

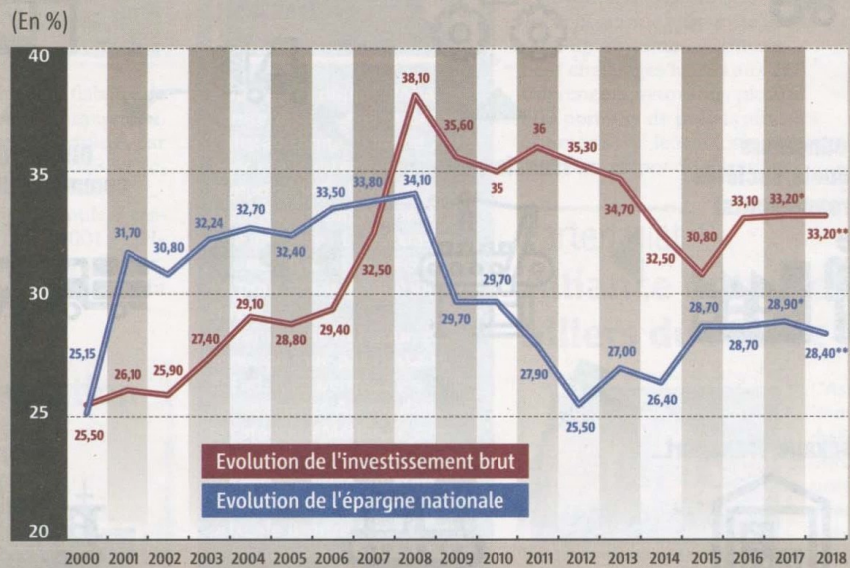
Épargne-investissement, l'écart s'élargit de nouveau

■ Le besoin de financement de l'économie repart à la hausse après l'excellent résultat de 2015.

■ Mais celui-ci est obtenu moins par la hausse de l'épargne que par le recul du taux d'investissement.

La dynamique d'amélioration du compte de capital enclenchée en 2013 et qui a conduit à un résultat extrêmement positif en 2015, avec un besoin de financement de l'économie des plus faibles (-2% du PIB) depuis 2007, a-t-elle déjà atteint ses limites ? Comment expliquer qu'une année après, le déficit du compte épargne-investissement ait plus que doublé pour s'établir à 4,4% du PIB et même qu'il atteindrait 4,8% en 2018, selon les prévisions du HCP ? On l'aura peut-être deviné, cette interrogation pose, en creux, la problématique de l'endettement public, en particulier l'endettement extérieur. Car, lorsque l'épargne nationale ne couvre plus les dépenses d'investissement, il n'y a pas d'autres moyens de financer ceux-ci que de s'endetter. Et c'est précisément ce qui s'est produit depuis que le solde du compte courant (un autre indicateur qui exprime aussi les besoins ou les excédents de financement de l'économie) est entré, à partir de 2007, dans un cycle baissier qui, pour mémoire, a culminé à -9,5% du PIB en 2012. De moins de 50% du PIB, il y a dix ans, la dette du Trésor est passée

Evolution de l'épargne nationale et de l'investissement du PIB (En %)



* Estimation
** Prévision

Source : comptes nationaux, HCP

depuis à quelque 65% ; ceci pour ne rien dire de la dette publique qui frôle les 82% du PIB.

En réalité, lorsqu'on observe sur la durée les principales variables qui déterminent le besoin ou, au contraire, l'excédent de financement de l'économie, on s'aperçoit que le résultat extraordinaire positif réalisé en 2015, et, plus généralement, le recul du déficit depuis 2013, on le doit à une combinaison de deux facteurs : une hausse de l'épargne nationale, d'un côté, et une baisse du taux d'investissement, de l'autre côté. En effet, après avoir réalisé, en 2012, son plus bas niveau depuis l'année 2001, le taux d'épargne nationale a bondi à 28,7% du PIB en 2015 et 2016 et devrait s'établir à 28,9% en 2017. Le taux d'investissement, lui, baisse de 35,3% du PIB en 2012 à 30,8% en 2015, pour remonter à 33,1% en 2016 et proba-

BANK AL-MAGHRIB A PRÉVENU CONTRE LA TENTATION DE TOUT ATTENDRE DE LA RÉFORME DU RÉGIME DE CHANGE. CELLE-CI PEUT AIDER À "BOOSTER" LES EXPORTATIONS, MAIS L'ESSENTIEL DE L'EFFORT À DÉPLOYER RÉSIDE DANS L'ACCÉLÉRATION DU RYTHME DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE ET L'AMÉLIORATION DE SON CONTENU

blement autant en 2017, selon les dernières estimations du HCP. Clairement, le repli du taux d'investissement semble être l'élément le plus décisif dans l'amélioration du besoin de financement ; davantage en tout cas que l'augmentation du taux d'épargne. Surtout si l'on se rappelle que, à un moment donné, comme en 2008 par exemple, le taux d'investissement frôlait les 40% du PIB, ce qui est un niveau exceptionnellement élevé. Et c'est d'ailleurs, soit dit en passant, cette année-là que le solde du compte courant a subitement plongé à -5% du PIB, alors qu'il était à l'équilibre l'année précédente et même excédentaire entre 2001 et 2006.

Dans la mesure où l'épargne nationale n'arrive plus à retrouver les niveaux qu'elle atteignait avant 2009, soit 30% du PIB et davantage (voir graphe), faut-il conclure à une "surchauffe"

de l'investissement et donc à l'impératif de sa réduction ? Comptablement, il faudrait peut-être répondre par l'affirmative puisque le niveau de l'investissement commence à redevenir...insoutenable au regard de l'épargne existante. D'autant que, pour le moment, et comme l'a montré la dernière étude (fin 2016) réalisée par le HCP sur le sujet, les investissements au Maroc sont faiblement rentables. Avec un taux d'investissement moyen de 33% du PIB par an entre 2008 et 2016, le Maroc a réalisé une croissance économique annuelle moyenne d'à peine 4% sur cette période. Certains pays émergents, comme le Chili, la Malaisie ou la Corée du Sud, avec un taux d'investissement moyen de 28% du PIB, ont, eux, obtenu un niveau de croissance de 6% par an en moyenne. Bien sûr, le Maroc a beaucoup investi dans les infrastructures, c'est-à-dire là où la rentabilité est différée ; il n'empêche que pour le HCP comme pour de nombreux analystes, le faible rendement des investissements au Maroc trouverait son explication dans une affectation peu optimale des ressources et une gouvernance qui reste à améliorer.

Investir davantage dans les biens et services échangeables

Mais quoi qu'il en soit, et même si ces investissements sont coûteux (il faut 7 unités d'investissement pour 1 unité de croissance au Maroc, au lieu de 2,9 pour 1 en Corée du Sud), il faudrait continuer d'investir car, disent les spécialistes, c'est seulement à partir d'un certain niveau d'accumulation du capital que le rendement marginal de celui-ci commence à s'améliorer. Ce niveau d'accumulation du capital requis est estimé à 4 fois le PIB. Le stock de capital du Maroc, au cours des cinq

dernières années, représente quant à lui 3,5 fois son PIB en moyenne. Pour atteindre un seuil de capital égal à 4 fois le PIB à l'horizon 2030, il faudrait, selon une simulation réalisée par le HCP, porter le taux d'investissement à 42% du PIB, soit presque 10 points de plus que le niveau actuel. Mais avec quelle épargne ? Et d'abord, pourquoi celle-ci ne parvient-elle pas à dépasser ce qui apparaît désormais comme... un plafond de verre, soit 30% du PIB ? Primo, le gros du revenu national disponible (environ 80%) est "aspiré" par la consommation nationale. C'est évidemment une bonne chose que la consommation se porte bien puisqu'elle est l'une des principales variables de la croissance. Il se trouve que la consommation nationale, en particulier celle des ménages, évolue plus rapidement que le revenu national disponible, notamment depuis la crise économique et financière de 2008 qui a engendré, entre autres, un ralentissement des transferts en provenance des pays de résidence des MRE. A titre d'exemple, entre 2008 et 2013, la consommation nationale a augmenté de 6,5% par an en moyenne, contre 5,4% pour le revenu disponible. Et si l'épargne s'est améliorée précisément depuis 2013, comme évoqué précédemment, c'est parce que la consommation a commencé à ralentir à partir de cette date, en même temps d'ailleurs que l'investissement. Entre 2013 et 2016, en effet, les dépenses de consommation ont progressé à un rythme moyen de 3% au lieu de 6,5% précédemment, et les dépenses d'investissement ont même réalisé une croissance négative en 2013 (-0,5%), en 2014 (-1,3%) et presque nulle en 2015 (+0,2%). A titre seulement de rappel, l'investissement entre 2002 et 2008 croissait à un rythme annuel moyen de l'ordre de 10%. Il y a donc, depuis la forte dégradation des équilibres macroéconomiques apparue en 2012, un ralentissement des deux principales variables de la croissance, soit la consommation et l'investissement. On peut considérer, à ce titre, que cette date constitue en quelque sorte le point d'inflexion du modèle de croissance du Maroc poursuivi jusque-là. Le constat était que ce modèle qui reposait prioritairement sur la demande intérieure n'était plus soutenable. Et la réforme du système de compensation qui a été entamée depuis apparaît alors comme le premier acte sur le chemin d'un nouveau modèle, dont on continue encore de débattre mais dont on devine déjà qu'il s'appuiera assez largement sur la demande extérieure, c'est-à-dire les exportations. La flexibilisation du régime de change, entrée en vigueur au début de cette année, est une autre pièce apportée à l'édifice nouveau qui s'installe.

Reste que la compétitivité des exportations ne dépendra pas que de la variable monétaire ; sinon tout le monde

AVEC UN TAUX D'INVESTISSEMENT

MOYEN DE 33% DU PIB PAR AN

ENTRE 2008 ET 2016, LE MAROC

A RÉALISÉ UNE CROISSANCE

ÉCONOMIQUE ANNUELLE

MOYENNE D'À PEINE 4% SUR CETTE

PÉRIODE

s'y mettrait. Il suffirait, pour conquérir les marchés, de dévaluer sa monnaie, et le tour est joué. Bank Al-Maghrib a d'ailleurs prévenu contre la tentation de tout attendre de la réforme du régime de change. Celle-ci peut aider à "booster" les exportations, mais l'essentiel de l'effort à déployer réside dans l'accélération du rythme de la croissance économique et l'amélioration de son contenu. Et ceci passe, une fois de plus, par l'investissement. Dans ses dimensions quantitatives et qualitatives tout à la fois. Mais un investissement opéré dans l'optique du nouveau modèle de croissance en gestation, c'est-

à-dire orienté davantage vers les biens et services échangeables, car la concurrence, surtout externe, est un élément fondamental dans l'amélioration de la qualité des produits et donc de la valeur ajoutée. Et voilà de nouveau la question de l'épargne qui réapparaît. Pour l'heure, l'épargne nationale est à un niveau appréciable mais la tendance qui se dessine depuis 2015 est à surveiller. Surtout, la stagnation de la composante intérieure de l'épargne depuis une dizaine d'années autour de 22% du PIB, et sa trop grande liquidité méritent quelque attention... ■

SALAH AGUENIOU