

Royaume du Maroc



Direction de la Politique
Economique Générale

***Impact de la croissance économique, de l'inflation,
des intérêts de la dette, du solde primaire et du taux
de change sur l'évolution du taux d'endettement direct
du trésor au Maroc***

Abdellatif Naanaa



Document de travail n°41

Actualisé en novembre 2002

Constituant une sélection mensuelle des travaux menés par les cadres de la Direction de la Politique Economique Générale, les documents de travail engagent cependant la responsabilité de leurs auteurs. Ils sont diffusés par la Direction pour approfondir le débat sur les sujets en question et susciter des observations.

Table des Matières

Résumé.....	2
Introduction	4
1. Tendances de la dette publique et contribution des facteurs à l'évolution du taux d'endettement.....	5
2. Effet de la croissance du PIB en volume	6
3. Effet de l'inflation.....	7
4. Effet des taux d'intérêts.....	8
5. Effet du solde primaire.....	11
6. Effet des autres facteurs.....	13
7. Dynamique du taux d'endettement public : perspectives.....	14
Conclusion.....	16
Bibliographie.....	17

Résumé

Le niveau de la dette par rapport au PIB est l'un des principaux indicateurs de l'état des finances publiques. Une politique budgétaire viable suppose que le niveau actuel et futur de l'endettement ne soit pas trop élevé et que le niveau des nouveaux emprunts ne détourne pas l'épargne en exerçant des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, laquelle épargne pourrait être plus productive dans le secteur privé.

La persistance de déficits budgétaires nettement supérieurs à 3% du PIB particulièrement au cours de la décennie 80 a donné lieu à un accroissement notable du taux d'endettement public direct. Celui-ci a atteint 85% en 1992 contre 41,6% en 1980. Le taux d'endettement a été ramené à 75% en 2001.

La dette directe du Trésor qui s'élevait en 1989 à 893 dollars US par habitant, a été en 2001 près de 848 dollars, soit 162% de plus que la charge supportée par un indonésien et 38% de moins que la charge supportée par un Tunisien.

Les mesures prises pour réduire le déficit budgétaire n'exercent que lentement leurs effets sur la dette publique. Par conséquent, les politiques de réduction du taux d'endettement doivent être appréciées sur moyenne et longue période.

L'évolution de la dette publique par rapport au PIB est la résultante de l'effet combiné de quatre facteurs essentiels: la croissance du PIB en volume, l'inflation, le niveau des taux d'intérêts, le niveau du solde primaire, en plus de l'effet du taux de change et de la gestion active de la dette qui sont groupés sous le vocable «autres opérations financières».

Pour évaluer les efforts accomplis en matière de maîtrise de l'endettement, cette note se propose d'identifier le poids des facteurs précités qui sont intervenus dans la dynamique de la dette publique marocaine au cours de la période 1980-2001. Pour les besoins d'éclairage, les données relatives aux Lois de Finances 2002 et 2003 ont été exploitées en vue de mettre en évidence les perspectives qui se dessinent pour les finances publiques, à politique budgétaire inchangée et ce, à l'horizon 2010.

L'analyse du problème de l'endettement sur une longue période et les simulations effectuées sur la dynamique d'endettement au cours des dix prochaines années, moyennant des hypothèses vraisemblables, ont permis de tirer les conclusions suivantes :

- L'importance du désendettement est intimement liée à l'évolution des déficits budgétaires. La politique budgétaire devrait viser la réalisation d'un excédent primaire croissant. Celle-ci passe par une croissance des dépenses moins rapide que la croissance de l'économie et par la poursuite de l'amélioration du rendement fiscal en vue de dégager des marges de manœuvre sur le plan budgétaire et mener une politique contra-cyclique en cas de retournement conjoncturel.

- Le taux d'intérêt est le facteur qui influe le plus sur l'évolution du taux d'endettement. Dans un contexte de maîtrise de l'inflation, il faudrait chercher à réduire le coût moyen de la dette intérieure qui reste supérieur de 3 points à celui de la dette extérieure. L'action sur les taux d'intérêt intérieurs pourrait se faire à travers l'approfondissement des mesures visant à dynamiser davantage le marché des adjudications dont la réforme s'est traduite déjà par une baisse significative des taux, le recours au financement extérieur pour diminuer la concurrence éventuelle exercée par le Trésor sur la levée de fonds au niveau du marché intérieur et la gestion active de la dette intérieure en multipliant les lignes de crédit en vue de permettre la formation d'une courbe de taux.
- La réduction du taux d'endettement est tributaire de la mise en place des conditions d'une croissance économique forte et durable. Compte tenu des niveaux actuels des taux d'intérêt et de l'inflation et face aux défis du futur, il faudrait une croissance économique de 6% pour amorcer une baisse soutenue du taux d'endettement public tout en garantissant un excédent primaire de 2% du PIB.
- La diminution du taux d'endettement public a exigé que le budget de l'Etat dégage un solde primaire excédentaire moyen de 1,3 point du PIB entre 1996 et 2001 alors qu'un déficit primaire de 2% du PIB était suffisant pour atteindre le même objectif au cours de la décennie 80. La dynamique de réduction de la dette publique serait importante si la croissance économique n'est pas affectée par des chocs conjoncturels, notamment la sécheresse ou un environnement extérieur peu favorable.
- le déficit budgétaire soutenable a été de l'ordre de 3,9 points du PIB entre 1996 et 2001, dépassant de près de 1 point celui effectivement enregistré, alors que la période 1990-1995 a été marquée par un déficit budgétaire soutenable de 5 points du PIB, soit près de deux points de plus que ce qui a été enregistré. La soutenabilité sur la période 1996-2001 a été assurée par l'amélioration des recettes fiscales mais surtout par les recettes de privatisation qui ont totalisé près de 32 milliards de dirhams.

Introduction

La persistance de déficits budgétaires souvent supérieur à 3% du PIB durant les années 1980 a donné lieu à un accroissement notable du taux d'endettement public direct, lequel a atteint 85% en 1992 contre 41,6% en 1980. En particulier, l'endettement extérieur public du Maroc a posé de sérieuses difficultés au début des années quatre vingt. Ces difficultés ont abouti à la mise en œuvre du programme d'ajustement structurel et du cycle de rééchelonnement qui ont pris fin en 1992.

Depuis, le taux d'endettement direct du Trésor a été réduit, avec toutefois une dette intérieure qui prend de plus en plus de poids. La montée régulière de la dette intérieure s'est accompagnée d'un accroissement de son service, lequel a commencé à dépasser celui de la dette extérieure directe à partir de 1995.

Le niveau de la dette par rapport au PIB est l'un des principaux indicateurs de l'état des finances publiques. Une politique budgétaire viable suppose que le niveau actuel et futur de l'endettement ne soit pas trop élevé et que le niveau des nouveaux emprunts ne détourne pas l'épargne en exerçant des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, laquelle épargne pourrait être plus productive dans le secteur privé.

Les mesures prises pour réduire le déficit budgétaire n'exercent que lentement leurs effets sur la dette publique. Par conséquent, les politiques de réduction du taux d'endettement doivent être appréciées sur moyenne et longue période.

Le taux d'endettement public a été très a été volatile jusqu'en 1997. Deux phases importantes se dégagent. Elles sont caractérisées par des différences au niveau de l'amplitude de variation du taux d'endettement. En effet, l'appréhension de cette amplitude à travers l'écart type montre que celui-ci a été réduit de moitié en passant de 8,8 entre 1981 et 1992 à 4,1 sur la période 1993-2001. Au cours de cette phase, le taux d'endettement public a été réduit en moyenne de 1,1 point l'an contre une hausse annuelle moyenne de 3,6 points au cours de la première phase.

Pour évaluer les efforts accomplis en matière de maîtrise de l'endettement, cette note se propose d'identifier les facteurs qui sont intervenus dans la dynamique de la dette publique marocaine au cours de la période 1980-2001¹. Il s'agit d'une refonte et d'un approfondissement de l'étude réalisée par la Direction de la Politique Economique Générale en 1999. L'étude effectuée prend en considération également les effets du rééchelonnement de la dette extérieure sur la période 1983-1992 dans la mesure où l'analyse est effectuée sur des données après rééchelonnement.

L'évolution de la dette publique par rapport au PIB est la résultante de l'effet combiné de quatre facteurs essentiels: la croissance du PIB en volume, l'inflation, le niveau des taux d'intérêts, le niveau du solde primaire, en plus de l'effet du taux de change et de la gestion active de la dette qui sont groupés sous le vocable «autres opérations financières».

¹ La méthodologie sous-jacente est présentée en annexe.

Dans la suite, il sera procédé à la détermination du poids de chacun des facteurs précités sur l'évolution du taux d'endettement du Trésor au cours de la période 1980-2001. Pour les besoins d'éclairage, les données relatives aux Lois de Finances 2002 et 2003 ont été exploitées en vue de mettre en évidence les perspectives qui se dessinent pour les finances publiques, à politique budgétaire inchangée et ce, à l'horizon 2010.

1. Tendances de la dette publique et contribution des facteurs à l'évolution du taux d'endettement

Dans ce qui suit on se limite à l'analyse de la dette directe du Trésor (hors dette garantie). Ainsi, en passant de 30,8 milliards de dirhams à fin 1980 à 287,3 milliards de dirhams à fin 2001, l'encours de la dette directe du Trésor a été multiplié par 9,3, soit un accroissement annuel moyen d'environ 11,2%. Au cours de la même période, le niveau des prix a été multiplié par 2,7 et le PIB réel par 1,9.

La politique de financement du Trésor a eu des effets sur la structure de la dette publique qui a été marquée par deux mutations importantes :

- Parallèlement au recours limité aux ressources externes, la dette intérieure a connu une progression notable. Ce faisant, sa part dans l'encours total est passée de 24% en 1983 à plus de 32% en 1992. A l'origine de cette progression se trouvent les déficits budgétaires cumulés et leur financement par le recours massif aux ressources intérieures. Cette situation a été accentuée après la sortie du rééchelonnement. En effet, la dette intérieure s'est accrue pour représenter plus de 61% de la dette du Trésor en 2001 contre 34,6% en 1993.
- L'encours de la dette intérieure bancaire a baissé au profit de celui non bancaire. Il est de plus en plus dominé par les adjudications dont la part a évolué de 15% en 1993 à 81,4% en 2001. Ceci marque le passage d'un financement monétaire du Trésor à un financement par la mobilisation de l'épargne privée.

La dette directe du Trésor qui s'élevait en 1989 à 893 dollars us par habitant, a été en 2001 de près de 848 dollars, soit 162% de plus que la charge supportée par un indonésien et 38% de moins que la charge supportée par un Tunisien².

En pourcentage du PIB, la dette n'a pas suivi la même tendance sur toute la période sous revue. Le taux d'endettement a connu une hausse de 52 points durant la phase 1980-1989, alors qu'il a enregistré une tendance inverse au cours de la seconde phase. Ainsi, le ratio d'endettement a diminué de 10,2 points durant la période 1990-1995 et de 8,3 points entre 1996 et 2001. A fin 2001, le taux d'endettement direct est de 75% du PIB.

² Les chiffres relatifs à l'Indonésie et la Tunisie se rapportent à 1999.

La hausse du ratio d'endettement du Trésor entre 1980 et 1989 de 52 points s'explique pour 53,7 points par les charges d'intérêts, pour 42,8 points par l'effet d'autres opérations financières³ et pour 29,1 points par le besoin de financement primaire. Ces facteurs aggravants ont été contrebalancés à raison de 45,4 points par l'inflation et 28,3 points par la croissance économique.

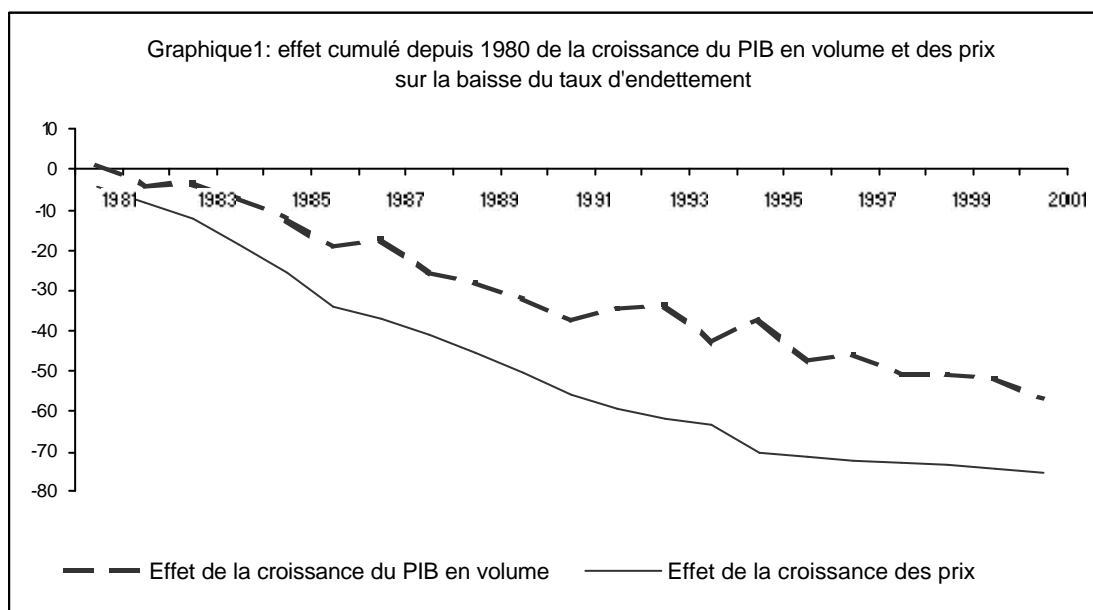
La baisse du taux d'endettement du Trésor entre 1990 et 1995 de 10,2 points s'explique pour 24,7 points par l'inflation, pour 16,4 points par le besoin de financement primaire et pour 9,1 points par la croissance économique et ce, malgré la contribution négative des charges d'intérêts de la dette pour 37 points.

Depuis 1996, la baisse du taux d'endettement du Trésor de 8,3 points est réalisée grâce à la croissance économique (19,5 points), aux soldes primaires positifs dégagés (13,2 points), à l'évolution des prix (5,3 points) et à d'autres opérations financières (3,3 points) et ce, malgré la contribution négative des intérêts de la dette pour 32,9 points.

2. Effet de la croissance du PIB en volume

L'amélioration de l'activité économique produit un effet bénéfique sur la situation de la dette à double titre : elle se traduit par des recettes publiques plus importantes et par l'accroissement du PIB réel.

Le graphique ci-après montre l'effet cumulé depuis 1980 de la croissance économique réelle et de l'inflation sur la baisse du taux d'endettement.



³ regroupent l'ensemble des autres opérations affectant la progression de l'endettement public direct : effet du taux de change et opérations relevant de la gestion active de la dette extérieure.

La croissance économique a permis de baisser le taux d'endettement de 3,1 points du PIB par an durant la période 1980-1989 et de 1,5 points du PIB par an au cours de la période 1990-1995. Cette situation s'explique par le ralentissement de la croissance en relation avec la sécheresse, devenue fréquente depuis 1990. L'amélioration de la croissance économique moyenne annuelle entre 1996 et 2001 qui a atteint 4,1%, a contribué à la baisse du taux d'endettement de 3,2 points du PIB par an durant cette période.

3. Effet de l'inflation

L'inflation est préjudiciable à la compétitivité de l'économie. Cependant, l'augmentation des prix contribue à la réduction de la valeur réelle de la dette.

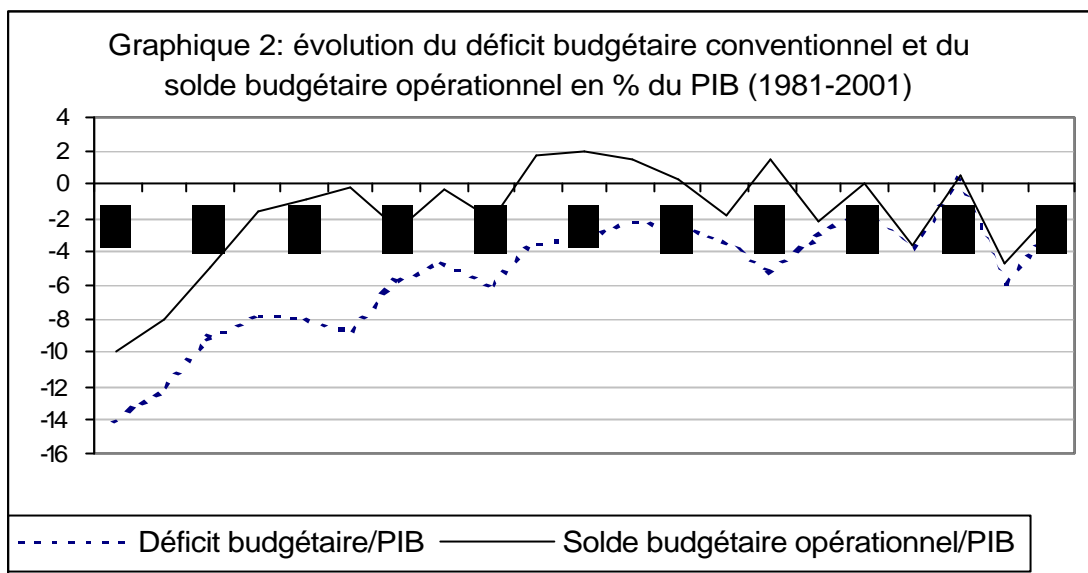
L'inflation constitue le facteur ayant contribué le plus à la réduction du taux d'endettement public durant les deux périodes 1980-1989 (de 5 points du PIB par an) et 1990-1995 (de 4,1 points du PIB par an).

Après la sortie du cycle de rééchelonnement, la stabilisation du cadre macro économique s'est traduite par une maîtrise de l'inflation. Celle-ci a provoqué chaque année une baisse du taux d'endettement d'environ 1 point du PIB entre 1996 et 2001 (voir graphique ci-dessus).

Cette analyse permet de faire ressortir les constatations suivantes :

- Une tendance à la baisse, voire une annulation de « la taxe d'inflation » qui réduit le pouvoir d'achat des avoirs monétaires des agents privés domestiques a été enregistrée (étant donné le poids élevé de la dette intérieure dans la dette publique totale). Aussi, la maîtrise de l'inflation et la stabilité du cadre macroéconomique ont fait en sorte que le seigneuriage n'a pas été utilisé comme instrument pour réduire le taux d'endettement public direct comme en témoigne la baisse de l'encours de la dette intérieure bancaire au profit de celui non bancaire.
- Pour isoler l'effet prix sur l'évolution du déficit budgétaire et par conséquent sur le taux d'endettement public direct, il convient de calculer un nouvel indicateur appelé « solde budgétaire opérationnel⁴ ». Sur cette base, le déficit budgétaire et son corollaire le taux d'endettement n'ont été surévalués que de 1 point du PIB entre 1996 et 2001 contre 5 points entre 1980 et 1989 en raison de l'importance de l'inflation enregistrée sur cette dernière période.

⁴ Il consiste à corriger le solde budgétaire couramment utilisé de la variation des prix.

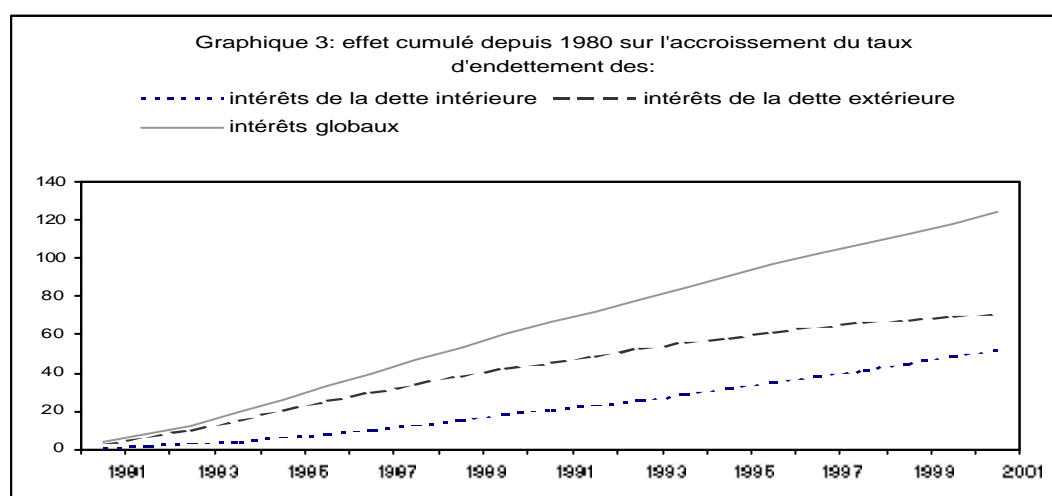


4. Effet des taux d'intérêts

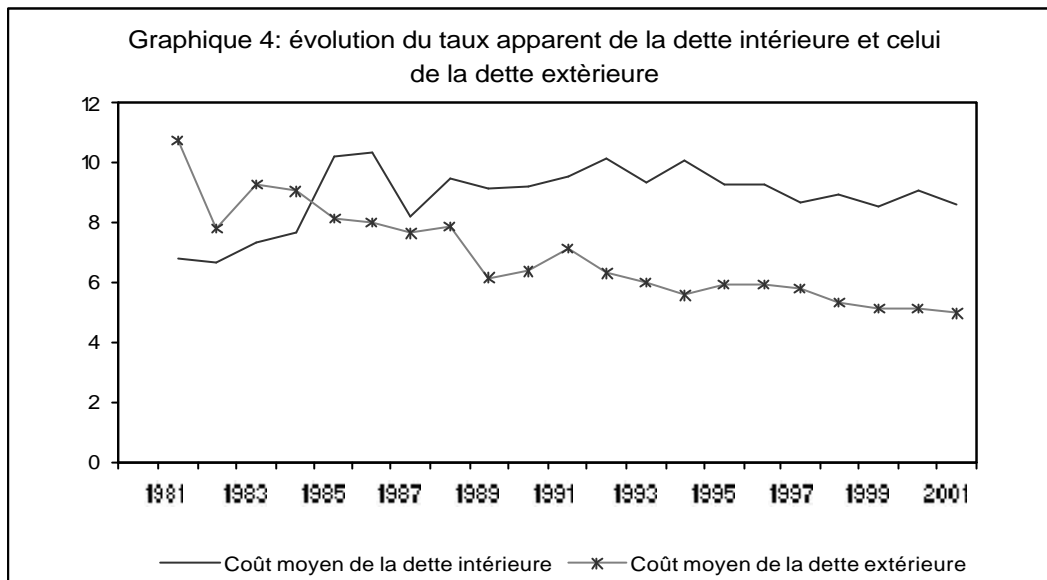
La dette publique provoque un alourdissement progressif de la charge d'intérêts et la réduction des marges de manœuvre dans la préparation des Lois de Finances. Les niveaux élevés des taux d'intérêts apparents, particulièrement ceux relatifs à la dette intérieure, ont conduit à l'augmentation du ratio d'endettement. Globalement, les intérêts de la dette ont provoqué chaque année une hausse du taux d'endettement de 5,9 points du PIB.

La contribution annuelle moyenne des charges d'intérêt à l'augmentation du ratio d'endettement était de 6 points sur la période 1980-1989 dont 1,7 point s'explique par les intérêts de la dette intérieure et 4,2 points par ceux de la dette extérieure. Pour la période 1990-1995, les contributions sont respectivement de 2,8 et 3,4 points du PIB par an.

A partir de 1995, la contribution des intérêts de la dette intérieure à l'accroissement du ratio d'endettement public global est devenue plus importante que celle des intérêts sur la dette extérieure. La contribution des charges d'intérêt à l'augmentation du taux d'endettement sur la période 1996-2001 était de 3,4 points du PIB par an pour les intérêts de la dette intérieure et 2,1 points du PIB par an pour ceux de la dette extérieure.



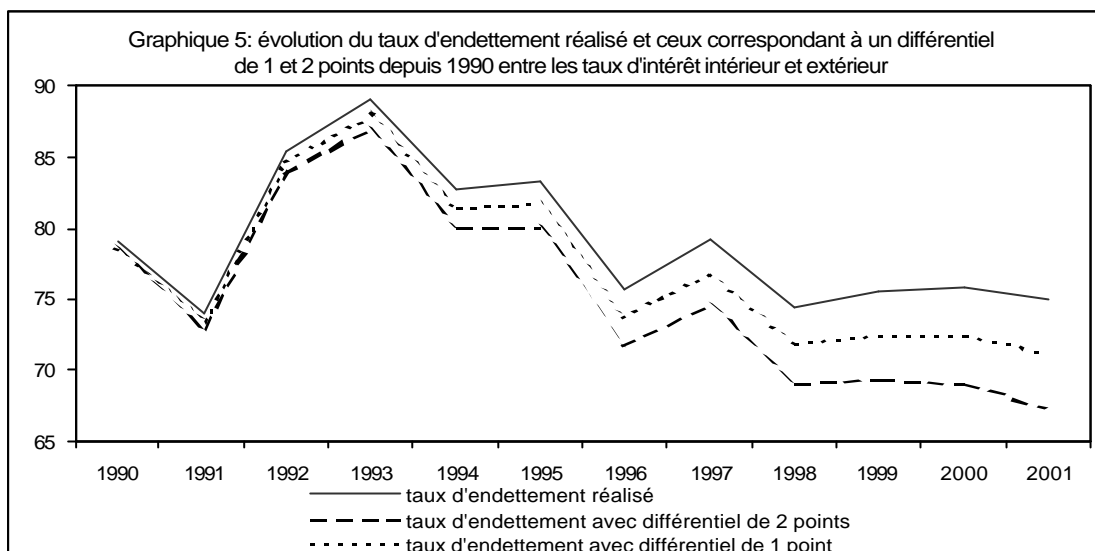
L'impact négatif élevé des intérêts de la dette est dû également au différentiel des taux d'intérêt apparents sur les dettes intérieure et extérieure et qui s'est accru de 3 points en moyenne sur la période 1990-2001 (voir graphique ci-dessous) et ce, malgré le financement du Trésor aux conditions du marché. Suite notamment à la suppression du plancher d'effets publics, ce différentiel n'a pas connu de réduction sensible malgré la baisse des taux d'intérêt sur le marché intérieur durant les dernières années.



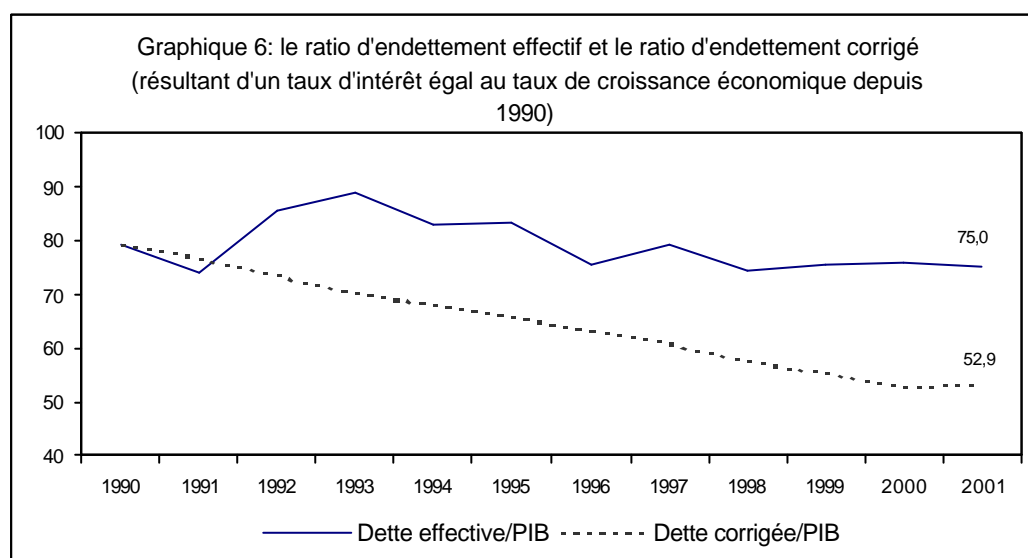
La sensibilité du taux d'endettement au taux d'intérêt a mis en évidence l'existence de marges de manœuvre importantes. Si le différentiel des taux d'intérêt intérieur et extérieur était de 2 points à partir de 1990, le taux d'endettement du Trésor aurait été de 67,4% en 2001 contre un taux réalisé de 75%. Il aurait été en 2001 de 71,2% si le différentiel se limitait à 1 point. Ceci confirme que l'action sur les taux d'intérêt intérieurs est un moyen efficace pour ramener à moyen terme l'endettement public à un niveau supportable, dégageant ainsi une marge de manœuvre conséquente en matière des finances publiques.

L'action sur les taux d'intérêt intérieurs se fait de différentes manières :

- L'approfondissement des mesures visant à dynamiser davantage le marché des adjudications dont la réforme s'est traduite déjà par une baisse significative des taux,
- Le recours au financement extérieur pour diminuer la concurrence exercée par le Trésor sur la levée de fonds au niveau du marché intérieur,
- La gestion active de la dette intérieure à travers la multiplication des lignes de crédit en vue de permettre la formation d'une courbe de taux. Cette dernière permet le lissage des variations des taux en diminuant la pression exercée sur les différentes lignes.



Le coût moyen de la dette a été supérieur au taux de croissance moyen enregistré entre 1990 et 2001, entraînant un alourdissement des charges de la dette publique directe. Afin de mieux mettre en relief cet effet, la situation actuelle est comparée à une situation théorique dans laquelle les intérêts sont calculés à partir de taux égaux année après année au taux de croissance nominal du PIB entre 1990 et 2001. Ceci aurait ramené le taux d'endettement du Trésor à 53% en 2001 contre un niveau enregistré de 75%.



Par ailleurs, il y a lieu de noter qu'au delà de l'effet mécanique du taux d'intérêt sur la charge de la dette, le niveau d'endettement est susceptible à son tour d'agir sur le taux d'intérêt de deux manières :

- de façon macroéconomique en confrontant l'épargne et l'investissement, car le financement de l'endettement par appel à l'épargne provoque en principe une concurrence entre l'Etat et les investissements privés sur le marché des capitaux, ce qui conduit à une hausse des taux qui pénalise l'investissement privé par un effet d'éviction. En outre, la baisse du taux d'endettement extérieur a eu pour conséquence une baisse de la taxe marginale sur l'investissement⁵, réduisant ainsi l'impact négatif de la dette extérieure sur la croissance économique.
- de façon microéconomique en augmentant la prime de risque que les marchés font payer à l'emprunteur public. L'appréciation par les marchés de la qualité d'une dette souveraine repose sur la santé des finances publiques appréhendée à travers le taux d'endettement et le besoin de financement en % du PIB.

5. Effet du solde primaire

La stabilisation de la dette publique en % du PIB exige un excédent primaire⁶ à moins que la croissance nominale n'excède le taux apparent de la dette publique, auquel cas on peut se permettre un solde primaire négatif. Dans le cas où le taux d'intérêt est supérieur au taux de croissance économique, la stabilité du ratio d'endettement nécessite un excédent primaire positif. Le solde primaire stabilisant⁷ est d'autant plus élevé que l'endettement est important et que la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux de croissance du PIB en valeur est forte.

Marqué par un contexte de forte inflation, la période 1980-1989 a connu un taux de croissance nominal moyen (11,3%) supérieur au taux d'intérêt moyen apparent de la dette (8,4%). Néanmoins, ceci ne permettait pas de stabiliser le taux d'endettement, car le déficit primaire moyen enregistré sur cette période dépassait de près de 1 point le déficit primaire stabilisant. Le processus d'endettement a pris alors un caractère entretenu « effet boule de neige ».

Entre 1990 et 2001, le taux de croissance nominal du PIB s'est réduit progressivement sous l'effet notamment de la diminution de l'inflation et des sécheresses, pour devenir inférieur en moyenne au taux apparent de la dette. Dans un tel contexte, des excédents primaires étaient nécessaires pour stabiliser l'endettement. Le solde primaire est resté en moyenne supérieur au seuil permettant de stabiliser la dette en % du PIB. C'est pourquoi le taux d'endettement a connu une baisse notable sur cette période.

Par ailleurs, l'analyse montre également que jusqu'en 1987, le solde primaire était négatif et a contribué par conséquent à l'augmentation du taux d'endettement en moyenne de 4,5 points du PIB par an. A partir de 1988, le solde primaire a commencé à contribuer à la baisse du taux d'endettement en moyenne de 2,3% du PIB chaque année.

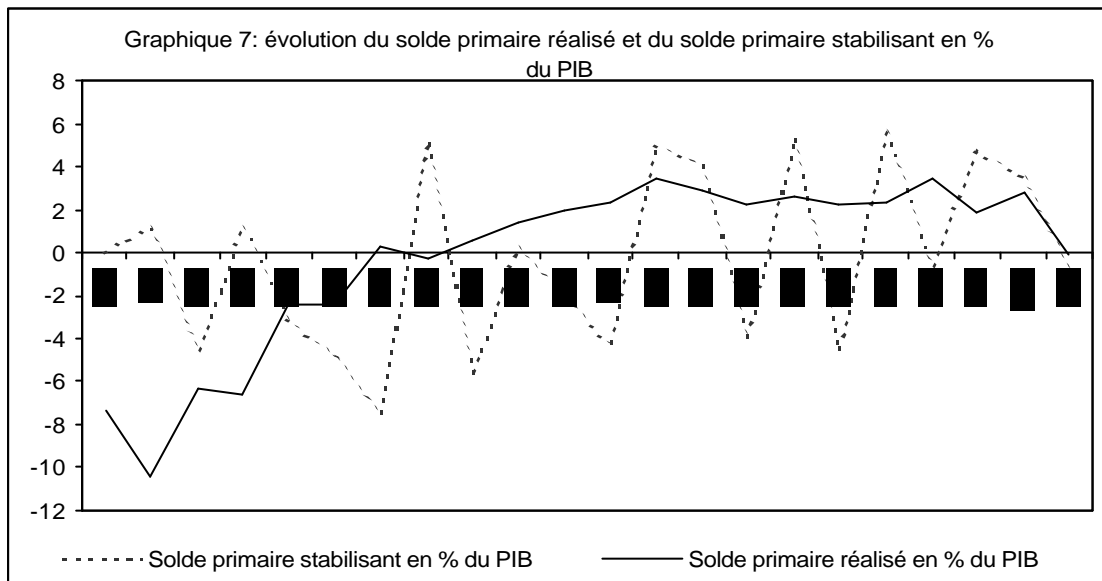
⁵ Un niveau élevé de dette extérieure agit comme une taxe marginale sur l'investissement car une fraction des gains de production provenant d'une augmentation de la formation du capital revient aux crédateurs sous la forme de remboursement de dette, en raison d'une prime de risque élevée.

⁶ La différence entre les dépenses totales, non compris les intérêts de la dette, et les recettes ordinaires.

⁷ $\frac{r}{1-g} \cdot d_{t-1}$: le solde budgétaire primaire stabilisant le ratio d'endettement ; r : le coût réel moyen de la dette, g : le taux de croissance réel du PIB et d_{t-1} : le ratio d'endettement public à l'instant t-1.

Cependant, cette contribution s'avérait insuffisante puisque le solde primaire stabilisant a toujours fluctué autour du solde primaire réalisé malgré les performances enregistrées au cours des dernières années et qui restent imputables à des recettes exceptionnelles (voir graphique ci-dessous).

D'où la nécessité de gagner au moins deux points du PIB au niveau du solde primaire et de l'épargne publique pour garantir une baisse sensible du taux d'endettement. Ce scénario n'est possible que si les pouvoirs publics visent à moyen terme un déficit budgétaire de l'ordre de 1% du PIB.



En somme, cette analyse confirme que le caractère soutenable des déficits budgétaires ne peut être appréhendé indépendamment du contexte macroéconomique et financier (croissance, inflation, taux d'intérêt). En effet, si durant la décennie 80 un déficit primaire moyen d'environ 2% du PIB devait laisser inchangé le ratio dette/ PIB, au cours de la période 1990-2001, il fallait dégager un excédent primaire d'environ 1% du PIB pour parvenir au même résultat.

Ainsi, après le cycle d'insoutenabilité du déficit budgétaire entre 1980 et 1989, la condition de soutenabilité était remplie par nos finances publiques entre 1990 et 2001. Le déficit budgétaire soutenable a été de l'ordre de 3,9 points du PIB entre 1996 et 2001, dépassant de près de 1 point celui effectivement enregistré, alors que la période 1990-1995 a été marquée par un déficit budgétaire soutenable de 5 points du PIB, soit près de deux points de plus que ce qui a été réalisé. La soutenabilité sur la période 1996-2001 a été assurée par l'amélioration des recettes fiscales mais surtout par les recettes de privatisation qui ont totalisé près de 32 milliards de dirhams, contribuant ainsi chaque année en moyenne pour près de 1,5% du PIB à la réduction du déficit budgétaire.

Enfin, il convient de rappeler qu'une politique budgétaire soutenable n'est pas nécessairement finançable. Un recours massif à l'endettement intérieur pose le problème de financement de l'économie si aucune mesure n'est prise pour mettre en place une politique d'arbitrage entre les sources de financement interne et externe.

6. Effet des autres facteurs

Les autres facteurs qui jouent un rôle sensible dans la variation du ratio d'endettement sont le taux de change et la gestion active de la dette. Une dépréciation de la valeur du Dirham contribue au renchérissement de l'encours de la dette publique extérieure alors qu'à l'opposé, la gestion active conduit à la réduction du taux d'endettement.

Globalement, l'effet des « autres facteurs » a contribué chaque année à une hausse du taux d'endettement de 2 points du PIB entre 1980 et 2001.

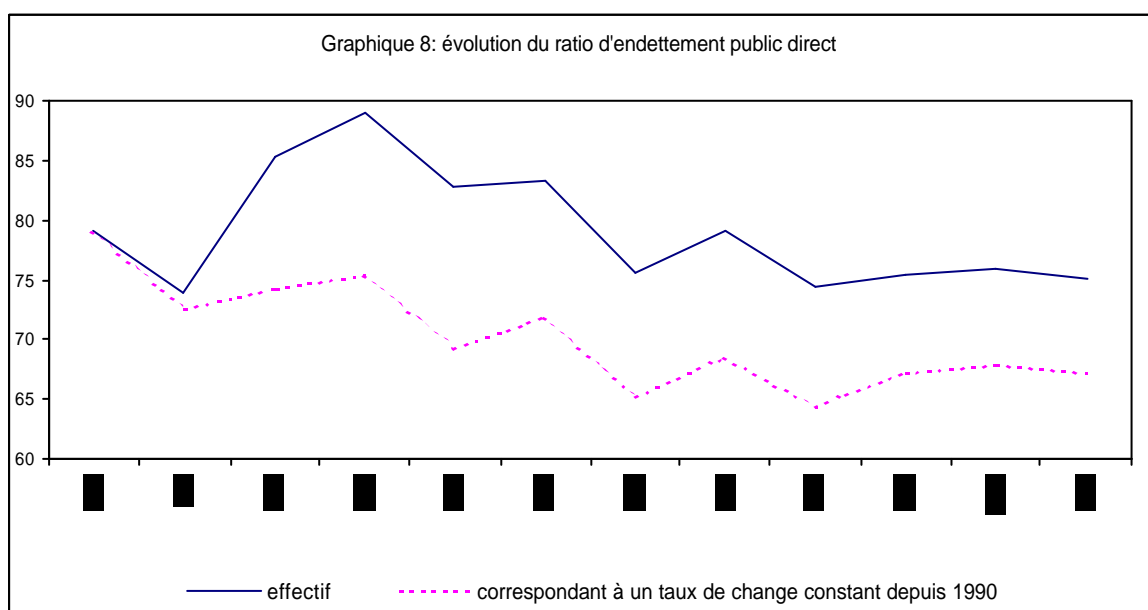
La relative stabilisation du taux de change nominal depuis la dévaluation de mai 1990 a eu des répercussions moins négatives qu'au cours de la décennie 80. Ainsi, la contribution des autres opérations financières à l'accroissement du taux d'endettement est passée de 4,8 points du PIB par an sur la période 1980-1989 à 0,5 point par an durant la période 1990-1995.

Depuis 1996, la relative appréciation réelle du Dirham a été neutralisée par l'effet bénéfique de la gestion active de la dette extérieure, en procédant à des opérations de conversion de la dette en investissements, au refinancement de la dette onéreuse et à des opérations de remboursement par anticipation, écartant ainsi le risque de renchérissement du remboursement des dettes contractées en devises faibles (pesetas, liras).

En plus de l'impulsion des investissements directs étrangers, l'ensemble des opérations d'allègement réalisées entre 1996 et 2001 ont eu pour conséquences une économie de devises et une réduction du stock de la dette extérieure du Trésor. Ces actions se sont traduites par une baisse du service de la dette extérieure.

Ainsi, ces facteurs ont contribué à la baisse du taux d'endettement direct de 0,5 point du PIB par an durant la période 1996-2001 et ce, malgré l'ajustement de la parité du dirham intervenu en avril 2001.

Le graphique ci-dessous montre l'impact que les autres opérations financières (y compris le taux de change) ont eu sur le taux d'endettement.



7. Dynamique du taux d'endettement public : perspectives

Conformément aux données prévisionnelles des Lois de Finances 2002⁸ et 2003, le taux d'endettement continuerait à diminuer sensiblement. Compte tenu des politiques budgétaire et monétaire envisagées, l'encours de la dette directe du Trésor se situerait à fin décembre 2003 à 74% du PIB contre 75% en 2001. Cette baisse serait obtenue grâce à une croissance économique réelle moyenne dépassant 4,4% et à une inflation faible.

La contribution la plus importante à la baisse du taux d'endettement revient à la dynamique de l'activité économique, soit 3,3% du PIB par an, et à la croissance des prix qui contribuerait à hauteur de 1,8% du PIB.

La contribution des intérêts de la dette à l'accroissement du ratio d'endettement de l'Etat descendrait au-dessous de la barre de 5% du PIB qui serait enregistré en 2002 pour atteindre 4,4% au titre de l'année 2003. L'effet des autres facteurs, qui est pratiquement nul, pourrait toutefois changer en cas d'une modification éventuelle des politiques budgétaire et monétaire.

Pour mettre en relief les marges de manœuvre en matière de soutenabilité de la politique budgétaire au Maroc, plusieurs simulations ont été effectuées sur la période 2004-2010. Ces simulations ne prennent pas en compte l'impact des opérations de rachat de titres avant échéance dans le cadre de la gestion active de la dette.

Pour élaborer ces simulations, la Loi de Finances 2003 constitue le point de départ. A partir de 2004, le solde primaire (sp) est fixé à 2% du PIB et le taux d'intérêt de la dette intérieure (r) à 7%, tandis que le taux de croissance nominale (g) est modifié selon trois hypothèses : une croissance nominale plus faible que le taux d'intérêt apparent de la dette intérieure, une croissance égale au taux apparent et une croissance plus élevée que le taux d'intérêt.

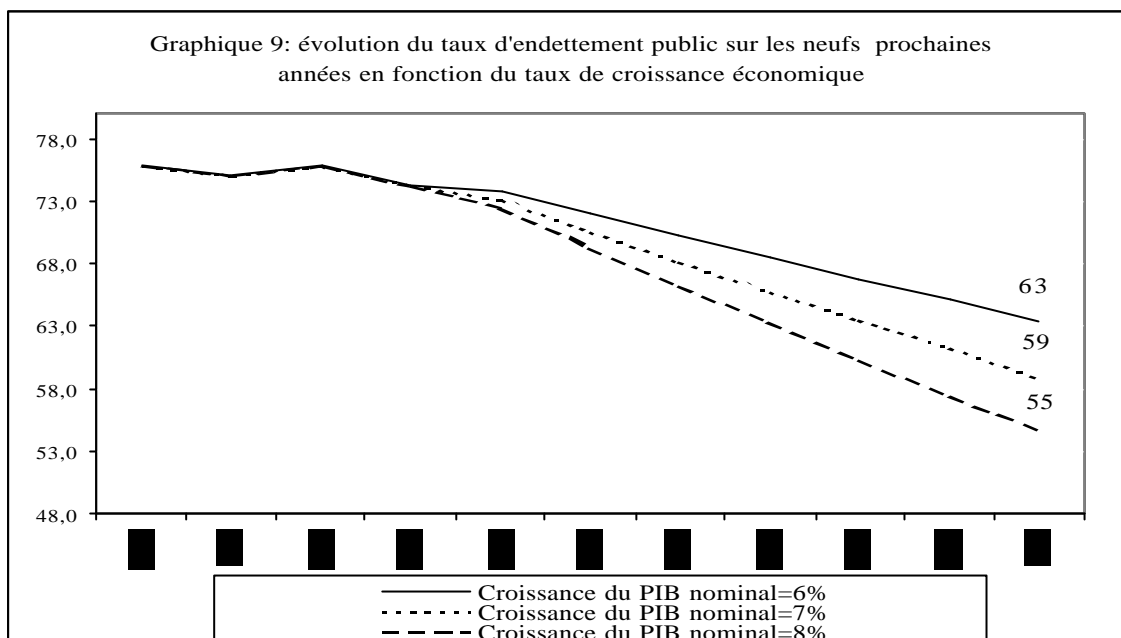
La réalisation d'un solde primaire positif de deux points du PIB passe par la consolidation de la pression fiscale et par des mesures structurelles⁹ au niveau des dépenses.¹⁰

Les résultats des simulations sont résumés dans le graphique ci-après qui présente l'évolution du taux d'endettement public sur les sept prochaines années.

⁸ Compte tenu du report de la cession du 16% du capital de Maroc Télécom, les recettes de privatisation retenues sont celles enregistrées à fin septembre 2002.

⁹ Voir les documents intitulés : note analytique sur la TVA, note analytique sur l'IS et note analytique sur les taxes intérieures de la consommation des produits énergétiques.

¹⁰ Voir le document de la DPEG intitulé « impact de la stratégie de financement du Trésor sur la croissance économique ».



Même avec un taux annuel moyen de croissance du PIB nominal sur la période 2002-2010 de 6% qui est inférieur au coût de la dette intérieure de 1 point, il est possible de réduire d'environ 1,3 point par an le taux d'endettement direct du Trésor (interne et externe). Ainsi, en 2010, le taux d'endettement se situerait à 63% du PIB.

En présence d'un taux moyen de croissance de l'économie égal à celui du taux d'intérêt sur la dette intérieure, le taux d'endettement baisserait de près de 1,8 point annuellement pour se situer à l'horizon 2010 à 59% du PIB.

Au cas où la croissance économique dépasse de 1 point le taux d'intérêt sur la dette intérieure, le taux d'endettement public connaîtrait une baisse significative de 2,2 points annuellement. Ce ratio serait alors d'environ 55% du PIB à fin 2010.

Par ailleurs, il convient de préciser qu'entre 1996 et 2001, le financement externe s'est traduit par des flux négatifs annuels moyens de l'ordre de 1,8 point du PIB : les remboursements ont représenté en moyenne le double des tirages mobilisés. Cette politique de financement du Trésor, qui a permis une forte baisse de l'endettement extérieur, a été modulée au cours de la période de simulation en supposant un financement du déficit budgétaire à parts égales entre les financements intérieur et extérieur. Au terme de la période, le taux d'endettement direct serait de l'ordre de 52% même dans l'hypothèse où le PIB nominal croît à un rythme lent (6% par an). Ceci confirme la nécessité d'un arbitrage constant entre les financements intérieur et extérieur.

Enfin, il convient de préciser que la baisse du taux d'endettement direct du Trésor est possible à condition de maintenir au moins un solde primaire positif de 2% du PIB correspondant à un déficit budgétaire ne dépassant pas 3% du PIB, de contrôler l'évolution de la masse salariale, de réformer les systèmes de retraites et de développer un système de veille économique à même d'anticiper les risques latents qui menacent certaines entités publiques en vue d'éviter les problèmes d'instabilité budgétaire liés à l'intervention de l'Etat pour assainir la situation financière de certaines entreprises publiques.

Conclusion

L'analyse du problème de l'endettement sur une longue période et les simulations effectuées sur la dynamique d'endettement au cours des dix prochaines années, moyennant des hypothèses vraisemblables, ont permis de tirer les conclusions suivantes :

- L'importance du désendettement est intimement liée à l'évolution des déficits budgétaires. La politique budgétaire devrait viser la réalisation d'un excédent primaire croissant. Celle-ci passe par une croissance des dépenses moins rapide que la croissance de l'économie et d'une amélioration du rendement fiscal en vue de dégager des marges de manœuvre sur le plan budgétaire et mener une politique contra-cyclique en cas de retournement conjoncturel.
- Le taux d'intérêt est le facteur qui influe le plus sur l'évolution du taux d'endettement. Dans un contexte de maîtrise de l'inflation, il faudrait chercher à réduire le taux d'intérêt de la dette intérieure qui reste supérieur de plus de 3 points à celui de la dette extérieure. L'action sur les taux d'intérêt intérieurs pourrait se faire à travers l'approfondissement des mesures visant à dynamiser davantage le marché des adjudications dont la réforme s'est traduite déjà par une baisse significative des taux, le recours au financement extérieur pour diminuer la concurrence exercée par le Trésor sur la levée de fonds au niveau du marché intérieur et la gestion active de la dette intérieure.
- La réduction du taux d'endettement est tributaire de la mise en place des conditions d'une croissance économique forte et durable. Compte tenu des niveaux actuels des taux d'intérêt et de l'inflation, il faudrait une croissance économique nominale de 6% au minimum pour amorcer une baisse du taux d'endettement public tout en garantissant un excédent primaire de 2% du PIB.
- La diminution du taux d'endettement public a exigé que le budget de l'Etat dégage un solde primaire excédentaire moyen de 1,3 point du PIB entre 1996 et 2001 alors qu'un déficit primaire de 2% du PIB était suffisant pour atteindre le même objectif au cours de la décennie 80. La dynamique de réduction de la dette publique requiert plus que par le passé des mesures structurelles tant pour améliorer les recettes que pour réduire les dépenses en % du PIB.

Bibliographie

1. Banque Mondiale, l'économie de l'ajustement et de la croissance, chapitre 3 (Déficits budgétaires, dette publique et compte courant).
2. Direction de la Politique Economique Générale, L'impact de la croissance économique, de l'inflation, des intérêts de la dette, du solde primaire et du taux de change sur l'évolution du taux d'endettement direct du Trésor au Maroc (document de travail), mai 1999.
3. Direction du Trésor et des Finances Extérieures, Note retraçant le bilan des réalisations au cours de l'année 2001.
4. Gregory N.Mankiw, Macro-économie, 2^{ème} édition, 2001.
5. Jean-Marc Daniel, La dette de l'Etat est elle soutenable ?, revue de l'OFCE N° 49, avril 1994.
6. Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, Rapport économique, social et financier du Gouvernement français (réduire la dette publique), octobre 2001.
7. Michel Dietsch, Olivier Garnier, La contrainte budgétaire inter temporelle des administrations publiques : conséquences pour l'évaluation des déficits budgétaires, économie et Prévision N° 90, 1989-4.
8. Alain Paquet, Prudence fiscale, indicateurs d'endettement et évolution de l'état des finances publiques des administrations publiques au Canada., février 1998.
9. Problèmes économiques, Finances publiques, N° 2327, 26 mai 1993.
10. Problèmes économiques, Assainissement budgétaire : distinguer les effets à moyen terme et à court terme, N° 2496, 27 novembre 1996.