat des ménages.

Scénario favorable

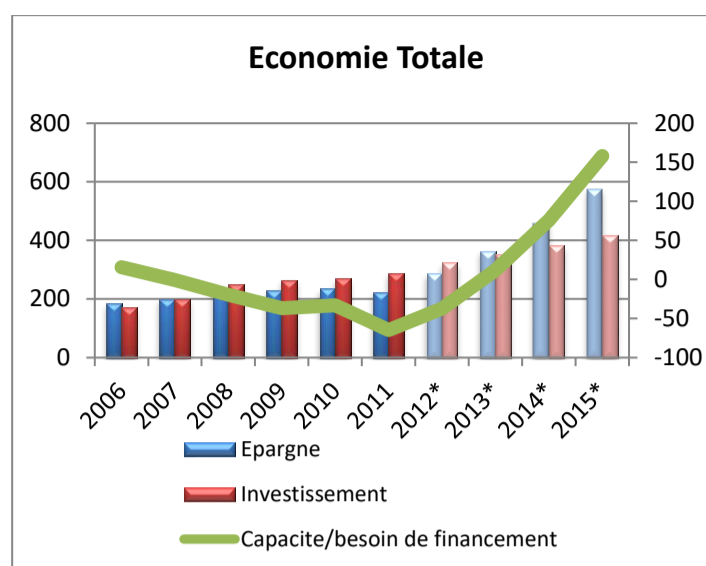
Pour les besoins de ce scénario, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Aboutissement du contrat programme du secteur des assurances aux objectifs financiers affichés:
 - Placement par les compagnies d'assurance de 200 Mrds sur le marché financier en 2015, contre 102 Mrds en 2010.
 - Contribution additionnel du secteur des assurances aux recettes fiscales de 9 Mrds en 2015.

- Un baril de pétrole à 51\$ en 2015.

- L'Etat parviendrait à substituer l'actuel régime de compensation par un dispositif de cohésion sociale axé sur l'apport direct d'aides aux familles pauvres, à hauteur de 20 Mrds/an.

Dans ces conditions, l'Etat tout comme le secteur privé profiterait de ces évolutions favorables pour améliorer leur capacité de financement.



L'épargne publique se situerait à 196 Mrds, induisant une capacité de financement de l'administration centrale de 136 Mrds.

Dans la même lignée, l'épargne privée atteindrait 379 Mrds, elle serait assez conséquente pour répondre aux investissements de cette catégorie, qui s'élèveraient à 357 Mrds en 2015.

Pour l'ensemble de l'économie, l'épargne nationale brute avoisinerait les 575 Mrds. En définitif, la capacité de financement de l'économie atteindrait des sommets à 136 Mrds de DH.

Vue d'ensemble

Se centrant d'une part sur la libéralisation du commerce extérieur, et de l'autre sur la promotion de la demande interne, le modèle de développement adopté par le Maroc commence à livrer ses limites sur bien des niveaux. Les principaux indicateurs économiques ont témoigné ces dernières années d'une grave détérioration de la situation économique du pays. La dette extérieure a progressé de plus de 61% entre 2006 et 2011 pour atteindre plus de 23% du PIB. Le taux de couverture des importations par les exportations a baissé à 48,6%. Le déficit budgétaire et le déficit courant ont atteint des niveaux record en 2012, se situant respectivement à 7,1% et à 9% du PIB.

A la lumière de ces évolutions récentes, et au vu de la configuration des produits importés et ceux exportés dans le cadre des accords de libre-échange, il est clair qu'avec un tissu économique fragile, et une industrie peu compétitive, le modèle de la demande interne ne pourra pas faire bon ménage avec l'ouverture des frontières.

A moins de renégocier les termes des accords responsables du creusement du déficit commercial, le redressement de la situation macroéconomique passerait donc inéluctablement par l'amélioration de l'offre marocaine exportable, et par la réduction de la partie compressible des biens d'importation.

Sur ces points, l'une des mesures audacieuses mises en place est l'adoption du décret d'application de la loi de défense commerciale. Ce décret fixe les conditions et modalités pratiques pour protéger la production nationale contre les importations en dumping ou ayant bénéficié de subventions.

Mais, tout seul, ce dispositif ne pourra pas endiguer le flux croissant des importations. Des actions complémentaires doivent être entreprises en vue d'étendre son champ d'application au commerce de services. Il faudra aussi, dans la perspective de le compléter, penser à faire valoir la préférence nationale pour protéger le tissu économique national contre les entreprises « chinoises, tunisiennes ou turques » qui bénéficient dans leur pays de primes à l'export.

Pour ce qui est des exportations marocaines, le reproche qui revient le plus souvent est que le Maroc n'a pas su mettre à profit la période de grâce

dont il a bénéficié après la conclusion des accords de libre-échange, et ne s'est impliqué dans l'amélioration de son offre exportable que tardivement. De plus, le tissu industriel marocain est constitué dans l'ensemble de PME qui n'ont pas les moyens organisationnelles, technologiques, et financières nécessaires pour conquérir les marchés étrangers. Ces facteurs viennent expliquer la prépondérance des produits bruts (phosphate, produits agricoles...), ou à faible niveau d'industrialisation (produits finis de consommation en particulier les vêtements confectionnés, et les articles de bonneterie) dans la structure des produits exportés.

A l'instar du plan « Maroc export plus », qui vise la promotion des exportations marocaines à travers le renforcement des acquis des secteurs exportateurs, et le positionnement progressif du Royaume dans plusieurs marchés stratégiques, des actions du même genre doivent être démultipliées pour contrebalancer, autant que faire se peut, la continuelle recrudescence des importations.

En plus de la nécessité de développer l'offre marocaine exportable, et de la réduction de la consommation à travers des mesures dissuasives à l'importation, l'amélioration de l'épargne en agissant sur les facteurs qui le détermine s'impose en vue de redresser les comptes extérieurs.

L'objectif est de doter l'économie marocaine de moyens de financements à même de combler son déficit structurel de financement, et d'accélérer le rythme d'investissements qui s'avère indispensable pour atteindre, à terme, des niveaux de croissance élevés. Pour cela, les plus grands axes à travailler s'articulent autour de l'amélioration du niveau de bancarisation, le développement et l'élargissement des régimes de retraite, puis l'adaptation et l'harmonisation d'une politique incitative et fiscale susceptible de capter et d'orienter l'épargne des ménages vers les maturités longues.

C'est dire qu'il reste du pain sur la planche pour développer un arsenal juridique, financier, et industriel susceptible de rééquilibrer la balance des transactions courante. De façon plus profonde, c'est d'un rééquilibrage vital des rapports de forces qu'il en va, dont dépendra la stabilité tant industrielle, commerciale, que sociale du Maroc.