



**Thèse Présenté par
Brahim ELMORCHID**

Université Cadi Ayyad

**Coût du Capital et comportement de
l'investissement au Maroc**

Avril 2005



25 SEP. 2006

12.09.01

ELM

13097

Université Cadi Ayyad
Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et
Sociales
Marrakech

Thèse pour le Doctorat d'Etat en Sciences Economiques

Coût du Capital et comportement de l'investissement au Maroc



Présentée par :
Brahim ELMORCHID

Sous la direction du Professeur :
Elmostafa BENSALAM

Jury

Elmostafa BENSALAM	Professeur à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Marrakech	Président
Ben Ali HAMDANI	Professeur à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Marrakech	Suffragant
Idriss EL ABBASSI	Professeur à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Marrakech	Suffragant
Ahmed RHELLOU	Professeur à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Agadir	Suffragant
Mohamed Rachid AASRI	Professeur à la Faculté des Sciences Juridiques, Economiques et Sociales, Rabat-Souissi	Suffragant

Avril 2005

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

A ma femme

A mes Parents avec l'amour et le respect

que je leur dois

Remerciements

Nous tenons à exprimer notre profonde gratitude et notre sincère reconnaissance à l'égard du Professeur **Elmostafa BENSALÉM** d'avoir accepté de diriger ce travail de recherche. Ses encouragements, ses suggestions et ses conseils nous ont été d'une grande utilité.

Nous tenons aussi à remercier Messieurs les Professeurs, membres du jury ; **HAMDANI Benali, Idriss EL ABBASSI, Ahmed RHELLOU** et **Mohamed Rachid AASRI** de nous avoir fait l'insigne honneur d'apprécier ce travail

Nos remerciements s'adressent également à tous nos collègues aux départements des Sciences Economiques et des Sciences de Gestion de la Facultés de Droit de Marrakech.

Ce travail de recherche a bénéficié d'un soutien financier du **CODESRIA** (Council for the Development of Social and Economic Research in Africa) dans le cadre du Programme de Petites Subventions pour la Rédaction des Thèses en Afrique. Que les dirigeants de cet organisme trouve ici nos remerciements les plus sincères.

Résumé

L'objet de ce travail de recherche est double : estimer le coût du capital au Maroc depuis 1961 et mesurer l'effet de sa variation sur le niveau d'investissement privé.

Au regard des résultats obtenus, il semble qu'en dépit de l'importance des mesures incitatives, le coût du capital au Maroc reste globalement élevé. L'investissement en bâtiment a toujours été plus attractif que le matériel et outillage. En 2002, le coût du capital associé à un investissement marginal en bâtiment a été estimé à 12,74% contre 23,98% pour le matériel et outillage. Aussi, nous avons relevé que quel que soit le secteur d'activité et le lieu de réalisation de l'investissement, le coût du capital converge toujours vers celui calculé à partir des dispositions de Droit commun (les investissements ne bénéficiant d'aucun avantage supplémentaire). Ce faible différentiel explique, entre autres, l'échec des politiques incitatives basées sur la hiérarchisation des avantages fiscaux en fonction des critères sectoriel et géographique.

Pour mesurer le degré de sensibilité de l'investissement privé à la variation du coût de capital, nous avons estimé une variante du modèle néoclassique. Les résultats obtenus à partir de données marocaines agrégées diffèrent en fonction du type d'actif considéré. La validation empirique du modèle nous a permis de confirmer l'effet négatif d'une augmentation du coût de capital sur l'investissement en matériel et outillage. Bien que les élasticités estimées soient relativement faibles, elles sont statistiquement significatives. En revanche, quel que soit les retards retenus, l'effet de la variation du coût de capital sur le taux d'investissement en bâtiment demeure statistiquement insignifiant.

Summary

This research has two main purposes : i) to assess the cost of capital in Morocco since 1961; ii) to measure the impact of capital cost change on private investment.

We show that the cost of capital in Morocco remains relatively high in spite of incentive measures undertaken by decision-makers. We also point out that investment in construction has been more attractive than investment in equipment. In 2002, the cost of capital associated to a marginal investment in construction has been estimated to be around 12.74 percent against 23.98 percent for equipment. We argue that regardless of the activity sector and the geographic area of investment, the cost of capital often converges toward the cost computed on the basis of the common fiscal law. This weak differential explains, among other factors, the failure of incentive policies which have centered on the allocation of fiscal advantages depending on sector-based and geographic criteria.

We have estimated a variant of the neoclassical model in order to measure the degree of sensitivity of private investment to changes in the cost of capital. Empirical results from Moroccan aggregated data differ according to the nature of the asset. The empirical validation of the model has allowed us to confirm the negative impact of increases in the cost of capital on investment in equipment. Even though the estimated elasticities are relatively weak, they turn to be statistically significant. By contrast, regardless of the selected lags, the impact of changes in the user cost of capital on investment in construction remains statistically insignificant.

Liste des Abréviations et Sigles

BEI	Banque Européenne d'Investissement
BEPI	Bureau d'Etudes et de Participations Industrielles
BNDE	Banque Nationale pour le Développement Economique
CCG	Caisse Centrale de Garantie
CDD	Contrat à Durée Déterminée
CDEC	Commission de Discipline des Etablissements de Crédit
CDI	Contrat à Durée Indéterminée
CEC	Comité des Etablissements de Crédit
CMTR	Crédits à Moyen Terme Réescomptables
CNCA	Caisse Nationale de Crédit Agricole
CNME	Conseil National de la Monnaie et de l'Epargne
FBCF	Formation Brut du Capital Fixe
FEC	Fonds d'Equipeement communal
FMI	Fonds Monétaire International
FOGAFAM	Fonds de Garantie Franco-Marocain
FOGAM	Fonds de Garantie pour les crédits de Mise à niveau
IBP	Impôt sur les Bénéfices Professionnels
IGR	Impôt Général sur les Revenus
IS	Impôt sur les Sociétés
NP	Non prévu
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economique
PAS	Programme d'Ajustement Structurel
PFI	Prélèvement Fiscal sur l'Importation
PIB	Produit Intérieur Brut
PME	Petites et Moyennes Entreprises
PSN	Participation à la Solidarité Nationale
RME	Ressortissants Marocains à l'Etranger
TBB	Taux de Base Bancaire
TCN	Titres de Créance Négociables
TEG	Taux Effectif Global
TPA	Taxe sur les Produits des Actions
TPI	Taxe sur les Profits Immobiliers
TPPRF	Taxe sur les Produits de Placements à Revenu Fixe
TVA	Taxe sur le Valeur Ajoutée
ZLE	Zone de Libre-Echange

Sommaire

Introduction générale

1^{ère} partie : Les fondements théoriques du coût de capital

Chapitre 1 : Les formalisations standards du coût de capital

1. Présentation des formalisations standards du coût de capital
2. Revue critique des formalisations standards
3. Du coût de capital au coin fiscal

Chapitre 2 : Les principales extensions des formalisations standards

1. L'internationalisation du coût de capital
2. L'impact du risque sur le coût du capital
3. La "spatialisation" du coût de capital
4. Du coût de capital aux coûts des facteurs

2^{ème} partie : Le comportement dynamique du coût de capital au Maroc

Chapitre 1 : Les mesures d'allègement du coût de capital

1. Les mesures à caractère fiscal
2. Les mesures à caractère financier

Chapitre 2 : Estimation du coût de capital au Maroc

1. Méthodologie de calcul du coût de capital
2. Calcul du coût de capital

3^{ème} partie : La relation entre le coût du capital et l'investissement

Chapitre 1 : Aperçu sur l'évolution de l'investissement au Maroc

1. La période d'hésitation et de tâtonnement : 1960- 1972
2. La période du décollage économique raté : 1973-1982
3. La période de l'ajustement structurel : 1983-1993
4. La période de la seconde génération de réformes : depuis 1994

Chapitre 2 : Modélisation du comportement de l'investissement au Maroc

1. Fondements théoriques de la modélisation de l'investissement
2. Approche empirique

Conclusion générale

Introduction générale

1. Choix du thème et intérêt de la recherche

“L’investissement fait les pays riches”. Cette formule lapidaire exprime une vérité profondément ressentie par les économistes, à savoir que la cadence de développement dépend étroitement de l’importance de l’investissement, de sa structure, de sa composition, de son orientation et de son efficacité. Dans ces conditions, on comprend pourquoi les autorités publiques marocaines se sont engagées depuis l’Indépendance dans un processus de réformes visant à instaurer un climat favorable à l’accroissement de l’investissement.

Les mesures incitatives concernent tous les déterminants susceptibles de relancer directement ou indirectement l’investissement. Nous pouvons les classer en trois catégories :

i) Incitations d’ordre macroéconomique et structurel : ce type d’incitations a pour but d’atténuer les incertitudes liées à l’environnement économique auxquelles font face les investisseurs. L’adoption d’un nouvel esprit de gestion de la dette publique, l’accélération du processus de libéralisation monétaire et financière, la libéralisation progressive du commerce extérieur et du système des prix, la convertibilité progressive du *dirham* et la réforme du système fiscal constituent les principales composantes de ce programme.

ii) Incitations spécifiques à l’investissement : contrairement aux incitations d’ordre macroéconomique qui s’intègrent dans une vision globale de développement économique, cette deuxième famille d’incitations s’adresse exclusivement aux investisseurs. Elle vise à leur procurer des avantages directs susceptibles d’alléger le coût de l’opération d’investissement (réduction ou bonification des taux d’intérêt, baisse progressive des taux d’imposition, congés fiscaux, subventions directes...). Sont ainsi considérées comme incitations spécifiques à l’investissement, les mesures prévues par les différents codes d’investissements (codes de 1958, 1960, 1973 et le

code de 1983 modifié par les mesures de réajustement intervenues en 1988) abrogés en 1995 par la charte de l'investissement, les mesures prévues par les notes circulaires relatives aux dispositions fiscales des lois de finances et les mesures contenues dans les textes de lois relatives à la décentralisation.

iii) Incitations d'accompagnement : Les incitations macroéconomiques et spécifiques ne suffisent pas, à elles seules, pour susciter une réaction positive de la part des investisseurs potentiels. D'autres mesures complémentaires sont nécessaires pour parachever la mise en œuvre d'une stratégie globale de promotion. Elles ont trait essentiellement à l'amélioration de l'environnement institutionnel, infrastructurel et juridique. Au Maroc, l'environnement institutionnel de l'entreprise s'est nettement amélioré ces dernières années, comme en témoigne le nombre important de textes de lois promulgués (la loi sur la normalisation comptable, la loi sur la propriété industrielle, la loi sur les sociétés anonymes, le code de commerce, le code de douane, le code du travail, etc.). De même, par souci d'améliorer la quantité et la qualité de l'infrastructure, un vaste programme d'aménagement des zones industrielles et des zones d'activités économiques a été lancé. A cela, il convient d'ajouter le développement du réseau routier et l'extension des ports. Enfin, le Maroc a adhéré à la plupart des organismes chargés de garantir les investissements, tels l'Agence Multilatérale de Garantie des Investissements, le Centre International de Règlement des Différends relatifs aux investissements entre Etats et ressortissants d'autres Etats et la Compagnie Inter-arabe de Garantie des Investissements. Les autorités marocaines ont, par ailleurs, ratifié plusieurs conventions internationales en matière de protection des investissements. Il s'agit en particulier des conventions concernant l'enregistrement et l'utilisation de la propriété intellectuelle et industrielle et la convention de New York de 1954 sur la reconnaissance et l'exécution des sentences arbitrales (Le recours à l'arbitrage pour le règlement des litiges commerciaux).

Toutes ces mesures témoignent de l'importance accordée par les autorités marocaines à l'investissement. Le dispositif employé est tellement riche qu'il a permis au Maroc de se placer rapidement au niveau de ses concurrents. On pouvait dès lors s'attendre à une réaction favorable des investisseurs tant nationaux qu'étrangers. Néanmoins, tel n'est pas encore le cas. Les statistiques officielles montrent que les investissements ont

progressé de façon très modeste et leur performance reste décidément en-deçà des espérances.

Il va sans dire que les efforts déployés par le Maroc en vue de promouvoir l'investissement se sont soldés par des résultats assez mitigés, à tel point que l'idée de "*crise structurelle de l'investissement au Maroc*" avancée par Belal à la fin des années soixante reste toujours d'actualité. Il y a donc lieu d'amorcer une véritable analyse de la réaction des investisseurs aux mesures d'incitations proposées. Malgré toutes les actions entreprises, comment peut-on expliquer la faiblesse de l'investissement réalisé au Maroc ?

Au-delà du lieu commun, une réponse scientifique à cette question n'est pas chose aisée. La difficulté semble imputable à la complexité de l'acte d'investissement. En plus de son caractère dynamique, incertain et irréversible, ses déterminants sont variés, parfois même contradictoires. Dans ces conditions, au lieu d'opter pour une approche prétendument exhaustive produisant des résultats peut être incertains, nous proposons de retenir un seul déterminant de l'investissement qui servira comme outil d'évaluation. Il s'agit du coût de capital.

Nous définissons le coût du capital, appelé aussi *coût d'usage du capital* ou *coût d'utilisation du capital* comme le rendement minimum requis pour qu'une unité monétaire supplémentaire soit investie. Sachant qu'à l'équilibre au sens néoclassique, le coût marginal est égal au rendement marginal, le coût du capital coïncide alors avec le coût marginal du projet le moins rentable. En effet, sur un marché de capitaux compétitif, les bailleurs de fonds n'accepteront de financer un investissement que si ce dernier leur garantit une rentabilité au moins identique à celle qu'ils pourraient obtenir en optant pour un placement alternatif (souscription en bons de trésor par exemple). Dans le cas contraire, les investisseurs auraient choisi cette dernière option, plus lucrative.

Le choix méthodologique du coût de capital comme outil d'évaluation des politiques d'incitations à l'investissement au Maroc est motivé par quatre considérations :

En premier lieu, le coût du capital (*User Cost of Capital*) est l'un des outils d'évaluation des politiques incitatives ayant reçu le plus d'attention de la part des

économistes. Depuis l'article pionnier de Jorgensen (1963), la littérature s'est largement enrichie, notamment par les travaux de King et Fullerton (1984), Alworth (1988) Mignolet (1991, 1992, 1995a, 1995b, 1997, 1998) Auerbach (1983, 1990) Boadway (1987) Boadway et Shah (1995), Mintz (1990, 1992, 1993) ou McKenzie et Mintz (1992).

En deuxième lieu, le coût du capital embrasse à lui seul plusieurs variables explicatives du comportement de l'investissement, en particulier les aides publiques, le taux d'intérêt, le taux d'inflation, le taux de dépréciation économique du capital, le taux d'imposition frappant les bénéfices des entreprises et enfin le taux d'imposition frappant les revenus des bailleurs de fonds, actionnaires et créanciers.

En troisième lieu, du point de vue conceptuel, le coût du capital constitue un paramètre extensible et contextuel. Cela nous permettra de discuter les fondements théoriques, les hypothèses ainsi que le contenu des modèles de référence pour une éventuelle extension. Cela nous permettra également de construire un modèle de calcul du coût de capital propre au Maroc.

En dernier lieu, du point de vue empirique, le coût du capital a fait ses preuves comme outil d'évaluation des politiques incitatives dans plusieurs pays développés comme les Etats-Unis, le Japon, le Canada, la Grande Bretagne ou encore la Belgique. Il nous paraît dès lors opportun d'envisager son expérimentation au Maroc à travers des jeux de simulation, tout en tenant compte des spécificités du système incitatif marocain.

2. Problématique et objectifs de la recherche

Il s'agit, pour nous, moyennant le concept de coût du capital guidé par la théorie néoclassique de l'investissement de proposer une évaluation des différentes politiques d'incitation à l'investissement menées par les autorités publiques au Maroc depuis 1960. Les questions fondamentales de notre recherche peuvent être formulées de la manière suivante :

- Comment le coût du capital a évolué au cours de ces quatre dernières décennies au Maroc ?

- Comment le coût du capital a réagi aux contenus des différentes lois spécifiques à l'investissement adoptées par le Maroc depuis 1960 ?
- Comment les différents types d'investissement (investissement privé, investissement public, investissement industriel et investissement étranger) se sont comportés au Maroc depuis 1960 ?
- Quel est l'effet de la variation du coût de capital sur le taux d'investissement privé au Maroc ?
- Quel est le poids des autres variables (investissement public, revenu national et taux de change réel des biens d'équipement) dans l'explication du comportement de l'investissement privé au Maroc ?
- Quels enseignements pouvons-nous tirer de l'analyse afin de formuler et de mettre en œuvre des politiques efficaces d'incitation à l'investissement ?

Suite à ces interrogations, les objectifs assignés à notre recherche peuvent être définis comme suit :

- Discuter rigoureusement les modèles théoriques régissant le coût du capital afin d'identifier certaines de leurs insuffisances, de les enrichir et d'en faire sortir un modèle compatible avec les spécificités du système fiscal marocain.
- Estimer, à partir du modèle final retenu, le coût historique du capital pour deux types d'investissement privé : le matériel et outillage, et le bâtiment. Nous retiendrons pour cela la période allant de 1961 à 2002. Les exercices de simulations qui seront effectués nous permettront de caractériser et de comparer le coût du capital au Maroc par rapport à trois critères : le secteur d'activité, la zone géographique de localisation et le code des investissements appliqué (le Code de 1960, le Code de 1973, le Code de 1983 et la Charte de l'investissement de 1995).
- Analyser l'évolution des différentes composantes de l'investissement au Maroc depuis le début des années soixante. Un effort d'analyse narrative assorti d'une argumentation statistique, économique et socio-politique nous permettra de mieux comprendre la tendance de chaque composante.

- Mesurer l'impact de la variation du coût de capital sur le taux d'investissement privé au Maroc pour les deux types d'actifs retenus : le matériel et outillage et le bâtiment). A cette fin, nous estimerons une variante corrigée du modèle néoclassique d'investissement.
- Identifier et analyser les véritables déterminants de l'investissement privé au Maroc.
- Tirer, à partir des résultats empiriques, les enseignements nécessaires à l'élaboration de propositions en termes de politiques d'incitation à l'investissement au Maroc.

3. Hypothèses de travail

A la lumière des fondements théoriques du coût de capital, des lectures approfondies relatives à l'investissement au Maroc et des discussions avec certains décideurs et certains investisseurs, nous avons formulé trois hypothèses de recherche.

Hypothèse n° 1 : Le coût du capital au Maroc n'a pas cessé de baisser depuis 1961. Il se situe aujourd'hui à un niveau favorisant la relance de l'investissement privé.

Le choix de cette hypothèse nous a été dicté par l'amélioration progressive du climat de l'investissement au Maroc. A travers ce choix, nous proposons d'identifier et d'analyser le comportement historique de toutes les variables susceptibles d'alléger le coût du capital au Maroc pour deux types d'actifs : le matériel et outillage et le bâtiment. Ces variables peuvent être regroupées en deux catégories :

(i) les variables à caractère non-fiscal : le taux d'intérêt, le taux d'inflation, le prix relatif du capital et le taux de dépréciation économique du capital.

ii) les variables à caractère fiscal : le taux d'imposition sur les bénéfices des entreprises, le taux d'imposition pesant sur les revenus des bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers), l'économie fiscale résultant des déductions pour amortissement et celle résultant de la constitution d'une provision pour investissement.

Par la suite, toutes les variables seront intégrées de façon simultanée dans le modèle de calcul du coût de capital.

Hypothèse n° 2 : Malgré la hiérarchisation des avantages fiscaux en fonction des critères sectoriel et géographique, le coût du capital converge toujours vers celui calculé à partir des dispositions fiscales de Droit commun.

Afin de corriger les déséquilibres relatifs à la répartition spatiale et sectorielle des investissements, le Maroc a toujours préconisé l'arme fiscale, en particulier les congés fiscaux (exonérations fiscales temporaires). Néanmoins, les résultats ont souvent été décevants. A travers cette deuxième hypothèse, nous cherchons à apporter des éléments de réponse à l'échec des politiques publiques de développement régional et sectoriel poursuivies au Maroc depuis l'Indépendance.

La confirmation de cette hypothèse constituera, à notre sens, une preuve de neutralité de l'impôt pesant sur le revenu des investissements et la nécessité de trouver d'autres mécanismes permettant d'atténuer les déséquilibres à caractère géographique et sectoriel.

Hypothèse n° 3 : Les variations relatives du coût de capital ont eu très peu d'influence sur le taux d'investissement privé au Maroc.

Le choix de cette troisième hypothèse puise sa légitimité dans la littérature relative à l'étude des déterminants de l'investissement et surtout les vérifications empiriques effectuées dans certains pays industrialisés. Les auteurs de ces études sont quasi-unanimes sur l'absence d'effet significatif de la variation du coût de capital sur le taux d'investissement.

A travers cette hypothèse, nous nous proposons de mesurer la contribution du coût de capital dans l'explication du comportement de l'investissement privé au Maroc entre 1961 et 2002. Une faible contribution constituera, pour nous, la meilleure réponse à l'échec des politiques incitatives basées essentiellement sur la modification des composantes du coût de capital (variables fiscales, taux d'intérêt réel et prix implicite du capital). Cela se traduit, pour l'Etat, par de lourdes charges financières qui, si elles étaient drainées vers les activités productives, donneraient des résultats meilleurs.

4. Méthodologie de la recherche

Les développements de la théorie néoclassique de l'investissement offrent un cadre d'analyse particulièrement intéressant. C'est d'ailleurs à celui-ci que se réfère le présent travail. Notre démarche n'est ni purement théorique, ni purement pragmatique. Nous tenterons moyennant une approche intégrée et une vision globale de mener une réflexion sur le rôle du coût de capital en tant qu'outil d'évaluation des politiques d'incitation à l'investissement.

Pour mesurer le coût du capital au Maroc, nous nous inspirerons de la méthodologie de Boadway et Shah (1995). Nous lui apporterons, néanmoins, certaines modifications afin de tenir compte des spécificités du système fiscal marocain et le caractère agrégé des données statistiques disponibles.

Pour analyser l'incidence des variations du coût de capital sur le taux d'investissement privé, nous allons estimer une variante du modèle néoclassique de l'investissement. Bien que ce modèle ait fait l'objet de nombreuses critiques sur le plan théorique, il a généralement donné de bons résultats empiriques comparativement à des modèles plus robustes.

5. Plan du travail

Afin de répondre aux objectifs de la recherche, nous proposons de diviser le présent travail en trois parties. La première sera consacrée à une analyse critique des sous-basements théoriques du coût de capital. Il ne s'agit pas uniquement de présenter les modèles existants, chose qui a déjà été fort bien exposée par leurs auteurs, mais surtout de relever les insuffisances et/ou les omissions de ces modèles. Une analyse complémentaire sera effectuée, laquelle nous permettra de discuter la faisabilité théorique et pratique d'une éventuelle correction des modèles de référence. Dans le même ordre d'idées, nous passerons en revue les principales extensions apportées récemment à ces modèles. Elles ont trait essentiellement à l'internationalisation du coût de capital (calcul du coût de capital pour un projet d'investissement transnational), l'introduction du risque dans le processus de modélisation, la spatialisation du coût de capital à travers la prise en compte des facteurs susceptibles

de différencier le territoire (la productivité, le prix du sol et l'imperfection du marché) et enfin, le passage des coûts de facteurs (travail et capital) au coût de production.

La deuxième partie couvrira l'estimation du coût de capital au Maroc depuis 1961. Dans un premier temps, nous présenterons un survol historique de toutes les mesures de politiques économiques susceptibles d'alléger le coût du capital (mesures fiscales et non fiscales). Puis, en s'inspirant de la littérature existante et de la réalité fiscale marocaine, nous construirons un modèle de calcul du coût de capital au Maroc.

Pour le calcul effectif, deux scénarios seront retenus : le coût du capital en application des dispositions fiscales de Droit commun (les investissements réalisés dans les zones ou dans les secteurs ne bénéficiant d'aucun avantage spécifique) et le coût du capital en application des dispositions fiscales spécifiques à l'investissement (Codes et Charte de l'investissement). De même, pour chaque texte de loi, nous effectuerons des jeux de simulation afin de mesurer l'effet de chaque variable sur le coût du capital.

La dernière partie traitera de la relation entre le niveau d'investissement privé au Maroc et la variation du coût de capital. Mais préalablement à la vérification statistique de cette relation, nous présenterons une description analytique de l'évolution du comportement des différentes composantes de l'investissement au Maroc depuis 1960 (investissement privé, investissement public, investissement industriel et investissement étranger). L'étude économétrique confirmera ou infirmera notre troisième hypothèse de recherche. Elle contribuera également à identifier les véritables déterminants de l'investissement privé au Maroc.

Première partie

**Les fondements théoriques
du coût de capital**

Introduction

L'examen des contributions théoriques à la modélisation du coût de capital constitue un défi majeur à relever dans un travail de recherche. Bien qu'elles aient été développées dans le cadre standard de la théorie néoclassique, ces contributions n'ont pas abordé la question de façon uniforme. Certains auteurs se sont contentés de présenter des modèles simples, basés sur des hypothèses souvent fortes, mais débouchant sur des résultats intéressants (Jorgensen, 1963 ; King et Fullerton, 1984, etc.). D'autres, à l'instar d'Alworth (1988), Boadway et Shah (1995) ou Mignolet et Pierre (1998) se sont plutôt intéressés à des aspects plus complexes du coût de capital, en particulier la multiplicité et la complexité des montages financiers du projet d'investissement, l'introduction du risque et l'hétérogénéité de l'espace.

Notre but n'est pas de reprendre exhaustivement toute la littérature se rapportant à l'analyse du coût de capital. Il s'agit plutôt de présenter une synthèse de la théorie néoclassique du coût de capital et de discuter les principaux problèmes soulevés par cette approche. Nous essaierons, autant que possible, de discuter la possibilité d'enrichir les formalisations théoriques afin d'y intégrer de nouveaux éléments tels le traitement des exonérations fiscales, le traitement de l'inflation et l'imposition des revenus des bailleurs de fonds.

Introduit à l'origine par Jorgenson (1963), le concept de coût du capital est devenu chez King et Fullerton (1984), Auerbach (1990) et Mintz (1990) l'élément clef de la détermination de la charge fiscale effective pesant sur les revenus de l'investissement domestique. Bien qu'elles portent également sur l'investissement domestique, les expressions du coût de capital que dérivent Boadway (1987) et Boadway, Bruce et Mintz (1984) autorisent le recours aux arbitrages sur le marché international des capitaux.

Parallèlement à cette première innovation, la modélisation du coût de capital a fait l'objet de nombreuses extensions. Alworth (1988) fut le premier à considérer le coût du capital associé à un investissement transnational. Son modèle intègre une structure simple de financement associant une société mère installée dans un pays dit de résidence et une filiale implantée à l'étranger. Les travaux de l'OCDE (1991), du

comité Ruding (1991) et de Jun (1995) ont utilisé une démarche semblable afin de mettre en évidence les effets que la fiscalité peut avoir sur les décisions de localisation des investissements. Guiot et Mignolet (1998), Mignolet, Piraux et Vereecke (1997) se sont également inspirés de la même méthodologie pour évaluer l'efficacité des politiques régionales destinées à atténuer les écarts de développement. Enfin, Pierre (1996), Weichenrieder (1995), Hespel (1997) et Mignolet (1998) compliquent davantage le modèle en évoquant des pratiques spéciales d'allégement des charges fiscales telles les "*treaty shopping*", les quartiers généraux et les prix de transfert.

Contrairement à l'internationalisation du coût de capital qui a fait l'objet de plusieurs contributions théoriques et empiriques, l'introduction des disparités spatiales et du risque dans le processus de modélisation du coût de capital n'a reçu que peu d'attention de la part des chercheurs. La seule vraie tentative de "spatialisation" du coût de capital a été présentée par Mignolet (1996). S'inspirant des travaux préliminaires de Carlino (1982), Moomay (1983), Carlino et Voith (1992) et Catin (1991), l'auteur a modélisé le coût du capital en y intégrant trois éléments susceptibles de différencier l'espace: la productivité, le prix des facteurs et l'imperfection des marchés. Par ailleurs, une méthode simple pour rendre compte du risque consiste à majorer le rendement de l'investissement et le taux de dépréciation économique d'une prime couvrant respectivement le risque de revenu et le risque de capital. Dès lors, l'incertitude et donc le risque contribueront à alourdir le coût du capital. Shoven et Topper (1992) ont fourni une bonne tentative d'évaluation de la prime de risque. Ils ont montré combien cette prime peut être importante dans le calcul du coût de capital. Dans cette première partie, nous présenterons d'abord les formalisations standards du coût de capital telles qu'elles ont été développées dans la littérature économique, ainsi que les principales étapes de leur construction (chapitre 1). Ensuite, nous nous pencherons sur les extensions susceptibles d'approfondir et d'enrichir les modèles de référence (chapitre 2).

Chapitre 1

Les formalisations standards du coût de capital

Une lecture attentive de la littérature relative au coût du capital nous a permis de constater que les contributions récentes ne constituent, en réalité, que des reformulations ou des tentatives d'extension de quatre familles de modèles : le modèle de Jorgensen (1963), le modèle de King et Fullerton (1984), le modèle Auerbach (1990) et le modèle de Boadway et Shah (1995). Ces modèles, que nous qualifions de standards ou de référence, retiennent le concept de "coût du capital" associé à un projet d'investissement marginal. Il se définit comme le taux de rendement, avant impôt, que doit s'assurer une firme afin de pouvoir à la fois régler ses charges fiscales et garantir aux investisseurs potentiels les taux de rendements nets d'impôt suffisant pour les inciter à lui confier leurs fonds.

Les modèles en question ont été élaborés à partir de données microéconomiques. Le coût du capital utilisé est ainsi individualisé. Il intègre à la fois le taux d'intérêt bancaire, la fiscalité pesant sur les sociétés et leurs bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers), le taux de dépréciation économique du capital, l'inflation, le prix relatif du capital, les amortissements et les aides publiques directes reçues par les firmes.

Toutefois, certains aspects du coût de capital ont été soit superficiellement analysés soit complètement négligés. Il s'agit particulièrement des congés fiscaux (les exonérations fiscales temporaires), de l'imposition des revenus des actionnaires (l'impôt sur les dividendes) et de l'effet de l'érosion monétaire sur le coût du capital. Cela s'explique, sans aucun doute, par les difficultés qu'implique l'introduction de ces éléments dans le processus de modélisation. Ajoutons qu'à l'exception de Jorgensen, les autres auteurs des modèles standards n'avaient pas comme objectif ultime le calcul du coût de capital. Leur préoccupation majeure était d'estimer le taux marginal d'imposition effective, qui inclut le coût de capital comme variable explicative.

Conformément aux exigences des études théoriques, il convient de s'interroger sur le contenu des modèles standards du coût de capital et de présenter une analyse critique de leur construction.

1. Présentation des formalisations standards du coût de capital

Dans cette section, nous présenterons les modèles les plus couramment utilisés dans le calcul du coût de capital. Il s'agit du modèle de Jorgensen (1963), le modèle de King et Fullerton (1984), le modèle Auerbach (1990) et le modèle de Boadway et Shah (1995).

1.1. Le coût du capital au sens Jorgensen

Dans son article "*Capital Theory and Investment Behavior*", publié en 1963, Jorgensen s'est efforcé de déterminer un indicateur susceptible de mesurer l'impact des impôts et d'autres incitants sur la décision d'investissement. Pour ce faire, il s'est intéressé au coût total du capital dans le processus de production. Ce concept intègre non seulement les impôts sur les revenus d'investissement, mais aussi le coût de financement, les dépréciations économiques, les plus-values (ou moins-values) et enfin les prix des *inputs* (les facteurs de production) et de l'*output* (la production). Il s'agit d'une sorte de location correspondant pour une firme à la charge monétaire liée à la détention d'actifs physiques (*Shadow Price*).

Le coût du capital est calculé en procédant à une dérivation de la fonction de production à un seul facteur : le capital. Cette fonction s'écrit :

$$Y = F(K), \text{ avec } F' > 0 \text{ et } F'' < 0$$

L'objectif de la firme est de maximiser la richesse de ses actionnaires représentée par la valeur présente du flux de revenus nets futurs. Le programme d'optimisation s'écrit :

$$\text{Max } W = \int_0^{\infty} e^{-Nt} [P_t F(K_t) - Q_t I_t] dt \quad (1.1)$$

Sous la contrainte :

$$\dot{K}_t = I_t - \delta K_t \quad (1.2)$$

où :

- P_t et Q_t représentent respectivement le prix de la production et le prix d'une unité de capital à l'instant t .
- δ est le taux de dépréciation des actifs supposé obéir à une évolution exponentielle

- \dot{K}_t désigne l'investissement net. Il correspond à l'investissement brut (I_t) net de la dépréciation du capital (δK_t).
- N représente le taux d'actualisation ou encore le coût de financement d'une unité monétaire d'investissement.

Pour calculer la valeur de N , Jorgensen s'appuie sur la théorie de Modigliani et Miller selon laquelle le coût de financement est indépendant de la structure financière de la firme et de sa politique de dividendes¹. Il n'y a pas de différence entre le coût de financement interne et le coût de financement externe puisque les marchés de capitaux sont parfaits. Jorgensen se propose alors de mesurer N tantôt par le taux d'intérêt sur les obligations d'Etat tantôt par le rapport des profits nets et le montant des intérêts payés sur la valeur des actions et des obligations au prix du marché.

En substituant (1.2) dans (1.1), la fonction objectif s'écrit :

$$\text{Max } W = \int_0^{\infty} e^{-Nt} \left[P_t F(K_t) - Q(\dot{K}_t + \delta K_t) \right] dt \quad (1.3)$$

La condition nécessaire de maximisation par l'équation d'Euler s'écrit :

$$\frac{\partial W}{\partial K_t} - \frac{d}{dt} \left(\frac{\partial W}{\partial \dot{K}_t} \right) = 0 \quad (1.4)$$

$$\frac{\partial W}{\partial K_t} = e^{-Nt} (P_t F'_t - \delta Q_t) \quad (1.5)$$

$$\frac{\partial W}{\partial \dot{K}_t} = -e^{-Nt} Q_t \quad (1.6)$$

En substituant (1.5) et (1.6) dans (1.4), on obtient :

$$\frac{d}{dt} (-e^{-Nt} Q_t) = -e^{-Nt} \dot{Q}_t + Q_t (N e^{-Nt}) \quad (1.7)$$

Le calcul du différentiel de la partie gauche de l'égalité (1.7) permet d'écrire :

$$e^{Nt} (P_t F'_t - \delta Q_t) = e^{-Nt} (-\dot{Q}_t + N Q_t) \quad (1.8)$$

¹ Modigliani F. et Miller H.H. (1958), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", American Economic Review, Vol. 48, pp. 261-297.

ce qui donne:

$$P_t F'_t - \delta Q_t = N Q_t - \dot{Q}_t \quad (1.9)$$

ou encore :

$$P_t F'_t = Q_t (N + \delta) - \dot{Q}_t \quad (1.10)$$

De cette dernière expression, on déduit la formule du coût de capital sans impôts. Elle s'écrit :

$$F'(K_t) = c_t = \frac{Q_t}{P_t} \left[N - \left(\frac{\dot{Q}}{Q} \right)_t + \delta \right] \quad (1.11)$$

Cette expression s'interprète au sens de Jorgensen comme le prix implicite du capital à l'instant t ou encore le "*Shadow price*". C'est plus précisément le loyer brut (loyer avant impôt) qu'il faut rembourser pour investir une unité de capital. Sa valeur est liée positivement au taux de dépréciation économique réel de l'unité de capital investie $(\delta - \dot{Q}/Q)$ et au coût de financement (N) .

La prise en compte des variables fiscales nous permet de réécrire l'équation (1.11) de la manière suivante :

$$F'(K_t) = c_t = \frac{Q_t}{P_t(1-\tau)} \left[N(1-a_1\tau) - \left(\frac{\dot{Q}}{Q} \right)_t (1-a_2\tau) + \delta(1-a_3\tau) \right] \quad (1.12)$$

où a_1 et a_3 désignent respectivement la proportion des charges d'intérêt et des dépenses d'investissement fiscalement déductibles. Quant au coefficient a_2 , il correspond à la part des gains en capital soumise à la taxation. Enfin, le paramètre τ symbolise le taux d'imposition sur les bénéfices de la firme.

Ainsi, l'introduction de l'impôt ramène le produit marginal du capital à $F'(K_t)P_t(1-\tau)$, ce qui se traduit par une hausse du coût de capital. Cette hausse est consolidée grâce à la part des gains en capital soumise à l'imposition, mais elle est en même temps allégée par les diverses déductions à des fins fiscales (déduction des charges d'intérêt et des charges d'amortissement).

1.2. Le coût du capital au sens de King et Fullerton

Largement inspiré du travail préliminaire de King (1977), l'approche de King et Fullerton (1984) semble plus élégante. Le coût du capital y est défini comme le taux de rendement brut d'une unité supplémentaire de capital. C'est le rendement minimum requis pour que le projet d'investissement soit réalisé.

Pour aboutir à la formule mathématique du coût de capital au sens de King et Fullerton, considérons la valeur actuelle nette d'un projet d'investissement marginal (V). Celle-ci correspond à la somme des rendements bruts futurs générés, déduction faite de l'impôt sur les sociétés (τ). Actualisé au taux N , ce résultat subit une dépréciation économique au taux δ et croît en terme nominal au rythme d'inflation. Etant donné que l'horizon de temps est supposé suffisamment long, nous pouvons approcher la valeur actuelle nette en question par l'intégrale suivante :

$$V = \int_0^{\infty} (1-\tau)pe^{-(N+\delta-\pi)u} du \quad (2.1)$$

où u désigne l'opérateur temporel évoluant de 0 à ∞ et p le coût du capital recherché.

A ce stade d'analyse, deux précisions méritent d'être signalées. D'abord, l'investissement est supposé se détériorer à un taux exponentiel constant, c'est-à-dire à un rythme dégressif. Ensuite, la valeur à attribuer au taux d'actualisation (N) dépend du mode de financement utilisé. Dans le cas d'un investissement financé par endettement, King et Fullerton emploient le taux d'intérêt net d'impôt sur les sociétés, soit $i(1-\tau)$ où i représente le taux d'intérêt nominal et τ le taux d'impôt sur les sociétés¹. Dans le cas d'un investissement financé par émission de nouvelles actions ou par rétention des bénéfices, ils supposent que l'apporteur de fonds (l'actionnaire) exigera toujours un taux de rendement net égal à $i(1-m_i)$, où m_i représente le taux de précompte mobilier libératoire sur intérêt². Si, en outre, θ mesure le revenu supplémentaire que reçoit l'actionnaire à l'issue de la distribution d'une unité de

¹ Le taux du marché (i) est multiplié par $(1-\tau)$ en raison de la déductibilité des charges d'intérêt.

² On entend par précompte mobilier libératoire, le prélèvement à la source opéré sur le revenu du capital lequel constitue l'impôt définitif à charge de l'apporteur de fonds.

profit¹, m_g le taux d'imposition sur les gains en capital et m_d le taux d'imposition des dividendes, le taux d'actualisation est déterminé tel que :

$$(1 - m_d)\theta N = (1 - m_i)i \quad \text{si le projet est financé par émission de nouvelles actions}$$

$$(1 - m_g)N = (1 - m_i)i \quad \text{si le projet est financé par rétention des bénéfices}$$

La première égalité s'interprète de la manière suivante : le rendement net du projet d'investissement pour le bailleur de fonds $N\theta(1-m_d)$ doit être égal au rendement net qu'il obtiendrait en effectuant un prêt au taux du marché, soit $i(1-m_i)$. Il en découle qu'un projet financé par émission d'actions est actualisé au taux : $N = (1-m_i)i / (1-m_d)\theta$. Cette expression se ramène à $N = i/\theta$ si les deux taux d'imposition sont identiques (m_i et m_d).

La deuxième égalité signifie que le rendement des bénéfices mis en réserve $N(1-m_g)$ doit être égal au rendement obtenu en prêtant au taux du marché $i(1-m_i)$. Il en résulte qu'un projet financé par rétention des bénéfices est actualisé au taux $N = (1-m_i)i / (1-m_g)$.

La différenciation de l'équation (2.1) donne le résultat suivant:

$$V = \frac{(1-\tau)P}{N + \delta - \pi} \quad (2.2)$$

Par ailleurs, la théorie néoclassique de l'investissement postule qu'une firme qui cherche à maximiser ses profits accroîtra son capital jusqu'à ce que le rendement marginal d'une unité de capital soit égal au coût d'utilisation de cette unité. On peut donc écrire :

$$\frac{(1-\tau)P}{N + \delta - \pi} = 1 - A \quad (2.3)$$

où A désigne la valeur actualisée des aides publiques accordés à l'unité additionnelle du capital. $(1 - A)$ exprime dès lors le coût de la dernière unité monétaire investie (*un dirham*) compte tenu des aides publiques.

¹ $\theta = \frac{1}{1-\phi}$ où ϕ désigne le taux d'imputation. Il exprime le coût d'opportunité de retenir les profits en termes de dividendes bruts.

Les aides publiques en question comprennent, outre l'économie fiscale associée aux écritures d'amortissement, les déductions pour investissement et les subventions en capital. D'où l'écriture suivante :

$$A = f_1 \hat{A} + f_2 \tau + f_3 g \quad (2.4)$$

où :

- f_1 est la proportion de la dépense d'investissement qui peut être amortie fiscalement.
- f_2 est la proportion de la dépense d'investissement immédiatement déductible de la base imposable.
- f_3 est la proportion de la dépense d'investissement sur laquelle une subvention au taux g est octroyée.
- \hat{A} représente la valeur actualisée du gain fiscal résultant de l'amortissement d'une unité de capital.
- τ désigne le taux d'imposition sur les sociétés.
- g symbolise la valeur actualisée après impôt de la subvention accordée sur une unité de capital.

La valeur de \hat{A} dépend du régime d'amortissement en vigueur. Sous un régime linéaire par exemple, elle se calcule à partir la relation mathématique suivante :

$$\hat{A} = \int_0^L \tau \frac{1}{L} e^{-Nu} du = \frac{\tau}{LN} (1 - e^{-NL}) \quad (2.5)$$

Notons que la somme des f_i $\left(\sum_{i=1}^3 f_i \right)$ n'est pas nécessairement égale à l'unité dans la mesure où les variables pondérées par ces fréquences ne sont pas considérées comme des modalités incompatibles.

A partir de l'égalité (2.3), nous pouvons maintenant déduire l'expression du coût brut de capital pour une unité monétaire de dépenses d'investissement. Elle s'écrit :

$$p = \frac{1}{1-\tau} [(1-A)(N + \delta - \pi)] \quad (2.6)$$

Ce résultat s'interprète comme le taux de rendement minimum nécessaire pour que l'investissement d'une unité monétaire soit effectué. Il varie en fonction de deux séries de paramètres: les paramètres fiscaux (τ et A) et les paramètres non-fiscaux (N, δ et π). Signalons enfin, qu'il est possible d'affiner davantage l'expression (2.6) en y intégrant la taxe sur la richesse et celle frappant les avoirs en stocks. Dans ce dernier cas, la comptabilité en *FIFO* (*First In First Out*) entraîne une appréciation minimale de la valeur des stocks finaux par suite à l'augmentation des prix. Il en résulte une majoration de l'impôt et de surcroît celle du coût de capital. L'expression (2.6) devient :

$$p = \frac{1}{1-\tau} \left[(1-A)(N + \delta - \pi) + (1-d_1\tau)\hat{w}_p + d_2\tau\xi\pi \right] \quad (2.7)$$

où:

- ξ est la proportion des stocks taxée sur la base du coût historique (Méthode FIFO)
- \hat{w}_p est la taxe sur la richesse
- $d_1 = 1$ si la taxe sur la richesse est déductible de l'impôt sur le revenu et 0 sinon.
- $d_2 = 1$ si les stocks sont taxés et 0 sinon.

La méthode de King et Fullerton se résume aisément. Elle définit le coût du capital comme le taux de rendement brut d'une unité additionnelle de capital. Ses déterminants sont essentiellement d'ordre fiscal (impôt sur les sociétés, impôt sur la richesse, comptabilité des stocks). Les paramètres non-fiscaux ne jouent, en réalité, qu'un rôle secondaire puisque leur intégration dans le modèle n'a été faite qu'à des fins d'imposition.

1.3. Le coût du capital au sens d'Auerbach

Dans le sillage de Jorgensen (1963), Auerbach (1990) a repris la notion de "coût de capital", mais en faisant une analyse beaucoup plus fine. Il s'est efforcé à calculer ce qu'il a appelé "*full user cost of capital*", c'est-à-dire le coût du capital intégral. Ce nouveau concept tient compte non seulement du prix de capital, mais intègre également les prix des autres facteurs (le travail et les matières consommables).

Pour mettre en évidence le modèle d'Auerbach, considérons une firme produisant un bien à partir de trois facteurs : le capital (K), le travail (L) et les matières consommables (M)¹. La fonction de production s'écrit :

$$Y = Y(K, L, M) \quad (3.1)$$

$Y(\cdot)$ est une fonction homogène à rendement constant ou décroissant, ce qui implique que la firme ne fait aucun profit (théorème d'Euler). Notons que la définition de ce type de fonction de production suppose qu'il n'y a aucun problème particulier d'agrégation pour les trois facteurs et qu'il existe une relation fonctionnelle purement technique entre le niveau de production et la quantité de facteurs utilisés pour l'atteindre. Il ne peut donc y avoir d'excédent de capacité puisque la relation est fonctionnelle et non stochastique.

Soit N le taux d'actualisation utilisé par la firme pour évaluer les futurs *cash flow* issus du projet d'investissement. Sa valeur est donnée par l'équation suivante :

$$N = \lambda [i(1 - \tau) - \pi] + (1 - \lambda) \frac{\rho}{1 - m_g} \quad (3.2)$$

où, à titre de rappel, m_g désigne le taux d'imposition des gains en capital, i le taux d'intérêt nominal et π le taux d'inflation. Le paramètre λ correspond à la fraction du projet d'investissement financée par emprunt. Enfin, ρ symbolise le taux de rendement exigé par les actionnaires.

Ainsi, contrairement à l'approche de King et Fullerton (1984), qui considère chaque mode de financement à part, celle d'Auerbach (1984) paraît plus synthétique. Le coût de financement y est déterminé sous forme de moyenne pondérée de deux sources de

financement : l'emprunt ($i(1 - \tau) - \pi$) et les fonds propres $\left(\frac{\rho}{1 - m_g} \right)$. Cette moyenne

correspond au taux de rendement que les propriétaires (les actionnaires) et les créanciers de la firme pourraient obtenir s'ils investissaient ailleurs.

¹ Par matières consommables, on entend essentiellement les matières premières et les fournitures.

L'objectif de la firme est de maximiser la richesse de ses actionnaires à la date n (date de réalisation de l'investissement initial). Le programme d'optimisation s'écrit de la manière suivante :

$$W_n = \int_n^{\infty} e^{-(N+\pi)(t-n)} \left\{ (1-\tau) [P_t Y(K_t, L_t, M_t) - \omega_t L_t - v_t M_t] - Q_t (1-A) I_t \right\} dt \quad (3.3)$$

où :

- I_t désigne le montant d'investissement réalisé à l'instant t ,
- P_t et Q_t désignent respectivement le prix de production et celui du capital,
- ω_t symbolise le taux de salaire nominal,
- v_t représente le prix des matières consommables,
- δ est le taux de dépréciation économique du capital,
- A désigne la valeur actualisée des aides publiques.

Selon Auerbach, parmi les aides publiques, seules trois s'intègrent aisément dans le calcul du coût de capital : les subventions, les crédits d'impôt et les déductions pour amortissement.

En supposant que les subventions et les crédits d'impôt (notées : k) sont immédiatement reçues et que les déductions pour amortissement (notées : z) sont reçues à n'importe quelle date qui suit celle l'investissement initial, la valeur actualisée des aides publiques sur un *dirham* investi peut s'écrire :

$$A = k + \int_n^{\infty} \tau e^{-(N+\pi)(t-n)} z(t-n) dt \quad (3.4)$$

Par ailleurs, le stock du capital se déprécie de façon exponentielle au taux δ et son évolution obéit à la règle suivante :

$$\dot{K}_t = I_t - \delta K_t \quad (3.5)$$

Quant aux facteurs "travail" et "matières consommables", ils obéissent à la règle selon laquelle le revenu marginal est égal au coût marginal à chaque période $t > n$. Mathématiquement, cela se traduit par les deux règles de décision suivantes :

$$Y_{L_t} = \frac{\omega_t}{P_t} \quad (3.6)$$

$$Y_{M_t} = \frac{v_t}{P_t} \quad (3.7)$$

Les équations (3.6) et (3.7) peuvent être utilisées pour définir implicitement L et M en termes de K . On peut donc écrire :

$$L^* = L(K, \omega/p, v/p) \quad (3.8)$$

et

$$M^* = M(K, \omega/p, v/p) \quad (3.9)$$

L'utilisation de ces deux dernières expressions permet d'obtenir une nouvelle fonction de production, définie sur la base d'un seul facteur (le capital)¹, soit :

$$F_t(K) = Y(K, L^*, M^*) - (\omega/p)_t L_t^* - (v/p)_t M_t^* \quad (3.10)$$

En substituant (3.5) et (3.10) dans le programme (3.3), on obtient le problème d'optimisation suivant :

$$\text{Max } W_n = \int_n^{\infty} e^{-(N+\pi)(t-n)} \left[(1-\tau)P_t F_t(K) - Q_t(1-A)(\dot{K}_t + \delta K_t) \right] dt \quad (3.11)$$

La maximisation de cette fonction objectif par l'équation d'Euler nous donne comme condition première :

$$F'_t(K_t) = \frac{Q_t(N+\delta)(1-A)}{P_t(1-\tau)} \quad (3.12)$$

La partie droite de l'équation (3.12) exprime ainsi la formule usuelle du coût de capital. Elle repose pratiquement sur les mêmes paramètres que ceux développés précédemment dans le cadre du modèle de Jorgensen et du modèle de King et Fullerton.

Pour obtenir le coût du capital intégral (*full user cost of capital*), Auerbach présume que la fonction de production $F(\cdot)$ s'écrit sous la forme séparable suivante :

$$F_t(K) = \Phi(\omega_t/p_t, v_t/p_t)G(K) = \Phi_t G(K) \quad (3.13)$$

¹ Signalons que $Y(\cdot)$ est une fonction de production générale alors que $F(\cdot)$ est une fonction résiduelle.

où Φ est un terme représentant la variation de la rentabilité du capital due à la variation du prix de ce facteur.

Sous cette nouvelle hypothèse, la condition du premier ordre (3.12) se réécrit :

$$G'(K_t) = c_t = \frac{Q_t(N + \delta)(1 - A)/(1 - \tau)}{\Phi_t P_t} \quad (3.14)$$

Le résultat ainsi obtenu s'interprète, au sens d'Auerbach, comme "*full user cost of capital*". Il inclut, en plus des paramètres contenus dans l'équation (3.12), une nouvelle variable : Φ qui mesure le degré de sensibilité de la rentabilité du capital au prix de ce dernier. Il inclut également, indirectement, les coûts des autres facteurs (travail et matières consommables). Ces deux derniers sont en fait représentés dans la fonction de production (3.13) qui a été utilisée dans le processus de calcul.

1.4. Le coût du capital au sens de Boadway et Shah

Bien qu'elle présente un développement mathématique assez poussé, l'approche de Boadway et Shah (1995) débouche sur des résultats comparables à ceux d'Auerbach et de King et Fullerton.

Considérons une firme qui cherche à maximiser la richesse de ses actionnaires. Sa fonction de production $F(K_t)$, où K_t désigne le stock du capital à l'instant t , est strictement concave. Pour simplifier le développement des calculs, tous les taux sont supposés constants (invariables). De même, la firme n'emploie que deux modes de financement : l'endettement et la rétention des bénéfices. L'émission d'action est négligée pour le moment. Dans ces conditions, les flux de dividendes de la firme, noté D_t s'écrit :

$$D_t = (1 - \tau)P_t F(K_t) - (1 - \phi)Q_t(\dot{K}_t + \delta K_t) + \tau\alpha A_t^* + \dot{B}_t - i(1 - \tau)B_t \quad (4.1)$$

où :

- P_t et Q_t désignent respectivement le prix de production et celui du capital,
- τ est le taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés,
- ϕ est le taux de crédit d'impôt à l'investissement,
- δ est le taux de dépréciation économique du capital,
- α correspond au taux d'amortissement fiscal,

- i mesure le taux d'intérêt nominal,
- A_t^* exprime la valeur comptable du bien en capital à amortir,
- B_t est le montant de la dette de la firme à l'instant t ,
- \dot{K}_t mesure la variation instantanée du stock de capital ($\dot{K}_t = \delta K_t / \delta t$),
- \dot{B}_t mesure la variation instantanée de la dette de la firme ($\dot{B}_t = \delta B_t / \delta t$).

L'équation (4.1) définit le flux de dividendes comme le revenu net d'impôt tiré d'une unité supplémentaire de capital lequel subit les trois effets suivants :

- une baisse au prix d'un nouveau investissement net de crédit d'impôt, soit $(1-\phi)Q_t(\dot{K}_t + \delta K_t)$,
- une augmentation d'une valeur correspondant à l'économie fiscale résultant des déductions pour amortissement, soit $\tau\alpha A_t^*$,
- et enfin, l'effet de l'emprunt, soit $\dot{B}_t - i(1-\tau)B_t$.

Si Γ_t désigne le total des taxes payées par la firme et I_t le taux brut d'investissement, (4.1) deviendra :

$$D_t = P_t F(K_t) - Q_t I_t + \dot{B}_t - \Gamma_t \quad (4.2)$$

où

$$\Gamma_t = \tau [P_t F(K_t) - iB_t - \alpha A_t^*] - \phi Q_t I_t \quad (4.3)$$

et

$$I_t = \dot{K}_t + \delta K_t \quad (4.4)$$

Si maintenant X_t désigne le *cash flow* de la firme, l'équation (4.1) deviendra :

$$D_t = X_t + \dot{B}_t - i(1-\tau)B_t \quad (4.5)$$

où

$$X_t = (1-\tau)P_t F(K_t) - (1-\phi)Q_t(\dot{K}_t + \delta K_t) + \tau\alpha A_t^* \quad (4.6)$$

En situation d'équilibre sur le marché des capitaux et en l'absence d'incertitude et d'imperfections, les dividendes majorés des gains en capital doivent assurer un

rendement minimum net d'impôts, condition nécessaire pour que les actionnaires acceptent de mettre leurs fonds à la disposition de la firme. A l'instant t , cette condition peut être formalisée comme suit :

$$\rho E_t = (1 - m_g) \dot{E}_t + (1 - m_d) D_t \quad (4.7)$$

où E_t et \dot{E}_t désignent respectivement la valeur de la firme sur le marché et la variation instantanée de cette valeur. Rappelons que, m_d et m_g désignent les taux d'imposition respectivement sur les dividendes et les gains en capital. Enfin, ρ correspond au taux de rendement nominal du marché exigé par les actionnaires actuels.

Sous l'hypothèse d'une structure financière exogène, nous pouvons définir le ratio d'endettement comme le rapport entre le montant d'emprunt et la valeur de la firme sur le marché. On écrit :

$$b = \frac{B_t}{E_t} \quad (4.8)$$

Tenant compte de (4.5) et (4.8), la condition d'équilibre devient :

$$\rho E_t = (1 - m_g) \dot{E}_t + (1 - m_d) X E_t + b \dot{E}_t (1 - m_d) - (1 - m_d) i (1 - \tau) b E_t \quad (4.9)$$

La résolution de cette équation pour E_t donne la fonction objectif de la firme, qui s'écrit :

$$E_t = \int_t^{\infty} e^{-N(s-t)} X_s \left(b + \frac{1 - m_g}{1 - m_d} \right)^{-1} ds \quad (4.10)$$

Comme les paramètres b , m_g et m_d sont constants, l'expression (4.10) se réduit à un simple problème de maximisation de la valeur actuelle des *cash flow*; soit :

$$E_t = \left[b + \frac{1 - m_g}{1 - m_d} \right]^{-1} \int_t^{\infty} e^{-N(s-t)} X_s ds \quad (4.11)$$

La valeur de N qui désigne, à titre de rappel, le coût de financement de l'investissement réalisé par la firme (ou encore le taux d'actualisation), est donnée par l'expression :

$$N = \frac{\frac{\rho}{1-m_g} + i(1-\tau)b \frac{1-m_d}{1-m_g}}{1 + b \frac{1-m_d}{1-m_g}} \quad (4.12)$$

En supposant une proportion λ de financement de l'investissement par emprunt, l'expression (4.12) peut être ramenée à une simple moyenne pondérée des coûts de financement par fonds propres ($\rho/(1-m_g)$) et par emprunt ($(i(1-\tau))$)¹. Dans ces conditions, on aura :² :

$$N = (1-\lambda) \frac{\rho}{1-m_g} + \lambda i(1-\tau) \quad (4.13)$$

Pour tenir compte de l'émission de nouvelles actions comme troisième mode de financement, Boadway et Shah (1995) développent l'équation (4.13) qui deviendra :

$$N = \lambda i(1-\tau) + (1-\lambda) \left\{ a \frac{\rho}{1-m_g} + (1-a) \left[\frac{\hat{\rho}}{1-m_d} + \pi \left(1 - \frac{1-m_g}{1-m_d} \right) \right] \right\} \quad (4.14)$$

Les paramètres a et $(1-a)$ correspondent à la proportion des fonds propres financée respectivement par rétention des bénéfices et par émission de nouvelles actions. Le coût réel associé à cette dernière source de financement est mesurée par l'expression $[(\hat{\rho}/(1-m_d)) + \pi(1 - (1-m_g)/(1-m_d))]$ où $\hat{\rho}$ désigne le taux de rendement requis par les nouveaux actionnaires et π le taux d'inflation³.

Contrairement à Auerbach (1987) qui n'a pas fait de distinction entre capitaux propres d'origine interne (rétention des bénéfices) et capitaux propres d'origine externe (émission de nouvelles actions), Boadway et Shah (1995) ont fourni une approche plus rigoureuse et plus réaliste. Elle définit le taux d'actualisation comme la moyenne pondérée de trois sources de financement distincts : l'emprunt, l'émission de nouvelles

¹ Les expressions des coûts de financement par rétention des bénéfices (N_1) et par emprunt (N_2) s'interprètent de la manière suivante : si l'investissement est financé par fonds propres, l'actionnaire exigera un rendement minimal avant impôt sur un dirham mis en réserve tel que $N_1(1-m_g) = \rho$. Il en résulte : $N_1 = \rho/(1-m_g)$.

Si, par contre, l'investissement est financé par emprunt, le prêteur exigera un rendement minimal net sur un dirham équivalent à ce qu'il obtiendrait en effectuant un placement alternatif au taux d'intérêt du marché noté i , soit $i(1-\tau)$. Il en résulte : $N_2 = i(1-\tau)$

² Boadway R. (1988) "Measuring Marginal Effective Tax Rates : Theory and Application to Canada" Annales d'économie et de statistique n° 11,88, p. 76.

³ L'expression du coût de financement par émission de nouvelles actions (N_3) s'interprète comme suit : le nouvel actionnaire exige un rendement minimum net sur une action coûtant un dirham, corrigé par le taux d'inflation.

actions et la rétention des bénéfices. A ce taux, noté N , la firme cherche à maximiser les *cash flow* qui reflètent la richesse de ses actionnaires (équation (4.12)). La fonction objectif correspondante s'écrit¹ :

$$\text{Max} \int_0^{\infty} e^{-Nt} (1-\tau) \left[P_t F(K_t) - (1-\phi) Q_t (\dot{K}_t + \delta K_t) + \tau \alpha A_t^* \right] dt \quad (4.15)$$

Sous contrainte :

$$\dot{A}_t^* + \alpha A_t^* = (1-\phi) Q_t (\dot{K}_t + \delta K_t) \quad (4.16)$$

La condition du premier ordre de ce programme dynamique s'écrit :

$$\frac{PF'(K)}{Q} = \frac{N + \delta - \frac{\dot{Q}}{Q}}{1-\tau} (1-\phi) \left[1 - \frac{\alpha\tau}{N+\alpha} \right] \quad (4.17)$$

La dernière étape consiste à déflater P et Q par $e^{-\pi t}$. On obtient alors les prix réels de l'*input* et de l'*output* notés respectivement p^* et q . Après cette transformation, l'équation (4.17) deviendra :

$$\frac{p^* F'(K)}{q} = \frac{(N - \pi) + (\delta - \frac{\dot{q}}{q})}{1-\tau} (1-\phi) \left[1 - \frac{\alpha\tau}{N+\alpha} \right] \quad (4.18)$$

La partie droite de cette dernière équation correspond à la forme standard du coût de capital. C'est le taux de rendement réel minimum (calculé avant impôt) exigé par le bailleur de fonds pour investir une unité monétaire supplémentaire (investissement marginal).

Si nous considérons une économie sans aucune forme d'imposition, le coût du capital se réduira à la somme de deux expressions : $(N - \pi)$ et $(\delta - \dot{q}/q)$. La première désigne le coût financier réel d'une unité de capital. Quant à la seconde, elle exprime le taux de dépréciation économique (δ) corrigé par le gain résultant du fait que le prix de remplacement du bien d'investissement croît au delà du taux d'inflation : $(-\dot{q}/q)$.

¹ L'indice t qui désigne le temps a été ignoré afin de simplifier la présentation.

Les dispositions fiscales influent de plusieurs façons sur le coût du capital. Tout d'abord, l'imposition du flux de revenus tiré d'une unité supplémentaire de capital réduit le produit marginal du capital de $(1 - \tau)$. Ce qui équivaut à une hausse de $(1/(1-\tau))$ du coût de capital. A cela viennent ensuite s'ajouter les divers crédits et déductions qui réduisent le coût du capital, exerçant ainsi un effet positif sur l'investissement. D'une part, les intérêts peuvent être déduits du bénéfice imposable, ce qui réduit le coût d'option du financement (N). D'autre part, les aides publiques contenant les crédits d'impôt à l'investissement et l'amortissement fiscal $((1 - \phi)[1 - (\alpha\tau/(N+\alpha))])$ allègent la charge d'investissement en diminuant le prix effectif d'achat après impôt d'une unité de capital.

Pour obtenir une expression du coût de capital équivalente à celle de King et Fullerton, il suffit de soustraire la valeur réelle de dépréciation économique du capital, soit $(\delta - q/q)$ de l'équation (4.18). On obtiendra ainsi :

$$p = \frac{(N - \pi) + (\delta - \frac{q}{q})}{1 - \tau} (1 - \phi) \left[1 - \frac{\alpha\tau}{N + \alpha} \right] - \left(\delta - \frac{q}{q} \right) \quad (4.19)$$

2. Revue critique des formalisations standards

La présente section passe brièvement en revue trois aspects du coût de capital qui méritent davantage d'éclaircissements. Il s'agit du traitement de l'imposition des revenus des actionnaires (les dividendes), le traitement des congés fiscaux (exonération fiscale temporaire) et le traitement de l'inflation. En dernier lieu, nous exposons un corollaire du coût de capital, en l'occurrence le coin fiscal (*tax wedge*)

2.1. Traitement de l'imposition des dividendes

Bien que certains modèles de référence (le modèle de King et Fullerton et le celui de Boadway et Shah) intègrent indirectement l'imposition des dividendes dans le calcul du coût de capital¹, l'analyse de cette variable reste en-deçà des exigences théoriques.

¹ Cette intégration se fait au moyen du coût de financement du projet d'investissement

Deux points nécessitent une analyse approfondie : la double imposition des dividendes et la neutralité de ladite imposition.

S'agissant du premier point, en l'absence d'un système de prévention ou d'allègement de la double imposition des dividendes, appelée aussi double imposition économique ou encore domestique, le revenu du bailleur de fonds sous forme de dividendes sera doublement imposé au sein du même pays : une première fois au titre de revenu de la firme (impôt sur les sociétés) et une seconde fois au titre du revenu personnel de l'actionnaire (impôt sur les personnes physiques). Plusieurs systèmes permettent, néanmoins, de prévenir ou d'alléger cette double imposition. Ces systèmes dépendent du degré d'intégration entre l'impôt sur les sociétés et l'impôt sur les revenus des personnes physiques.

Pour modéliser les différents systèmes préventifs de la double imposition des dividendes, nous considérons la formule de calcul du montant total des taxes frappant les bénéfices de la firme :

$$T = \tau Y + \frac{(1-\theta)}{\theta} D \quad (5.1)$$

où à titre de rappel, τ et D désignent respectivement le taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés et le montant des dividendes distribué. Y correspond à la base taxable de la société. Enfin θ exprime le coût d'opportunité associé à la rétention de profit en termes de dividendes distribués à l'actionnaire. Ainsi, pour un *dirham* de bénéfice distribué par la firme, l'actionnaire perçoit θ . Le reste, soit $(1-\theta)$ représente la charge fiscale par unité monétaire distribuée. Le paramètre θ représente en réalité le taux effectif d'imposition des dividendes reçus. Evidemment, s'il n'y a aucun allègement de la double imposition, la valeur de ce paramètre sera égale à l'unité. On parle alors de "*système classique*" : les taxes sur les sociétés sont indépendantes de celles frappant les personnes physiques. Dans le cas contraire, θ prendra une valeur supérieure à 1, et ce afin de réduire la charge fiscale pesant sur la firme.

Tenant compte de l'équation (5.1), nous pouvons envisager trois systèmes préventifs de la double imposition économique des dividendes : le système des deux taux, le système de déduction et le système d'imputation.

Le système des deux taux consiste à appliquer un taux différent selon que les bénéfices sont distribués ou mis en réserve. L'imposition sera naturellement plus faible dans le premier cas, étant donné que les revenus distribués subiront ultérieurement l'impôt sur les personnes physiques. Dans ces conditions, l'expression (5.1) deviendra :

$$T = \tau_r(Y - D) + \tau_d D \quad (5.2)$$

où, τ_r et τ_d désignent les taux d'imposition respectivement sur les bénéfices réservés (non distribués) et sur les bénéfices distribués.

Après transformation de (5.2), on obtient :

$$T = \tau_r Y + (\tau_d - \tau_r) D \quad (5.3)$$

En égalisant (5.1) et (5.3), on arrive au résultat final suivant :

$$\begin{cases} \tau = \tau_r \\ \theta = \frac{1}{1 + \tau_d - \tau_r} > 1 \end{cases} \quad (5.4)$$

Selon ce premier système, pour remédier à la double imposition des dividendes, il faut fixer les valeurs de τ et de θ à des niveaux équivalents à ceux fournis par l'expression (5.4).

Le système de déduction stipule que la société est autorisée à déduire de sa base imposable une proportion du montant des dividendes bruts. Si x désigne cette proportion, le montant total de la charge fiscale s'écrira :

$$T = \tau_r(Y - xD) \quad (5.5)$$

En combinant (5.1) et (5.5), on obtient :

$$\begin{cases} \tau = \tau_r \\ \theta = \frac{1}{1 - x\tau_r} > 1 \end{cases} \quad (5.6)$$

Cette expression fournit ainsi les valeurs de τ et de θ qui annulent l'effet de la double imposition des dividendes en application du système de déduction.

Enfin, selon le système d'imputation, une partie de la taxe payée par la firme est considérée comme une avance sur l'impôt dont l'actionnaire, personne physique, est

redevable. L'actionnaire se voit dès lors attribuer une sorte de crédit d'impôt. Mathématiquement, si ϕ désigne le taux d'imputation, on peut écrire :

$$T = \tau Y - dD \quad (5.7)$$

En combinant (5.1) et (5.7), on obtiendra :

$$\theta = \frac{1}{1-\phi} > 1 \quad (5.8)$$

Ainsi, sous le système préventif d'imputation, l'intégration des régimes d'imposition des sociétés et des particuliers exige la mise en œuvre d'un crédit d'impôt au profit de l'actionnaire. Pour une unité de bénéfice distribuée, le montant de ce crédit s'élève à $(\theta - 1)$.

Aucun de ces systèmes ne domine aujourd'hui. A titre d'exemple, le Maroc, l'Autriche, La Belgique, les Pays-Bas et la Suède appliquent le système classique (aucun allègement de la double imposition). L'Allemagne, l'Espagne, la France et le Royaume-Uni appliquent un système d'imputation partielle. Enfin, l'Italie et la Finlande optent pour un système d'imputation totale. Evidemment le choix d'un système n'est pas neutre ; le cas de la Suède et de la Finlande est à cet égard significatif. L'absence d'un système d'allègement de la double imposition en Suède s'est traduit ces dernières années par une délocalisation de sièges des firmes suédoises vers la Finlande.

Fort de ce qui précède, examinons maintenant l'impact potentiel de l'imposition des dividendes sur le coût du capital. Pour ce faire, considérons deux approches théoriques : l'approche des "*capitaux propres captifs*" et l'approche "*traditionnelle*". Toutes les deux postulent que les dividendes sont imposés à un taux effectif plus élevé que les gains en capital. L'un des principaux défis pour leurs adeptes consiste à expliquer le "*paradoxe des dividendes*" : pourquoi les firmes choisissent-elles de distribuer leurs bénéfices sous forme de dividendes bien que ceux-ci soient désavantagés sur le plan fiscal ? Pourquoi ne recourent-elles pas à des mécanismes moins pénalisants comme le rachat d'actions, dont le produit est imposé au taux réduit applicable aux gains en capital ? A cela, les tenants de l'approche des "*capitaux propres captifs*" répondent que de nombreuses firmes versent des dividendes parce

qu'elles n'ont tout simplement pas d'autres choix. Ayant épuisé toutes les formes d'affectation de leurs fonds, ces firmes restent avec des liquidités excédentaires qu'elles ne peuvent distribuer, autrement que sous forme de dividendes. Par conséquent, selon cette première approche, les dividendes constituent essentiellement un reliquat, c'est-à-dire des fonds dont la firme dispose encore après s'être acquittée de toutes ses autres obligations. Cela signifie qu'en l'absence de modes de distribution des fonds propres qui soient avantageux au plan fiscal, ces fonds deviennent "captifs". Le résultat en est que les bénéfices non répartis constituent la source marginale de financement de l'investissement (les actionnaires préfèrent ne pas recevoir de dividendes pour échapper à l'impôt). Pour en constater les répercussions, supposons qu'au lieu de distribuer le rendement de l'émission d'une unité monétaire d'actions sous forme de dividendes imposables, la firme conserve cette somme et la réinvestit en augmentant son stock de capital. L'actionnaire éviterait ainsi de payer l'impôt des dividendes au taux m_d , mais exigera un rendement égal à ce qu'il aurait pu obtenir en optant pour un placement alternatif, soit $(1 - m_i)i$, où, à titre de rappel, i désigne le taux d'intérêt du marché et m_i le prélèvement fiscal sur le revenu mobilier. Et puisque les bénéfices non répartis génèrent un gain en capital imposé au taux m_g , le coût du financement à la marge est donné par la formule suivante :

$$N = \frac{i(1 - m_i)}{(1 - m_g)} \quad (5.9)$$

On s'aperçoit ainsi que le coût de financement d'un investissement marginal n'est pas touché par l'imposition des dividendes. Les firmes opteront pour cette option tant que cela est possible, c'est-à-dire tant que l'impôt sur les dividendes est supérieur à l'impôt sur les gains en capital. S'il arrive maintenant, et c'est une hypothèse forte, que la firme emploie l'émission de nouvelles actions comme source de financement marginale, l'imposition des dividendes fera augmenter le coût du financement, ce qui réduira le coût du capital.

Les tenants de l'approche "traditionnelle" reprennent eux aussi l'hypothèse selon laquelle les dividendes sont assortis d'une pénalité fiscale, mais ils traitent le "paradoxe des dividendes" de façon différente. Ils soutiennent que les firmes versent

des dividendes bien qu'il existe des modes de distribution du revenu fiscalement plus avantageux afin de bénéficier de trois avantages. D'abord, les dividendes peuvent jouer le rôle de signal en cas d'asymétrie de l'information sur les perspectives de la firme. Ensuite, les dividendes peuvent atténuer le problème d'agence attribuable à l'incapacité des actionnaires de surveiller les gestionnaires sans un certain coût. Le versement de dividendes réduit les liquidités de la firme, ce qui limite l'affectation discrétionnaire de ces fonds par la direction. Enfin, la distribution des dividendes peut aider les actionnaires à planifier leur consommation. Il résulte de ces avantages que les dividendes ont une certaine valeur intrinsèque. Pour représenter cette valeur intrinsèque, exprimons le taux de rendement requis des capitaux propres (ρ) en fonction du ratio de distribution des dividendes (l).

L'inégalité $\rho'(l) < 0$ traduit le fait que le taux de rendement requis des capitaux propres diminue à mesure que les dividendes versés augmentent, ce qui reflète l'idée selon laquelle les dividendes ont une valeur intrinsèque pour les actionnaires. La firme choisit ensuite de minimiser le coût de financement par capitaux propres. Cela suppose que pour obtenir un rendement net égal à $\rho(l^*)$, l'actionnaire ultime exigera un taux de rendement avant impôt égal à : $N(1 - m_d l^* - m_g(1 - l^*))$. De cette relation découle la formule de calcul du coût de financement par capitaux propres. Elle s'écrit :

$$N = \frac{\rho(l^*)}{(1 - m_d l^* - m_g(1 - l^*))} \quad (5.10)$$

où $l^* = l(m_d, m_g)$ est le ratio optimal de distribution de dividendes de la firme, exprimé en fonction des taux d'imposition des dividendes et des gains en capital. Selon l'approche traditionnelle, que le financement provienne de l'émission d'actions ou des bénéfices non-répartis, la firme échangera le coût fiscal des dividendes contre leurs avantages intrinsèques en optant pour le ratio de distribution (l) jusqu'au point d'indifférence atteint à la marge. Contrairement à l'approche précédente, le ratio de distribution dépend donc des taux d'imposition des dividendes et des gains en capital. Plus particulièrement, une augmentation du taux d'imposition des dividendes devrait entraîner une baisse du ratio de distribution à mesure que le coût fiscal de la concrétisation des avantages intrinsèques du versement des dividendes augmente.

L'équation (5.10) montre que, selon les traditionalistes, le coût du financement par capitaux propres est fonction d'une moyenne pondérée des taux effectifs d'imposition des dividendes et des gains en capital ($m_d l^* + m_g (1 - l^*)$). Une hausse de l'un ou des deux taux accroîtra le coût du capital en faisant grimper le coût de financement.

En résumé, l'absence d'intégration entre l'impôt sur les bénéfices des sociétés et l'impôt sur les personnes physiques est de nature à entraîner une baisse des distributions des dividendes et une hausse du coût de capital. Certains systèmes préventifs, permettent néanmoins de remédier à ce problème. Par ailleurs, en dépit de l'inconvénient fiscal des capitaux propres, beaucoup de firmes préfèrent encore utiliser ce mode financement, en particulier la rétention des bénéfices qui a un effet moindre, voire nul sur le coût du capital.

2.2. Traitement des congés fiscaux

Par congé fiscal (*tax holiday*), on entend une exonération fiscale temporaire qui concerne généralement les nouveaux projets d'investissement. La durée d'exploitation se partage ainsi en deux périodes : une première période durant laquelle la firme ne supporte aucune charge fiscale (période de congé fiscal) et une seconde période au cours de laquelle elle est tenue de payer normalement ses impôts, et ce, conformément aux dispositions fiscales de Droit commun en vigueur.

La justification théorique de ce type de politique fiscale pivote autour de deux explications. La première fait une large place aux coûts irrécupérables (*sunk costs*) supportés par les firmes privées lorsqu'elles s'installent quelque part ; coûts que vont exploiter les Etats en augmentant la pression fiscale sur les firmes dans le futur. La deuxième explication insiste plutôt sur le rôle de signal que constituent les aides aux firmes quand l'attrait d'un pays ou d'une région reste fortement aléatoire.

Plus précisément, les coûts irrécupérables ont permis à la théorie économique d'expliquer pourquoi les gouvernements accordent aux firmes des exonérations fiscales temporaires, voire des subventions, qui se concentrent toujours sur les premières années d'installation plutôt que d'accorder ces aides de façons échelonnées dans le temps (Doyle et Van Wijbergen, 1994). L'existence de ce type de coûts rend souvent coûteuse la décision de délocalisation. Elle se traduit pour la firme, une fois

implantée dans un pays, par la perte totale ou partielle de son pouvoir de négociation. Le profit espéré d'un changement de localisation devient d'autant plus faible que la valeur de ces coûts demeure élevée¹. Les gouvernements peuvent, par conséquent, adopter un comportement de chercheur de rente, notamment en augmentant la pression fiscale sur les firmes devenues partiellement immobiles.

La politique de congé fiscal résulte généralement du manque de crédibilité des gouvernements, puisqu'ils ne respectent pas leurs engagements de ne pas augmenter la pression fiscale sur les firmes une fois celles-ci installées sur leur territoire. Si l'anticipation d'un tel comportement est possible, les firmes feront monter les enchères entre pays car elles savent qu'une fois installées, les gouvernements seront tentés de les taxer davantage. Autrement dit, les firmes cherchent à récupérer sous forme d'exonérations et de subventions l'accroissement futur de la pression fiscale. Toutefois, si les gouvernements ne connaissent pas exactement la propension des firmes à se délocaliser, les choses se compliqueront. Une augmentation de la pression fiscale identique pour toutes les firmes installées peut entraîner le départ de celles qui ont les coûts de mobilité les plus faibles, ce qui conduira à une destruction de la rente nationale.

Si les Etats profitent de la mobilité des investissements directs pour augmenter la pression fiscale sur les firmes et que ces dernières anticipent correctement le comportement des pouvoirs publics, on montre généralement que les exonérations et subventions accordées pendant les premières années d'installation sont égales à la valeur actuelle des impôts futurs. Dans ces conditions, les congés fiscaux semblent sans effet sur le choix de localisation des firmes et les effets d'aubaine peuvent être massifs.

La littérature économique fournit une deuxième explication possible aux congés fiscaux. Dans ce cas, on considère un modèle dynamique à deux périodes en présence d'asymétrie d'information ce qui signifie que les investisseurs privés ne peuvent observer qu'imparfaitement les caractéristiques du pays où ils souhaitent réaliser leurs investissements (Bond et Samuelson, 1986 et Wen, 1997).

¹ Les coûts irrécupérables créent un effet de "verrouillage" de l'investissement (*lock-in effect*)

Selon Bond et Samuelson (1986), chaque pays est caractérisé par un niveau de productivité qui peut être faible ou élevé. Cette caractéristique est une information privée pour chaque pays et elle n'est révélée à la firme que lorsque celle-ci décide de s'y implanter. Le niveau de productivité de chaque pays, conjointement à la pression fiscale sur les firmes, constitue dès lors le déterminant majeur de localisation des activités économiques. Bond et Samuelson (1986) montrent que les schémas de taxe proposés par les gouvernements jouent le rôle de signaux permettant à la firme de repérer les pays à productivité élevée et ceux à productivité faible. Quand plusieurs pays sont en concurrence pour attirer un investisseur privé et que celui-ci n'est pas en mesure de discriminer entre les pays à forte et ceux à faible productivité, les premiers peuvent utiliser les congés fiscaux comme un signal de "qualité" adressé à l'investisseur. Ils vont ainsi chercher à se distinguer des autres en proposant des exonérations fiscales plus importantes sachant qu'ils disposeront toujours de la possibilité de capturer une rente plus élevée ultérieurement.

Dans le même ordre d'idées, Wen (1997) montre que les congés fiscaux initiaux révèlent aux investisseurs le degré de préférence des pays hôtes pour les dépenses publiques. Un pays peut exprimer soit une forte préférence pour les dépenses publiques, soit une forte valorisation des dépenses de consommation privée. Toutes choses étant égales par ailleurs, le taux d'imposition optimal pratiqué par le premier type de pays doit être supérieur à celui proposé par le second. La firme qui préfère naturellement investir dans le pays à forte préférence pour les dépenses publiques ne connaît pas a priori les caractéristiques du pays-hôte. Cette incertitude est de nature à poser des problèmes de sélection adverse. Dans un premier temps, le pays à forte préférence pour les dépenses publiques peut imposer les capitaux investis de façon modérée pour se faire passer pour un pays valorisant les dépenses de consommation privée. Néanmoins, lorsque les coûts de désengagement deviennent trop élevés pour la firme, il augmentera progressivement les taux d'imposition durant les périodes suivantes.

Pour mettre en évidence l'impact des congés fiscaux sur le coût du capital, il ne suffit pas seulement d'annuler le taux d'imposition sur les sociétés. Il faut également tenir

compte du fait que la firme peut être autorisée à appliquer le régime d'amortissement différé, ce qui implique une restructuration temporelle des économies fiscales.

Boadway et Shah (1995) démontrent qu'en présence d'exonérations fiscales temporaires, l'expression du coût de capital prend la forme mathématique suivante :

$$p = \frac{(N_t - \pi) + (\delta - \frac{q_t}{q_t})}{1 - \tau_t} (1 - Z_t) + \frac{Z_t}{1 - \tau_t} \left(\delta - \frac{q_t}{q_t} \right) \quad (6.1)$$

Trois éléments caractérisent l'équation (6.1) comparativement à la formule standard du coût de capital au sens de Boadway et Shah (équation (4.19)) : le taux d'imposition sur les sociétés (τ_t), le coût de financement du projet d'investissement (N_t) et l'économie fiscale résultant de l'amortissement différé (Z_t). Puisque la durée de vie du projet est divisée en deux périodes distinctes, ces paramètres ont été définis par rapport au temps.

Le taux d'imposition sur les sociétés prend la valeur zéro pendant la période du congé fiscal et τ (taux standard) après l'expiration de cette première période (date désignée par t^*). Mathématiquement, on écrit :

$$\tau_t = \begin{cases} 0 & \text{si } 0 \leq t \leq t^* \\ \tau & \text{si } t > t^* \end{cases} \quad (6.2)$$

Le coût de financement du projet subit également un changement au cours du congé fiscal, puisque son calcul fait intervenir le taux d'imposition sur les sociétés (cf. équation (4.14)). Il est allégé par l'annulation de ce taux, mais parallèlement, il subit l'effet négatif de la non déductibilité des intérêts durant le congé fiscal.

Enfin, pour traiter les gains fiscaux résultant de l'amortissement d'un *dirham* de capital investi, Boadway et Shah (1995) présument que le congé fiscal s'accompagne de l'application du régime d'amortissement différé. La firme a la possibilité de reporter ses amortissements. Elle les accumulera durant la période du congé et elle ne commencera à les comptabiliser et donc à les déduire de la base imposable qu'à la fin de cette période. Dans ces conditions, les profits dégagés par la firme pendant les

premières années d'exploitation (période de congé fiscal) doivent être suffisamment élevés pour compenser le report de l'amortissement.

Ajoutons que l'intérêt de reporter l'amortissement diffère selon que le résultat est déficitaire ou excédentaire. Dans le premier cas, la firme peut réduire l'ampleur de son déficit en différant l'amortissement. Cela lui permettra d'améliorer son image financière tout en gardant la faculté de déduire de ses résultats ultérieurs les annuités non-comptabilisées. La firme bénéficie ainsi d'une économie d'impôt et d'une liquidité venant renforcer sa capacité d'autofinancement. En période bénéficiaire, l'intérêt de différer un amortissement en période de congé fiscal réside dans le fait que la firme ne perd pas la déductibilité des dotations aux amortissements, qui sont seulement reportées à plus tard. Cette technique permettra également à la firme de moduler sa capacité d'autofinancement et de garder ainsi un volet de financement stable d'un exercice à l'autre.

Une autre illustration de l'effet des exonérations fiscales temporaires sur le coût du capital nous est fournie par Mintz (1990)¹. Dans un article consacré exclusivement à cette question, l'auteur considère que, pendant le congé fiscal, le taux d'imposition sur les sociétés n'est pas nécessairement nul mais seulement inférieur au taux standard. Il considère également que les amortissements sont comptabilisés et donc déduits de la base imposable dès les premières années d'exploitation (le régime d'amortissement différé n'est pas forcément appliqué). Dans ces conditions, le coût du capital peut être approché par l'expression suivante² :

$$p = \frac{(\delta + N)(1 - A_t)}{(1 - \tau_0)} + \frac{(1 + N)(A_t - A_{t-1})}{(1 - \tau_0)} \quad (6.3)$$

où, à titre de rappel, δ , N , A_t désignent respectivement le taux de dépréciation économique, le coût de financement et la valeur actuelle des avantages fiscaux

¹ Mintz J. M. (1990), "Corporate Tax Holidays and Investment", The World Bank Economic Review, vol. 4, n°1, pp. 81-102.

² Cette expression a été obtenue en maximisant, pour $t < t^*$ la fonction objectif de la firme qui s'écrit:

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{1}{(1+N)^t} \left\{ F(K_t)(1 - \tau_t) - (\delta K_t + K_{t+1} - K_t)(1 - A_t) \right\}$$

procurés par les annuités d'amortissement. Le paramètre τ_0 correspond au taux d'imposition sur les sociétés en vigueur au cours du congé fiscal.

Il ressort de l'équation (6.3) que le coût du capital d'un projet bénéficiant d'un congé fiscal se compose de deux parties. La première $((\delta + N)(1 - A_t)/(1 - \tau_0))$ ne diffère pas beaucoup des expressions standards du coût de capital exposées dans la précédente section. C'est le rendement brut d'une unité de capital supplémentaire imposé au taux τ_0 . La seconde partie $((1 + N)(A_t - A_{t-1})/(1 - \tau_0))$ s'interprète comme le coût que supporte la firme en achetant une unité de capital en période $(t-1)$ plutôt qu'en période t .

En conclusion, l'effet des congés fiscaux sur le coût du capital ne semble pas aller de soi. Si l'annulation ou la réduction du taux d'imposition n'est pas accompagnée du report des amortissements et des intérêts, cet incitant fiscal peut, au lieu de réduire le coût du capital, entraîner son accroissement. En effet, sous le régime d'amortissement linéaire ou dégressif, lorsque la firme ne paie pas d'impôts, elle perd l'avantage de la déductibilité des dotations aux amortissements. A la fin du congé fiscal, l' est pénalisée puisque les dotations deviennent de plus en plus faibles, alors que l'actif continue à générer des recettes imposables. La firme perd également l'avantage de la déductibilité des intérêts. Cet avantage est nul pendant le congé fiscal et devient moins intéressant à son expiration puisque la part des intérêts à déduire demeure faible.

2.3. Traitement de l'érosion monétaire

Souvent considérée comme variable exogène, l'inflation n'a pas fait l'objet de discussions rigoureuses au sein des modèles de base. Les adeptes de ce premier courant ont certes signalé l'existence d'une relation positive entre le taux d'inflation et le coût du capital pour des valeurs données de N (coût de financement) et δ (taux de dépréciation économique de l'investissement). Toutefois, leurs arguments nous semblent manquer de rigueur.

Rappelons qu'en l'absence d'indexation, l'érosion monétaire réduit les gains fiscaux et gonfle artificiellement le bénéfice imposable. Elle rend illusoire la mesure du rendement unitaire des fonds propres. En même temps, elle fausse les règles sur lesquelles les actionnaires, les banquiers et les marchés de capitaux fondent leurs

décisions, au risque de biaiser celles-ci et de déstabiliser les comportements. C'est d'ailleurs par le truchement de ces éléments que se fait sentir l'effet de l'inflation sur le coût du capital.

Avant d'aborder cet effet, il nous paraît judicieux d'émettre l'interrogation suivante : quel taux d'inflation doit-on utiliser dans le calcul du coût de capital ?

Si nous nous référons aux formulations de base, le taux d'inflation est calculé à partir d'indices de prix à la consommation. Ce choix semble parfaitement cohérent avec la vision des auteurs néoclassiques sur les marchés de capitaux ; selon celle-ci l'investissement national est motivé par le désir des investisseurs d'obtenir un rendement qui s'exprimera en termes de biens de consommation dans le pays considéré.

La détermination d'une mesure appropriée des anticipations d'inflation pose, en revanche, des problèmes conceptuels bien plus ardues. Puisqu'il est pratiquement impossible d'observer directement ces anticipations, le seul recours possible est de s'appuyer sur les modèles décrivant la formation des anticipations des investisseurs. Aussi, cette même considération implique qu'il est extrêmement difficile de choisir entre des modèles alternatifs en raison de l'absence d'informations sur la manière dont les investisseurs forment leurs anticipations. La solution consiste, à notre sens, à considérer trois hypothèses bien distinctes de formation des anticipations et à rechercher les conclusions les plus robustes par rapport à chacune d'entre elles. De cette façon, nous éviterons d'attacher une importance disproportionnée à un résultat obtenu sous une forme bien particulière.

La première hypothèse consiste à supposer que les investisseurs forment leurs anticipations de façon myope. Cela veut dire que le taux d'inflation anticipé pour une période future sera visiblement celui ayant prévalu dans la période qui vient de s'achever. Evidemment, cette hypothèse de myopie paraît peu réaliste, même si elle représente une extrême des cas possibles.

La seconde hypothèse stipule que les agents ont des anticipations rationnelles, c'est-à-dire qu'ils forment leurs anticipations sur la base de toute l'information disponible à un instant donné. Elle implique que le taux d'inflation observé à la période t est une

moyenne égale aux anticipations *ex ante* d'inflation sur la même période, étant donné l'information disponible.

Dans une dernière hypothèse, les investisseurs forment leurs anticipations à partir d'un modèle statistique simple. Le processus de modélisation nécessite la construction de séries statistiques des taux d'inflation basées sur les observations temporelles des indices de prix à la consommation, puis l'analyse des propriétés des données obtenues. Le modèle construit sera ainsi utilisé pour estimer les taux d'inflation futurs.

Observons maintenant la manière dont le taux d'inflation exerce un effet négatif sur le coût du capital. Une première manière de quantifier cet effet est de considérer l'amortissement fiscal. Il s'agit d'un régime qui procure à la firme une économie d'impôt par rapport à une situation où on oublierait que le capital utilisé dans la production finit par être détruit. Cette économie correspond pour une unité de capital acheté au produit : $Q\tau A'$, où à titre de rappel, Q , τ et A' désignent respectivement le prix d'une unité de capital, le taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés et la valeur actuelle de l'amortissement fiscal. Or, dans un univers inflationniste, les avantages procurés par l'amortissement sont contrebalancés par l'effet "hausse des prix des biens d'équipement". La raison tient au fait que les dotations aux amortissements sont calculées sur la base des coûts historiques des actifs et non sur la base des coûts de remplacement. Dans ces conditions, lesdites dotations ne permettent plus d'assurer le remplacement à l'identique de l'investissement. En somme, les coûts historiques retenus par la comptabilité dans la détermination des annuités d'amortissements ne correspondent pas à la valeur réelle de l'actif que détient la firme. Il y a donc sous-évaluation de l'amortissement fiscal suivie d'une baisse de l'économie d'impôt. Il en résulte finalement un gonflement du coût de capital.

L'ampleur de cette perte dépend évidemment de la durée de vie de l'investissement : l'effet de l'érosion inflationniste est d'autant plus grand que la durée de vie est longue. Plus les amortissements sont en moyenne étalés dans le temps, plus leur valeur économique s'écarte de leur valeur comptable¹. Cette perte dépend également du régime d'amortissement utilisé : dès lors que le régime dégressif réduit la durée de vie

¹ Cette situation crée souvent des distorsions au niveau du choix de la durée d'investissement (problème de substitution entre projets d'investissement à court terme et à long terme).

de l'investissement, il permet de compenser, au moins en partie, l'effet de l'érosion monétaire.

La correction consiste à retirer des gains fiscaux un surplus d'amortissement égal au taux d'amortissement légal, multiplié par l'écart constaté entre l'actif réévalué et l'actif non réévalué. Cette opération est indispensable si l'on veut ne pas surévaluer artificiellement le coût du capital.

La valorisation des stocks des biens d'équipement constitue une deuxième source de gonflement du coût de capital. Cette valorisation est due en particulier à la tenue des mouvements des stocks selon la méthode FIFO (*first in first out*) qui évalue le coût des biens déstockés sur la base des prix du premier bien entré. En période de détérioration monétaire, l'application de cette méthode entraîne ainsi une valorisation nominale des stocks finaux suite à l'augmentation des prix des approvisionnements. Le gain qui en résulte n'est pas réel, mais fictif car les besoins de la production imposent le renouvellement quantitatif des stocks aux prix de remplacement ; ce n'est pas un bénéfice courant et distribuable aux actionnaires car cela impliquerait une perte de substance réelle. Lorsque ce gain est inclut dans le bénéfice imposable, il est en fait indûment taxé.

La comptabilité en LIFO (*last in first out*), qui évalue le coût des biens déstockés lors des livraisons sur la base des prix du dernier bien entré, permet de réduire la plus-value fictive. Il reste cependant la différence entre le prix du moment de la livraison et celui de la dernière entrée. La correction complète consiste à retrancher du bénéfice le stock multiplié par le taux de variation des prix à concurrence du temps moyen pendant lequel les biens restent stockés puisque tout renouvellement implique de nouveaux prix¹.

Une troisième et dernière manière d'évaluer l'effet de l'inflation sur le coût du capital consiste à considérer le coût de financement réel d'un projet d'investissement donné. Il s'agit plus exactement de trouver une formule du coût de financement qui permet de mieux saisir la réaction du coût de capital aux variations des prix. Une bonne

¹ Cette méthode s'appelle "Inventory Valuation Adjustment" et s'applique notamment aux USA.

illustration de cette question nous est fournie par Cohen, Hassett et Hubbard¹ (1997). Ces auteurs concluent globalement à l'ambiguïté de cette réaction.

En raison de la déductibilité des charges d'intérêt de la base imposable, le coût de financement réel par emprunt est rendu par l'équation suivante :

$$N_1 = i(1 - \tau) - \pi \quad (7.1)$$

où à titre de rappel, i , τ et π désignent respectivement le taux d'intérêt nominal, le taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés et le taux d'inflation.

Or, avant de mettre les fonds nécessaires à la disposition de la firme, le prêteur exigera un taux de rendement réel minimal après impôt (ρ_d) que l'on peut exprimer comme suit :

$$\rho_d = i(1 - m_i) - \pi \quad (7.2)$$

où m_i correspond au taux d'imposition des particuliers sur leur revenu d'intérêt.

En combinant les équations (7.1) et (7.2), on aboutit à la formule finale du coût de financement réel par emprunt :

$$N_1 = \frac{\rho_d(1 - \tau)}{(1 - m_i)} + \pi \frac{(\tau - m_i)}{(1 - \tau)} \quad (7.3)$$

On s'aperçoit ainsi que l'effet de l'inflation sur le coût de financement par emprunt est tributaire de l'écart entre le taux d'imposition sur les sociétés et le taux d'imposition des personnes physiques sur leur revenu d'intérêt ($\tau - m_i$). Plus ces deux taux tendent à s'égaliser, plus l'effet de l'inflation sur le coût de financement reste faible. A l'évidence, si ces deux taux sont identiques pour un niveau donné de ρ_d , l'inflation devient neutre par rapport à ce mode de financement.

Ajoutons enfin que sous le régime d'une économie ouverte, la firme supportera le même coût de financement que celui constaté sur la marché international à condition que le pays soit preneur de prix. Dans ce cas, le coût de financement par emprunt devient une donnée exogène pour la firme. Comme les intérêts nominaux déductibles de la base imposable sont, en situation inflationniste, supérieurs aux intérêts réels, cela

¹ Cohen D., Hassett K. et Hubbard R.G. (1997) "Inflation and the User Cost of Capital : Does Inflation Still Matter ?", W.P. n° 6046, NBER Working Paper Series.

occasionnera un gain financier pour la firme endettée qui se traduit par un allègement du coût de capital. En revanche, si le pays est preneur de prix, la situation se réduit au cas décrit ci-dessus correspondant à une économie fermée.

Si à présent nous considérons le financement du projet d'investissement par fonds propres, la firme ne pourra pas déduire les dividendes et les bénéfices mis en réserve de la base imposable. Dans ces conditions, le coût associé à ce mode de financement s'écrit :

$$N_2 = D + \rho_r - \pi \quad (7.4)$$

où D désigne le dividende de l'exercice sur un *dirham* investi, ρ_r symbolise le taux de rendement nominal exigé par l'actionnaire sur ses parts des bénéfices mises en réserve pendant les exercices passés et π correspond au taux d'inflation.

Tenant compte des charges fiscales qui pèsent sur son revenu (l'impôt sur les dividendes et l'impôt sur les gains en capital), le bailleur de fonds exigera un taux de rendement réel minimal (ρ) qu'on peut exprimer comme suit :

$$\rho = (1 - m_d)D + (1 - m_d)\rho_r - \pi \quad (7.5)$$

Etant donné la valeur de D calculée à partir de l'équation (7.5), on peut réécrire le coût de financement réel par fonds propres de la façon suivante :

$$N_2 = \frac{(m_d - m_g)}{(1 - m_g)} D + \frac{\rho}{(1 - m_g)} + \frac{m_g}{(1 - m_g)} \pi \quad (7.6)$$

Il ressort de cette dernière équation que l'impact de l'érosion monétaire sur le coût de financement par fonds propres et de surcroît sur le coût du capital dépend de la valeur attribuée au taux d'imposition sur les gains en capital (m_g). Pour un niveau des prix donné, plus le taux d'imposition sur les gains en capital est élevé plus l'effet de l'inflation sur le coût des fonds propres est significatif. A l'évidence, un taux d'imposition nul (hypothèse forte), laisserait l'inflation neutre vis-à-vis du coût des fonds propres.

La pratique d'une comptabilité qui tient compte de l'inflation constitue un bon système pour parer aux éventuelles distorsions introduites par celle-ci dans l'information financière. Une telle comptabilité a l'avantage de rendre l'information

plus fiable et de permettre le calcul des résultats de la firme sur des bases plus réalistes. Sa mise en œuvre s'avère cependant délicate eu égard la diversité des méthodes existantes et les remaniements juridiques et fiscaux que cela nécessiterait¹. La réévaluation des postes du bilan, quand elle est permanente, permet également de corriger équitablement les injustices dues à l'inflation. Une dernière solution consiste en l'instauration d'un système d'indexation automatique du code fiscal. Comme nous l'avons démontré, les taux d'imposition peuvent avoir une grande part de responsabilité dans la surévaluation des coûts de financement.

En résumé, bien que l'érosion monétaire semble favoriser les firmes endettées, il semble que son impact sur le coût du capital est globalement négatif. Le gonflement artificiel des bénéfices imposables, la sous-évaluation de l'amortissement fiscal, la valorisation des stocks ainsi que la création d'une sorte d'illusion fiscale et monétaire, en particulier pour les bailleurs de fonds, sont autant d'éléments qui témoignent en faveur de ce constat.

3. Du coût de capital au "coin fiscal"

Le coût du capital tel qu'il a été défini précédemment a certes une utilisation propre, mais il intervient également dans le calcul du "*coin fiscal*" ou "*tax wedge*". C'est un indicateur qui permet de tester la non-neutralité du régime fiscal à l'égard des décisions d'investissement des firmes que l'on raisonne en termes d'allocation des ressources (impôt sur les sociétés) ou en termes de choix du mode de financement (impôt sur les personnes physiques).

Le "*coin fiscal*" se calcule comme la différence entre le taux de rendement avant impôt d'un investissement marginal, appelé communément "coût du capital", et le taux de rendement réel exigé par les bailleurs de fonds. Néanmoins, pour une meilleure interprétation, il convient de distinguer deux cas : le cas d'une économie fermée et celui d'une économie ouverte.

¹ On distingue habituellement deux méthodes de comptabilité de l'inflation:

- La méthode dite nominaliste ou du pouvoir d'achat général, dans laquelle la valeur de l'actif est établie à partir de sa valeur historique actualisée. Les états financiers sont ainsi corrigés à partir d'un indice unique d'érosion monétaire censé représenter l'évolution du niveau général des prix
- La méthode substantialiste qui substitue à la valeur historique actualisée les notions de valeur de remplacement, de valeur de marché ou d'actualisation des recettes futures.

3.1. Le cas d'une économie fermée

Dans ce cas, on suppose que les fonds d'investissements proviennent d'un épargnant ultime résident dans le pays-hôte. Ce bailleur de fonds a toujours la possibilité de placer son argent au taux d'intérêt du marché local plutôt que de l'investir dans les actions d'une firme. Si la firme se finance par endettement, cet arbitrage conduira à l'égalisation du taux de rendement après impôt sur les sociétés du projet d'investissement au taux d'intérêt du marché. Si, en revanche, la firme opte pour l'autofinancement, la condition d'arbitrage conduira à exiger que l'actionnaire soit indifférent à l'équilibre entre une capitalisation des profits par la firme ou par lui-même. Enfin, lorsque la firme se finance par émission de nouvelles actions, l'acheteur potentiel de ces titres va exiger que le rendement en termes de dividendes nets d'impôt soit équivalent à son coût d'opportunité d'un placement alternatif (les obligations d'Etat par exemple).

Partant de cette hypothèse, il est possible de calculer le "*le coin fiscal*" ou "*tax wedge*" comme la différence entre le taux de rendement avant impôt d'un investissement marginal (ou coût du capital) noté : p et le taux de rendement réel après impôt, perçu par le bailleur de fonds (l'épargnant) noté : s . Par ailleurs, tout projet d'investissement doit laisser entrevoir au bailleur de fonds la possibilité d'obtenir un taux de rendement avant l'impôt des personnes physiques (r) au moins aussi élevé que celui dont il aurait pu bénéficier en choisissant une autre forme de placement (par exemple, l'achat d'obligations d'Etat). A cet égard, l'épargnant a toujours la possibilité de percevoir la rémunération que représente ce placement alternatif, de telle sorte qu'en l'absence de toute imposition, le rendement d'un investissement ne devra pas être inférieur au taux d'intérêt du marché.

Ce nouveau taux de rendement intermédiaire permet de mieux préciser les distorsions engendrées par les systèmes fiscaux¹. Une première distorsion est mesurée par la différence entre p et r et correspond au *coin fiscal* dû à l'impôt sur les sociétés. Elle mesure donc l'effet de cet impôt sur la décision d'investissement. Une deuxième

¹ Il importe de signaler que l'égalité de ces trois taux ($r = p = s$) n'est possible que dans un monde sans impôt et sans imperfections au niveau du marché de capitaux.

distorsion est donnée par la différence entre r et s . Elle indique comment la taxation au niveau personnel fausse l'incitation à épargner.

Pour le calcul de s (le taux de rendement réel perçu par le bailleur de fonds), il y a lieu de poser les deux hypothèses suivantes :

- le bailleur de fonds est une personne physique soumise à l'impôt des résidents dans le pays de la firme.
- le marché de capitaux est parfait. Aussi le rendement réel, avant impôt pour l'apporteur de fonds, est supposé indépendant et égal quel que soit le mode de financement. Il doit être égal au taux d'intérêt brut avant précompte mobilier que l'épargnant aurait perçu en prêtant ses fonds au prix du marché.

Sous ces deux hypothèses, nous pouvons évaluer la valeur de s à partir de l'équation suivante¹:

$$s = (1 - m_i)(r + \pi) - \pi \quad (8.1)$$

où, à titre de rappel, r désigne le taux d'intérêt réel sur les obligations sans risque (obligations d'Etat), π représente le taux d'inflation et m_i représente le taux de précompte mobilier libératoire sur intérêt.

La figure 1 illustre la notion du *coin fiscal* dans une économie fermée. L'axe des ordonnées représente les taux de rendement et l'axe des abscisses les quantités d'investissement (I) et d'épargne (S).

La fonction d'investissement dépend du taux de rendement avant impôt (p), alors que la fonction d'épargne est liée au taux de rendement réel après impôt (s). Dans un monde sans impôts, les droites représentatives de ces deux fonctions se coupent au point e qui correspond à un taux de rendement d'équilibre (r), pour un niveau d'investissement I^* et un niveau d'épargne S^* .

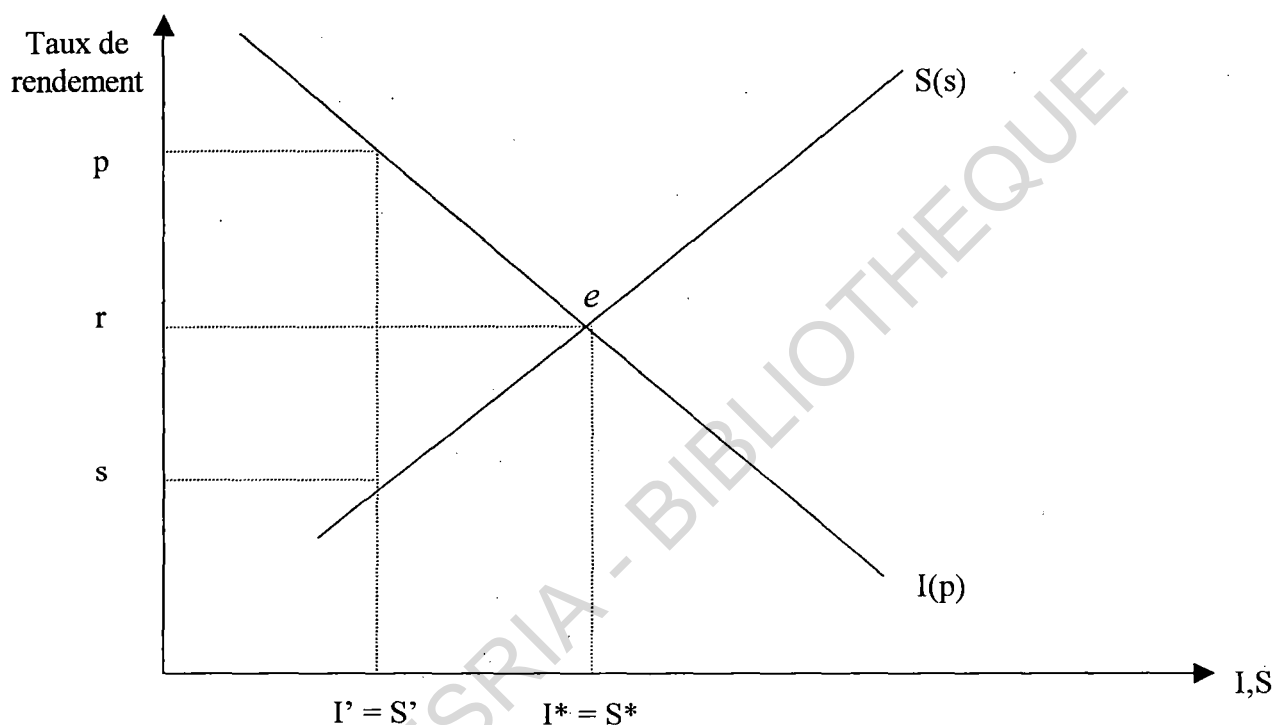
La fiscalisation du revenu du capital introduit des distorsions² dans le comportement économique des firmes et des bailleurs de fonds (les épargnants). Les firmes cherchent à maximiser leurs profits après impôts et les bailleurs de fonds leur utilité inter-

¹ Si le précompte mobilier n'est pas libératoire et que les revenus mobiliers sont globalisés, il y a lieu de le remplacer par le taux marginal d'impôt des personnes physiques.

² On parle de « distorsion fiscale » lorsque les prix relatifs des biens ou des actifs sont modifiés et que les agents ajustent leur comportement à cette modification.

temporelle. Le rendement des épargnants s'établit au niveau s et la droite de l'épargne globale se déplace donc à gauche vers le haut. Quant au rendement avant impôt des firmes, il s'établit au niveau p et la droite d'investissement se déplace vers l'origine. L'équilibre est atteint au niveau $S' = I'$

Figure 1
Coin fiscal dans une économie fermée



Source : Bovenberg, Anderson, Aramaki et Chand (1992), p 290

L'écart entre p et s représente donc le *coin fiscal* total. Il peut être interprété comme la charge fiscale qui pèse sur un investissement marginal en raison de l'imposition qui frappe à la fois les personnes morales (les firmes) et les personnes physiques (les épargnants). Connaissant l'un des trois taux, il est possible de déduire les deux autres en appliquant les taux d'imposition appropriés. King et Fullerton (1984) s'intéressent particulièrement au cas de "*p-donné*" (*fixed-p*), ce qui signifie que tous les projets d'investissement rapportent le même taux de rendement avant impôt (les auteurs retiennent 10%). Il ne s'agit pas là réellement d'une hypothèse d'arbitrage, mais la fixation de p a permis aux auteurs d'étudier les effets des différents traitements fiscaux d'un projet hypothétique. Par ailleurs, le coût du capital est identique quel que soit le

mode de financement (dettes ou fonds propres). Les calculs portent donc uniquement sur les variables r et s . Les distorsions fiscales qui en découlent sont supportées par les bailleurs de fonds.

King et Fullerton (1984) considèrent également le cas de “ r -donné” (*fixed-r*). En supposant que le taux d’intérêt est connu ou fixé à un niveau typique de 5%, ils calculent p et s en appliquant la théorie économique de l’investissement et en tenant compte des dispositions fiscales pertinentes du code fiscal. Selon cette hypothèse, le coût de financement du projet d’investissement varie en fonction des sources utilisées. Quant aux bailleurs de fonds, ils reçoivent le même rendement quel que soit le type de placement.

Si l’on suppose que pour investir, la firme emprunte dans une proportion λ au taux d’intérêt nominal i et émet des actions dont le rendement exigé est symbolisé par ρ , l’équation (8.1) peut se réécrire :

$$s = \lambda i(1 - m_i) - (1 - \lambda)(a\rho + (1 - a)\rho) - \pi \quad (8.2)$$

où, à titre de rappel, les paramètres a et $(1 - a)$ désignent la proportion des fonds propres financée respectivement par rétention des bénéfices et par émission de nouvelles actions. Dans ces conditions, le rendement net perçu par les bailleurs de fonds devient une moyenne pondérée des coûts générés par les différentes sources de financement utilisées.

3.2. Le cas d’une économie ouverte

Le raisonnement mené ci-dessus concerne le cas d’une économie fermée. Si l’on considère désormais une économie ouverte, la firme dispose de la possibilité d’emprunter librement sur le marché mondial. Dans ce cas, le taux de rendement avant impôt (p) doit être calculé sur la base d’un investissement marginal étranger en tenant compte des spécificités fiscales de chaque pays (pays de résidence du bailleur de fonds et pays-hôte), mais également des dispositions relatives à la double imposition internationale. Le taux de rendement perçu par le bailleur de fonds (personne physique étrangère) s’écrit :

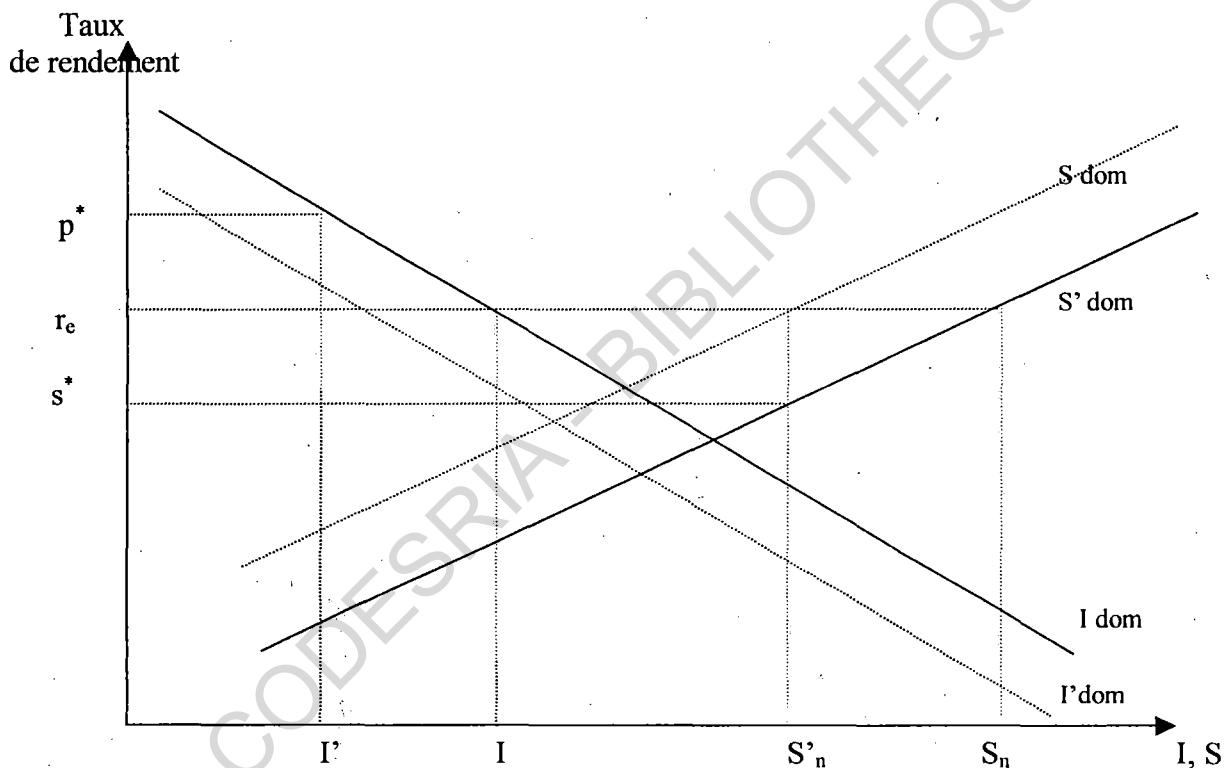
$$s = (r + \pi)(1 - m_i^*) - (1 - m_g^*)(\pi - \pi^*) = (r^* + \pi^*)(1 - m_g^*) \quad (8.3)$$

les paramètres avec étoile, correspondent à ceux du pays étranger.

A l'instar de l'économie fermée, la firme a toujours la possibilité d'élargir son champ de financement en faisant appel à d'autres sources, en particulier l'emprunt bancaire. Sous l'hypothèse d'un marché de capitaux parfait et de l'absence de la double imposition internationale, la valeur du taux de rendement perçu par les bailleurs de fonds (s) peut être approchée par l'équation (8.2).

La figure 2 illustre le *coin fiscal* dans une économie ouverte.

Figure 2
Coin fiscal dans une économie ouverte



Source : Bovenberg, Anderson, Aramaki et Chand (1992), p 292

En l'absence d'impôts et pour un taux d'intérêt déterminé sur le marché mondial (r_e), les épargnants nationaux sont disposés à offrir S_n et les investissements atteindront le niveau I . La différence, soit $(S_n - I)$ peut être positive si le pays est un exportateur de capitaux ou négative s'il en est importateur. L'introduction de l'impôt modifie aussi bien le comportement des firmes que celui des épargnants. L'impôt sur les bénéfices

des sociétés entraîne naturellement une diminution des investissements (déplacement de la droite vers l'origine), alors que l'impôt sur le revenu des personnes physiques pénalise l'épargne intérieure (déplacement de la droite vers la gauche). L'offre d'épargne, passe à S'_n et la demande d'investissement à I' . L'écart constaté soit $(S'_n - I')$ correspond aux flux de capitaux à destination ou en provenance de l'étranger (sortie de capitaux si l'écart est positif et entrée de capitaux dans le cas inverse). Dans ce cas, le *coin fiscal* total peut être scindé en deux : le *coin fiscal* dû à l'impôt sur les bénéfices des sociétés $(p^* - r_e)$ et celui dû à l'impôt sur le revenu des personnes physiques $(r_e - s^*)$.

Comme le montrent les considérations économiques ci-dessus, outre le coût du capital, deux autres variables déterminent la distorsion que peut subir l'incitation à investir en raison de l'imposition : le taux d'intérêt d'un placement alternatif et le rendement réel net d'impôt tel qu'il est perçu par l'investisseur effectif.

Ajoutons au passage que lorsque le dispositif d'aides fiscales à la firme est généreux, il arrive que les avantages publics soient supérieurs à l'impôt cumulé pesant sur le bailleur de fonds. Dans ces conditions, le *coin fiscal* peut devenir négatif. C'est le cas des projets d'investissement financés en grande partie par endettement, mode de financement, rappelons-le, favorisé sur le plan fiscal.

Que ce soit dans le premier ou le second cas, on a supposé que l'arbitrage est parfait sur le marché de capitaux. En l'absence d'une telle hypothèse, l'investisseur réclamera une rémunération avant même d'entreprendre son projet d'investissement¹. Pour cela, il convient de distinguer deux taux de rendement réel après impôt : celui exigé par le propriétaire-dirigeant de la firme (actionnaire principal) noté : s_1 et celui exigé par le bailleur de fonds (l'épargnant) noté : s_2 .

¹ En réalité les marchés sont imparfaits. D'une part, les revenus futurs de l'investissement ne sont pas connus avec certitude si la demande future et les débouchés sont eux-mêmes incertains. L'entrepreneur peut être alors amené à réclamer une prime de risque avant d'engager ses fonds dans un projet d'investissement. L'information nouvelle disponible dans le futur peut engendrer un comportement d'attente. D'autre part, l'entrepreneur n'est pas assuré contre la fluctuation de la valeur de ses actifs. A cela, il convient d'ajouter le changement de comportement sur le marché des crédits bancaires. Celui-ci est de plus en plus régulé par le rationnement plutôt que par les prix.

Le bailleur de fonds exigera un taux de rendement évalué à partir de l'équation (8.1). Quant au propriétaire-dirigeant, il n'acceptera d'investir que si le projet lui garantit un gain ($s_1 > 0$) équivalent à la valeur actuelle des flux futurs générés par ledit projet. A l'évidence, l'ampleur de ce gain dépend du mode de financement utilisé. Le financement par endettement est d'autant plus favorisé que la déductibilité des intérêts est étendue et que le taux de l'impôt sur les sociétés est élevé. Quant au financement par fonds propres, il permet d'échapper à la fois à l'imposition des dividendes et à l'imposition des gains en capital.

Enfin, il y a lieu de préciser que les coins fiscaux, introduits par l'imposition de l'épargne entre les différentes sources de financement de l'investissement, sont voués à la disparition. La libéralisation des mouvements de capitaux à l'échelle planétaire a tendance à conduire progressivement à l'harmonisation de la fiscalité de l'épargne par le bas, avec, à terme, une atténuation de celle-ci. En l'absence de mobilité parfaite du capital, seule subsisterait la distorsion due à l'impôt sur les sociétés. La logique voudrait alors que l'on supprime la déductibilité des intérêts d'emprunts afin de ne pas favoriser cette source de financement plus outrageusement qu'elle ne l'est déjà.

Conclusion du chapitre 1

L'objectif de ce chapitre était double : d'une part, présenter un survol de la littérature économique traitant les formalisations standards du coût de capital et, d'autre part, clarifier certains aspects qui, pour des raisons ou d'autres (difficulté d'intégration ou simple omission), n'ont pas fait l'objet d'une analyse approfondie.

L'analyse des modèles standards repose sur une même approche : l'approche néoclassique, et aboutissent pratiquement aux mêmes résultats. Le coût du capital y est défini comme le taux de rendement minimum nécessaire pour qu'un projet d'investissement marginal soit effectué. Il synthétise l'apport de la législation fiscale et des conditions de financement en matière de promotion de l'investissement. Une firme qui envisage d'effectuer un nouvel investissement doit calculer le coût total de l'actif en tenant compte non seulement de la mise de fonds initiale mais également de toute réduction éventuelle de cette mise, consécutive à des allègements fiscaux et financiers obtenus immédiatement ou ultérieurement.

Par ailleurs, nous avons relevé que les modèles standards n'ont pas poussé l'analyse de certains aspects du coût de capital au-delà des exigences théoriques. Il en est ainsi de l'imposition des dividendes, des congés fiscaux et de l'inflation. A propos des dividendes, nous avons montré qu'en l'absence d'intégration entre l'impôt sur les bénéfices des sociétés et l'impôt sur les personnes physiques, la distribution des dividendes aura tendance à baisser, ce qui est de nature à accroître le coût du capital. Quant à l'effet de l'inflation sur le coût du capital, il dépend du degré d'ouverture de l'économie. Mais, globalement, cet effet reste négatif puisque l'inflation gonfle artificiellement les bénéfices imposables, sous-évalue l'amortissement fiscal, valorise les stocks et crée une sorte d'illusion fiscale et monétaire, en particulier pour les bailleurs de fonds. Nous avons également montré que si les congés fiscaux ne sont pas accompagnés du report des amortissements et des intérêts, cet incitant fiscal peut, au lieu de réduire le coût du capital, entraîner son accroissement.

Enfin, nous avons passé en revue l'une des finalités de l'estimation du coût de capital, en l'occurrence le *coût fiscal*. L'objectif est de mesurer la non-neutralité du régime fiscal à l'égard des décisions d'investissement.

Chapitre 2

Les principales extensions des formalisations standards

Les modèles standards du coût de capital ont fait l'objet de nombreuses applications, en particulier dans les pays développés. Ces applications ont abouti à des conclusions diverses selon la période étudiée, les données utilisées et le contexte d'analyse. Ainsi, King et Fullerton (1984) avaient mené une analyse comparative du taux marginal d'imposition effective et du coût de capital dans quatre pays industrialisés : les Etats-Unis, la Grande Bretagne, l'Allemagne et la Suède. La même comparaison a été reprise par Bernheim et Shoven en 1988, en remplaçant cette fois-ci la Suède par le Japon dans l'analyse. En 1991, l'OCDE a étendu l'analyse à l'ensemble de ses 24 pays membres. Enfin, la commission européenne (rapport RUDING : 1992) a utilisé la même méthodologie de calcul pour appréhender le niveau du coût de capital dans les pays de l'Union. La conclusion dominante demeure que les disparités internationales du coût de capital doivent être imputées principalement aux conditions régnant sur les marchés nationaux du crédit. Toutefois, l'effet de la fiscalité ne saurait être négligé. Il a été montré par exemple par Bernheim et Shoven (1988) que des réformes fiscales simples aux Etats-Unis pourraient réduire le différentiel du coût de capital par rapport au Japon dans une proportion supérieure à 60%.

Bien qu'ils soient les plus couramment utilisés et les plus familiers, les modèles standards du coût de capital présentent l'inconvénient d'être développés dans un environnement autarcique. De plus, ils accordent beaucoup d'importance aux variables fiscales au détriment des variables non fiscales telles le taux d'intérêt réel, le prix relatif du capital, la productivité, le risque ou l'irréversibilité. C'est pour remédier à ces faiblesses que des travaux de révision de cette première génération de modèles ont été initiés. Cette révision s'est opérée dans plusieurs directions. Sans prétendre à l'exhaustivité, nous nous contenterons de présenter et de discuter les quatre extensions les plus pertinentes. Elles concernent l'internationalisation du coût de capital, l'introduction de la notion de risque, le passage du coût de capital aux coûts des facteurs de production et enfin la spatialisation du coût de capital.

1. L'internationalisation du coût de capital

De nos jours, le capital est devenu mobile et sa formation ne dépend pas uniquement des ressources domestiques mais fait appel, de plus en plus, à des modes de financement étranger. On assiste alors à l'apparition de nouvelles stratégies de montage financier rendant parfois complexes les traitements fiscaux. Dans ce contexte, il paraît judicieux de s'interroger sur la nature de ces stratégies ainsi que leurs effets sur le calcul du coût de capital. Il s'agit plus précisément de calculer le rendement brut d'un investissement marginal financé par une unité de capital étranger. Deux types de montage peuvent être envisagés : le montage simple et le montage complexe.

1.1. Coût du capital associé à un montage simple

Pour modéliser le coût du capital d'un investissement transnational et par souci de simplicité, Alworth (1988) considère la forme la plus élémentaire de groupe multinational. Il s'agit d'une "société binationale", composée d'une maison mère située dans le pays d'origine de son ultime actionnaire (pays de résidence) et d'une filiale détenue à 100%, localisée dans un pays étranger (pays-hôte).

Le modèle d'Alworth constitue une généralisation de celui proposé par King et Fullerton quatre ans auparavant. Les mêmes outils d'analyse sont appliqués, mais cette fois-ci à un investissement transnational. Deux aspects particuliers caractérisent néanmoins le modèle d'Alworth : les dispositions fiscales et les politiques de financement du projet d'investissement.

S'agissant du premier aspect, les deux sociétés du groupe (maison-mère et filiale) sont soumises à l'impôt sur les sociétés conformément aux dispositions fiscales en vigueur dans chacun des deux pays (pays de résidence et pays hôte). Quant à l'actionnaire, supposé être l'unique apporteur de fonds, il est assujéti à l'impôt sur les personnes physiques dans le pays de résidence. Il en résulte un double mécanisme de double imposition : au niveau domestique et au niveau international. La première forme de double imposition a déjà fait l'objet de modélisation dans le chapitre précédent. Le traitement de la deuxième forme, appelée également double imposition juridique reste entier. Ladite forme signifie qu'un même revenu est imposé dans deux pays distincts :

le pays-hôte au titre de profit réalisé par la filiale et le pays de résidence au titre de revenu de la maison mère en provenance de l'étranger (profit rapatrié). Dans la pratique, en vue d'atténuer les effets de cette double imposition, les deux pays en question peuvent conclure une convention introduisant un mécanisme d'allégement fiscal au profit de la maison-mère.

Les conventions fiscales s'inspirent de deux modèles, celui de *l'Organisation de la Coopération et du Développement Economique* (OCDE) et celui de l'ONU. La différence entre les deux modèles reflète le degré du respect de l'égalité des souverainetés. Le modèle de l'ONU traduit le souci d'équité. Qu'il s'agisse d'un pays développé ou en développement, les clauses de la convention ont pour objectif d'équilibrer les intérêts des deux pays signataires. Quant au modèle de l'OCDE, il consacre le partage du droit d'imposition (la convention intervient pour partager deux souverainetés fiscales).

Trois mécanismes sont prévus pour partager la souveraineté fiscale et protéger ainsi les firmes de la double imposition internationale. Il s'agit de l'exemption, l'imputation et la déduction. Selon la méthode de l'exemption, le revenu d'origine étrangère est purement et simplement exonéré d'impôt au niveau national. En pratique, ce résultat est normalement atteint en calculant l'impôt national sur le bénéfice global (la somme des bénéfices réalisés à l'intérieur et à l'extérieur du pays de résidence) et en réduisant par la suite l'impôt dû dans le cadre national d'une fraction égale à la part du revenu étranger dans le bénéfice global. Selon cette méthode "d'exemption assortie d'une progressivité", le revenu d'origine étrangère peut influencer sur le taux marginal d'imposition du revenu d'origine nationale lorsque les impôts sont calculés selon un barème progressif.

Le principe de base de la méthode d'imputation est simple : le pays de résidence calcule l'impôt national sur le bénéfice global et soustrait de ce montant celui de l'impôt versé à l'étranger pour obtenir le montant net de l'impôt dû dans le cadre national. L'impôt versé au pays étranger (pays de la source du revenu de l'investissement) est considéré ainsi comme une avance sur l'impôt dû dans le pays de résidence. Selon le système pur d'imputation, le montant total de l'impôt dû par la

firme sur son bénéfice global correspond toujours à l'impôt qu'elle doit verser dans le cadre national sur ce même bénéfice. Toutefois, dans la pratique, certains pays de résidence ont tendance à limiter le niveau de leur crédit d'impôt au montant de l'impôt perçu dans le cadre national sur les revenus étrangers. L'objectif est d'empêcher les pays étrangers à taux d'imposition élevés de réduire les recettes nettes des impôts sur les revenus nationaux. Il y a lieu également de mentionner que les pays qui pratiquent l'imposition du bénéfice global, en appliquant un crédit d'impôt étranger, retarde l'impôt national sur les bénéfices des filiales étrangères jusqu'au moment où ces bénéfices sont rapatriés sous forme de dividendes versés à la société-mère nationale. Cette pratique de "différé d'impôt" signifie que les bénéfices de filiales étrangères qui sont mis en réserve à l'étranger ne sont imposés que par le pays de la source.

Une troisième méthode d'allègement de la double imposition au niveau international consiste en l'application de la déduction. Dans le cadre d'un tel système, l'impôt versé dans le pays de la source est soustrait de l'assiette imposable dans le pays de résidence. Il est évident que ce dernier système atténue la double imposition internationale, mais ne la supprime pas, puisque le revenu d'origine étrangère est d'abord soumis à l'impôt à l'étranger tandis que le revenu résiduel est ensuite imposé dans le pays de résidence.

Signalons au passage que, dans la cas d'imputation ou de déduction, le mécanisme d'allègement de la double imposition survient moyennant ou non un système de report¹.

En réalité, il est rare qu'un pays utilise constamment une seule méthode d'allègement de la double imposition internationale pour toutes les sources de revenus. Concernant les revenus d'investissements internationaux de portefeuille, l'allègement au titre de l'impôt sur les sociétés sous-jacent est accordé implicitement par le biais de la méthode de déduction. En revanche, l'allègement au titre des impôts perçus dans le pays de la source sur les dividendes est en général accordé par la méthode de crédit d'impôt. Dans le cas des investissements directs étrangers, l'allègement au titre des impôts retenus à la source et de l'impôt étranger sous-jacent sur les sociétés est

¹ La notion de report implique que les revenus étrangers ne sont soumis à la taxation dans le pays de résidence que lorsqu'ils sont réellement distribués.

généralement assuré par la même méthode. Celle-ci peut être soit celle de l'imputation soit celle de l'exemption selon les dispositions prévues dans les conventions fiscales bilatérales et dans la législation fiscale nationale.

Quant aux politiques de financement, vu le caractère international du projet d'investissement, un éventail de choix est offert à la filiale. Au total, Alworth (1988) retient huit politiques de financement, scindées en deux catégories : les politiques financières autonomes de la filiale et les politiques financières dépendantes de la maison-mère.

L'analyse des coûts associés à ces huit sources de financement prend comme point de départ la condition d'équilibre sur le marché du capital. Pour la société binationale, cette condition précise que "dans un environnement certain, le rendement d'un investissement dans une firme située à l'étranger est égal à celui de n'importe quel actif domestique". Puisque la société mère agissant en *holding*, fournit des fonds à la filiale et perçoit en contrepartie des revenus, la condition d'équilibre s'écrit :

$$\rho V_f = D_m + (1 - m_g) \dot{V}_f \quad (9.1)$$

où :

- ρ désigne le taux de rendement requis par l'actionnaire ultime,
- V_f représente la valeur du projet d'investissement,
- D_m est le dividende net perçu par l'actionnaire ultime,
- m_g est le taux d'imposition effectif frappant les gains en capital,
- $\dot{V}_f = \partial V_f / \partial t$ s'interprète comme la variation instantanée de la valeur du projet, c'est-à-dire le gain en capital.

Pour obtenir le coût financier du projet, Alworth (1988) précise d'abord l'expression du dividende (D_m) et l'introduit ensuite dans l'équation du rendement total (9.1). Les résultats sont résumés dans le tableau n° 1.

Tableau 1

Expressions mathématiques du coût de financement pour les huit politiques de financement envisagées.

Politiques de financement possibles	Valeurs du coût financier du capital (N)
<u>Politiques financières autonomes de la filiale</u>	
1. Emprunt par la filiale dans le pays-hôte	$i(1 - i(1 - \gamma^* \tau^*))$
2. Utilisation des bénéfices mis en réserve par la filiale	$i \frac{(1 - m_i)}{(1 - m_g)}$
<u>Politiques financières dépendantes de la maison-mère</u>	
3. La maison-mère emprunte afin de prêter à la filiale	$\frac{[i\theta_h(1 - \gamma\tau_h) + i'M]}{\theta^*}$
4. La maison-mère emprunte afin de souscrire à une émission d'actions de la filiale	$\frac{[i\theta_h(1 - \gamma\tau_h)]}{\theta^*}$
5. La maison-mère émet de nouvelles actions afin de prêter à la filiale	$\frac{(1 - m_i)i + i'M(1 - m_d)}{\theta^*(1 - m_d)}$
6. La maison-mère émet de nouvelles actions afin d'acheter de nouvelles actions émises par la filiale	$\frac{i(1 - m_i)}{\theta^*(1 - m_d)}$
7. La maison-mère prélève dans ses bénéfices afin de prêter à la filiale	$\frac{[(i + i'M)(1 - m_i)]}{(\theta^* - \theta_h) + (1 - m_g)}$
8. La maison-mère prélève dans ses bénéfices afin d'acheter de nouvelles actions émises par la filiale	$\frac{[i(1 - m_i)]}{(\theta^* - \theta_h) + (1 - m_g)}$
<u>Signification des termes employés :</u>	
i = le taux d'intérêt du marché	
i' = le taux d'intérêt auquel la maison-mère prête à la filiale	
τ^* = le taux effectif d'imposition des revenus d'origine étrangère qui tient compte des dispositions relatives à la double imposition.	
γ^* = la part de la charge d'intérêt fiscalement déductible de la base imposable	
m_i = le taux de précompte mobilier libératoire sur intérêt	
m_d = le taux d'imposition des dividendes	
m_g = le taux d'imposition des gains en capital	
θ^* = le montant de dividende brut effectivement perçu par l'actionnaire lorsque la filiale décide de distribuer une unité de profit	
θ_h = le montant de dividende brut effectivement perçu par l'actionnaire lorsque la maison mère décide de distribuer une unité de profit	
M = l'avantage fiscal pour le groupe de transférer les profits de la filiale à la maison-mère sous forme de dividendes plutôt que sous forme d'intérêts.	

Source : Alworth (1988), p.142

Tenant compte des développements ci-dessus, la formule du coût de capital associé à un investissement transnational s'écrit :

$$p = \frac{1}{1-\tau^*} \left[(1-f_1 \hat{A} - f_2 \tau^* - f_3 g)(N + \delta - \pi) + (1-d_1 \tau^*) \hat{w}_p + d_2 \tau^* \xi \pi \right] - \delta \quad (9.2)$$

On s'aperçoit immédiatement qu'il s'agit là d'une formule révisée de King et Fullerton. Cette révision, qui permet de tenir compte du caractère transnational de l'investissement, concerne deux variables : le taux marginal d'imposition effective (τ^*)¹ venant remplacer le taux d'imposition sur les sociétés et le taux d'actualisation (N). Le taux d'imposition considéré dans le nouveau modèle tient compte en plus du système de taxation dans les deux pays concernés (pays de résidence et pays-hôte), des dispositions relatives à la double imposition. Quant au taux d'actualisation, sa valeur dépend des sources de financement du projet d'investissement transnational, devenues plus nombreuses comparativement au projet d'investissement domestique.

1.2. Coût du capital associé à un montage complexe

Considéré comme une extension du modèle de King et Fullerton, le modèle d'Alworth a subi lui-même un élargissement sous forme de prise en compte des stratégies d'investissement basées sur les "Treaty Shopping". Il s'agit d'interposer une société écran ou intermédiaire entre la maison-mère et sa filiale afin de réduire la charge fiscale du groupe. Ce type de stratégie s'applique essentiellement en l'absence de conventions entre le pays abritant la maison-mère et le pays d'implantation de sa

$$1 \tau^* = \tau_a + \frac{[(\alpha \tau_h - \mu \tau_a) \theta_h]}{\theta^*}$$

τ_a = le taux d'impôt sur les sociétés dans le pays qui abrite la filiale (pays-hôte)

θ_h = le montant de dividende brut effectivement perçu par la maison-mère lorsque la filiale décide de distribuer une unité de profit.

μ = la part de l'impôt payée à l'étranger qui peut être déduit de l'impôt domestique.

τ_h = le montant de dividende brut effectivement perçu par l'actionnaire lorsque la maison-mère décide de distribuer une unité de profit.

α = la part des profits distribuée par la filiale, intégrée dans la base imposable de la maison-mère.

θ^* = le montant de dividende brut effectivement perçu par l'actionnaire lorsque la filiale décide de distribuer une unité de profit

filiale (pays hôte), ou encore lorsque les dispositions relatives à ces conventions sont moins favorables que celles offertes par d'autres pays.

Le mécanisme de fonctionnement du "*Treaty Shopping*" peut être décrit comme suit : supposons qu'une maison-mère localisée dans le pays *A* désire créer une filiale dans le pays *C*. En l'absence de traité bilatéral prévoyant l'élimination de la double imposition, le groupe subira une énorme charge fiscale lors de la répartition du revenu. Pour éviter ce problème, la maison mère n'a qu'à établir une société-écran dans un autre pays (pays *B*), ayant conclu une convention de non-double imposition aussi bien avec le pays *A* qu'avec le pays *C*.

Evidemment, les formules utilisées pour calculer le coût du capital d'un investissement transnational ne seront pas affectées par l'introduction d'une société-écran. Seul le taux effectif d'imposition subira un changement dans la mesure où le revenu d'investissement sera taxé à un troisième niveau. Il faudra que ce taux intègre, outre les impôts levés par le pays de résidence et le pays-hôte, l'impôt levé par le pays-tiers tenant compte des différentes dispositions relatives à la double imposition au niveau de ce pays.

Outre le "*Treaty Shopping*", il existe d'autres stratégies d'intermédiation offrant un traitement de faveur aux revenus des activités intra-groupes. Ainsi, Hespel (1997), puis Hespel, Mignolet et Pierre (1998) mettent en évidence l'avantage fiscal issu de l'interposition d'un centre de coordination entre la maison mère et sa filiale¹. Jouissant d'un régime fiscal de faveur (réduction importante de la base imposable², exonération des précomptes mobiliers et immobiliers, exonération des droits d'enregistrement, application d'un régime d'imposition forfaitaire, etc.), ce centre offre une opportunité financière à tout le groupe (maison mère et filiale). Puisque les bénéfices seront imposés via le centre de coordination, la maison mère a tout intérêt à procurer des fonds à sa filiale, non pas directement, mais en recourant aux services de cet

¹ Un centre de coordination est une entité juridique créée au sein d'un groupe multinational et soumise à un régime fiscal particulier. Il est chargé, entre autres, de réaliser des tâches spécifiques telles l'approvisionnement, l'appui juridique, la centralisation des travaux comptables et administratifs ainsi que la gestion des capitaux du groupe.

² A titre d'exemple, la base imposable des centres de coordination au Maroc représente 10% du montant de leurs dépenses de fonctionnement. En Belgique, ce taux n'est que de 8%.

intermédiaire. Il en résulte une économie d'impôt et de surcroît une baisse du coût de capital.

Dans le même ordre d'idées, la maison-mère (une multinationale) a la possibilité de se soustraire à une partie de ses obligations fiscales par des pratiques d'optimisation fiscale, ce qui peut réduire davantage le coût du capital. La plus courante consiste à manipuler les prix de transfert à l'occasion des transactions effectuées entre la maison mère et sa filiale. Il est, en effet, fiscalement avantageux pour le groupe que sa filiale, située dans un pays où le taux d'impôt sur les sociétés est élevé, survalue les prix d'acquisition des biens et services provenant de la maison-mère et, à l'inverse, sous-évalue les prix de cession internes¹.

Dans une étude qui repose sur l'observation directe des prix de cession internes pratiqués par les firmes pharmaceutiques ayant des filiales en Colombie, Lall (1973) a montré que, compte tenu du régime fiscal préférentiel de la Colombie, les flux internes de biens et services reçus par les filiales colombiennes étaient largement surfacturés. Ce résultat semble corroboré par les travaux de Grubert et Slemrod (1994). Ces deux auteurs ont analysé les raisons pour lesquelles les multinationales américaines détiennent des filiales à Porto Rico. Ils concluent que le traitement fiscal favorable dans ce pays incite ces firmes à y détenir des filiales afin de minimiser leurs charges fiscales globales, notamment en effectuant des mouvements purement comptables de profit en faveur de ces filiales.

La manipulation des prix de transfert ne se limite pas à la seule modification des prix de cessions internes. Dans certains cas, une maison mère peut avoir intérêt à jouer sur les *royalties* et les redevances (pour l'utilisation d'une licence ou d'un brevet) que lui verse une filiale située à l'étranger. Le paiement de redevances et de *royalties* constitue alors un substitut au versement de dividendes et permet à la maison-mère de rapatrier une partie des bénéfices de sa filiale à un moindre coût fiscal. C'est particulièrement le cas lorsque les bénéfices distribués font l'objet d'une double

¹ Un prix de transfert se définit comme le prix auquel des biens corporels et incorporels, des services ou des capitaux sont échangés entre des unités apparentées (maison mère et filiale ou encore maison-mère et succursale).

imposition soit parce que le pays étranger utilise une retenue à la source soit parce qu'il utilise le système d'exemption plutôt que le système du crédit d'impôt. Hines (1995) a trouvé une corrélation négative entre le versement de royalties effectué par des filiales étrangères à leur maison-mère située aux Etats-Unis et la différence entre le fardeau fiscal supporté par le versement de *royalties* et le versement de dividendes. L'auteur montre que si le coût fiscal des dividendes est de 1% supérieur à celui des *royalties*, alors le versement de ces *royalties* augmente de 0,4% (soit une élasticité de 0,40). Ce résultat a été confirmé par Grubert (1998) qui conclut à un impact significatif des taux de retenue à la source et des taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés sur la propension des filiales étrangères à verser des *royalties* à leur maison- mère située aux Etats-Unis.

Au total, lors du calcul du coût de capital associé à un investissement transnational, il convient de tenir compte de deux éléments supplémentaires : le traitement fiscal des investissements en provenance de l'étranger et les stratégies de financement. Deux types de montages peuvent être alors envisagés : un montage simple modélisé par Alworth et un montage complexe dont les développements théoriques restent encore peu convaincants. Cette complexité s'explique par le fait que les multinationales font de plus en plus appel à des pratiques parfois douteuses afin d'alléger les charges fiscales globales pesant sur leur investissement à l'étranger. L'interposition d'une société-écran (*Treaty Shopping*) ou d'un centre de coordination entre la maison-mère et sa filiale ainsi que l'optimisation fiscale basée sur les prix de transfert sont les plus souvent utilisées.

2. L'impact du risque sur le coût du capital

Les formulations de base relatives au calcul du coût de capital ont été développées dans un environnement sans risque. Cette attitude est commode mais manque de réalisme. Dans la plupart des cas, les projets d'investissement sont exposés à trois types de risques : le risque de l'actionnaire dans une économie fermée, le risque de l'actionnaire dans une économie ouverte (le risque-pays) et enfin les risques liés à l'actif. Il s'avère dès lors raisonnable de s'interroger sur la possibilité d'introduction de chaque type de risque dans l'expression du coût de capital.

2.1. Le risque supporté par l'actionnaire dans une économie fermée

Les modèles de base reposent sur une hypothèse forte portant sur le comportement du bailleur de fonds (l'actionnaire). Ce dernier est supposé exiger un taux de rendement sur le capital (que nous avons noté ρ) à risque équivalent à celui obtenu sur le marché obligataire, c'est-à-dire sur un marché où le risque d'investissement est sensiblement plus faible voire nul. Lors du calcul du taux d'actualisation (le coût financier), qui est une variable explicative du coût de capital, les auteurs des modèles de base n'ont pas pris en compte la prime de risque exigée par le bailleur de fonds.

Afin de proposer une mesure plus réaliste de l'évaluation du taux de rendement exigé par le bailleur de fonds (ρ), il est possible de se référer à la théorie du portefeuille. Cette théorie nous enseigne, entre autres, que la rémunération de l'action d'une firme ne devrait pas être durablement inférieure à la rémunération moyenne offerte par des titres à caractéristiques semblables. Sinon, la valeur de l'action considérée baisserait. Les caractéristiques à prendre en compte pour définir un titre semblable peuvent être nombreuses et présenter éventuellement un caractère subjectif. Parmi celles-ci, le risque supporté par l'actionnaire paraît comme un élément fondamental.

La plupart des raisonnements théoriques supposent que les acheteurs d'actions ont une aversion au risque. Entre deux titres présentant le même rendement espéré, ils préféreront celui dont le rendement présente la plus faible dispersion par rapport à cette espérance mathématique. En d'autres termes, le taux de rendement demandé par l'actionnaire sera d'autant plus élevé que le risque associé à la forme considérée sera élevée. La valeur nominale de ce rendement correspond à la rémunération obtenue sur les placements sans risque (les obligations garanties par l'Etat par exemple)¹. D'où la relation :

$$\text{Rendement exigé} = [\text{Rendement de placement sans risque}] + [\text{Prime de risque}]$$

La théorie du portefeuille nous apprend également que seul le risque systématique (risque lié aux mouvements du marché) est rémunéré par une prime. Quant au risque

¹ Selon une méthode élaborée par MYERS (1993), le taux annuel correspondant à l'absence de risque est estimé en soustrayant une prime temporelle de 1,2% du rendement sur les obligations gouvernementales à long terme.

non-systématique ou spécifique (risque déterminé par des facteurs internes propres à la firme), il peut être éliminé grâce à une bonne diversification du portefeuille.

Le modèle de portefeuille le plus souvent utilisé pour estimer cette prime de risque est le modèle d'Equilibre des Actifs Financiers (*Capital Asset Pricing Model*) dû initialement à W.F. Sharp (1964) et J.V. Lintner (1965). Selon ce modèle, l'expression du taux de rendement minimal exigé par l'actionnaire s'écrit :

$$\rho = R_f + \beta_i [R_m - R_f] \quad (10.1)$$

où :

- ρ désigne le taux de rendement minimal exigé par l'actionnaire.
- R_f représente le taux de rendement des placements sans risque,
- R_m est le taux de rendement moyen du marché (mesuré par l'indice boursier),
- β_i est le coefficient de volatilité ou coefficient *bêta*. Il indique la relation qui existe entre les fluctuations des cours du titre de la firme et les fluctuations de l'indice général du marché.

Statistiquement, le coefficient *Bêta* est égal au rapport de la covariance entre le taux de rendement de l'action de la firme et le taux de rendement moyen du marché à la variance de ce dernier ($\beta_i = Cov(R_i, R_f) / Var(R_f)$), où R_i désigne le rendement du titre de la firme i . Il peut être également exprimé sous forme de rapport entre la volatilité du titre (σ_i) et celle du marché (σ_m), pondéré par le coefficient de corrélation entre le rendement du titre et celui du marché (r_{im}) ou encore $\beta_i = r_{im}(\sigma_i/\sigma_m)$.

La relation (10.1) précise que le taux de rendement exigé par l'actionnaire est égal au rendement d'un placement sans risque (R_f) augmenté d'une prime de risque composée de deux éléments ($R_m - R_f$) et β_i . Le premier élément ($R_m - R_f$) exprime l'excédent du taux de rendement du marché par rapport à la rémunération des placements sans risque. Il représente la rémunération supplémentaire exigée par le bailleur de fonds pour investir dans les actions de la firme plutôt que dans l'actif sans risque. Le deuxième élément (β_i) exprime la sensibilité de l'action de la firme par rapport au risque systématique. Il permet une classification des titres selon qu'ils aient une forte

volatilité ($\beta_i > 0$), une faible volatilité ($\beta_i < 0$) ou qu'ils aient exactement la volatilité du marché ($\beta_i = 0$). Ce dernier cas correspond à une action dont le rendement évolue dans des proportions égales aux variations du rendement moyen de l'ensemble des titres du marché.

Jusqu'à présent nous avons supposé que les actionnaires sont les seuls bailleurs de fonds de la firme (financement à 100% par capitaux propres). Le taux de rendement attendu de l'actif est aussi celui des actionnaires et le risque systématique de l'actif est aussi celui des capitaux propres. Si l'on admet qu'une partie de l'investissement est financée par endettement et que la valeur de la firme est entièrement déterminée par la valeur de l'actif, le taux de rendement des capitaux propres subira un effet positif. Cet effet s'explique par le risque supplémentaire supporté par l'actionnaire¹. Ce surplus de volatilité, appelé risque financier de la firme, vient s'ajouter au risque systématique d'exploitation dû aux variations de la situation économique générale. En conséquence, le risque systématique des capitaux propres de la firme endettée se compose du risque systématique d'exploitation de l'actif et du risque financier.

Nous sommes ainsi conduits à établir la relation qui existe entre ces deux types de risque et le taux de rendement minimal exigé par l'actionnaire d'une firme endettée. Pour cela, définissons β_a comme étant le *bêta* de l'actif, objet de l'investissement. C'est un paramètre qui mesure le risque systématique d'exploitation de l'actif considéré. Sa valeur est fonction du *bêta* des capitaux propres et de la structure financière de la firme :

$$\beta_a = \beta_i \left[\frac{E}{E + D} \right] \quad (10.2)$$

où D et E désignent les valeurs marchandes respectivement de la dette de la firme et de ses capitaux propres (valeurs observées sur le marché des actions pour E et sur le marché obligataire pour D). Quant au rapport $E/(E + D)$, il s'interprète comme le poids relatif des capitaux propres dans le financement total de la firme.

¹ Des niveaux plus élevés d'endettement s'accompagnent souvent d'un risque plus élevé de faillite. C'est à cause de ce risque supplémentaire que les bailleurs de fonds exigeront un taux de rendement plus élevé.

L'expression (10.2) implique que les bailleurs de fonds (les actionnaires) assument la totalité du risque systématique relatif à l'activité de la firme.

En substituant, dans l'équation (10.1) β_i par β_a , le taux de rendement minimal exigé par l'actionnaire d'une firme endettée s'écrit :

$$\rho = R_f + \beta_a [R_m - R_f] + \beta_a [R_m - R_f] \frac{D}{E} \quad (10.3)$$

Selon l'équation (10.3), le taux de rendement minimal exigé par l'actionnaire d'une firme endettée comprend une double prime de risque : l'une pour le risque d'exploitation ou risque de l'actif : $\beta_a [R_m - R_f]$, et l'autre pour le risque financier ou le risque lié à l'endettement : $\beta_a [R_m - R_f] D/E$. Cette dernière expression mesure l'effet de levier financier. Elle exprime le supplément de rendement des fonds propres exigé en raison du poids de la dette sur la structure financière de la firme.

Tenant compte de l'incidence fiscale sur le résultat de la firme, l'expression (10.3) devient :

$$\rho = R_f + \beta_a [R_m - R_f] + \beta_a [R_m - R_f] (1 - \tau) \frac{D}{E} \quad (10.4)$$

où, à titre de rappel, τ désigne est le taux d'imposition sur les bénéfices de la firme.

En conclusion, la théorie de l'équilibre du marché financier apporte des éléments de réponse fondamentaux à la question relative au taux de rendement requis par le bailleur de fonds d'un projet d'investissement risqué. Elle permet d'introduire deux primes de risque dans le calcul du taux d'actualisation, l'une pour faire face au risque d'exploitation, l'autre pour atténuer le risque financier. La prime correspondante à ce dernier type de risque est toutefois allégée par une économie d'impôts en raison de la déductibilité fiscale des intérêts.

2.2. Le risque supporté par l'actionnaire dans une économie ouverte : le risque-pays

Si le projet d'investissement est mené dans un cadre international, les firmes encourent un risque supplémentaire : le risque-pays. Nous pouvons le définir comme le risque de

matérialisation d'un sinistre, résultant du contexte économique et politique d'un pays dans lequel une firme effectue une partie de ses activités.

Le terme "sinistre" revêt des connotations différentes selon les causes et souvent aussi selon les sociétés. L'expropriation et le sabotage, par exemple, ont pour effet l'immobilisation d'actifs ; la menace d'enlèvement ou les difficultés d'embauche sur le plan local ont des répercussions sur le personnel ; l'agitation sociale et les problèmes liés à l'exportation jouent sur les opérations ; la hausse des taxes et l'hyperinflation affecte l'activité commerciale ; et pour finir, les crises monétaires ou le contrôle des capitaux ont une influence sur les transferts.

De ce fait, le risque-pays peut englober deux composantes ; d'une part, une composante "risque politique" résultant soit d'actes ou de mesures prises par les autorités publiques locales ou du pays d'origine, soit d'événements internes (émeutes) ou externes (guerre) ; d'autre part, une composante "risque économique et financier", qui recouvre aussi bien le manque de transparence et de visibilité au niveau des politiques économiques que l'absence d'un cadre institutionnel adéquat (corruption de l'administration et inefficacité des systèmes légaux). Notons que ces deux sources de risque sont souvent interdépendantes. Comme l'a montré la dernière crise asiatique (1997), l'Indonésie a connu des bouleversements politiques (chute de Suharto) qui ont entraîné des soubresauts économiques (effondrement de la Roupie et arrêt des investissements étrangers), mais la crise politique avait elle-même, entre autres, des origines économiques (corruption généralisée et endettement excessif fragilisant le système bancaire local).

Une première catégorie de méthodes de prévision du risque pays recouvre l'ensemble des techniques dites "rating" (ou cotation) du risque. Cette approche consiste à octroyer une note au pays examiné de façon à pouvoir ensuite le classer dans une liste de pays selon son degré de risque. La note peut être globale ou, au contraire, s'appliquer à une composante particulière de risque. Pour illustrer ce point, on peut mentionner la méthodologie "*Credit Risk International*" qui attribue des notes élémentaires à 100 rubriques spécifiques allant de l'existence de partis politiques au nombre de dévaluations depuis 10 ans en passant par le PNB par habitant, l'inflation,

la dette publiques. Ensuite, elle agrège ces notes partielles pour aboutir au classement final sur l'échelle de risque. Cette méthode présente l'avantage de la simplicité et de faible coût. Son inconvénient principal reste l'absence de vision prospective. L'Iran par exemple bénéficiait d'un excellent classement en 1978, quelques mois seulement avant la chute du Shah. De même, le Koweït était considéré comme un pays sans risque à la veille de son invasion par les troupes irakiennes.

Le système de notation peut aussi viser un type particulier de risque tel le risque de défaut de paiement. Dans ce cas, la note ne concerne qu'une variable spécifique, à savoir la capacité de remboursement du pays étudié. On peut alors faire appel à des agences de *rating* de type *Moody's* ou *Standard & Poor's*, qui évaluent les "risques souverains" (pays faisant appel à des marchés internationaux pour se financer). Des publications telles l'*International Investor* ou *Ruromoney* procèdent également à des *ratings* de pays en fonction de leur risque financier. Dans le même ordre d'idées, on peut trouver une cotation du risque de corruption ou de risque d'instabilité politique. L'utilisation de toutes ces techniques pose d'autres problèmes méthodologiques. Il paraît en effet difficile de savoir comment s'effectue concrètement l'appréciation des risques : quels critères sont utilisés ? Qui est responsable de la notation ? quelles est la part de subjectivité dans l'attribution de la note ? De plus, les estimations réalisées peuvent être rapidement obsolètes, en particulier dans les pays émergents. C'est pourquoi les firmes n'hésitent pas à faire appel à des techniques plus sophistiquées.

La "segmentation dynamique", par exemple, consiste à identifier les segments ethniques ou socioprofessionnels les plus représentatifs d'un pays ; puis d'étudier la façon dont ceux-ci s'accordent ou se repoussent dans le but de mesurer le degré de stabilité politique future du pays. Certaines institutions, en particulier les banques ou les organismes d'assurances, font appel à des systèmes-experts où l'on essaie d'identifier le cheminement que peuvent suivre les événements politiques ou économiques susceptibles de provoquer des sinistres. Citons également les "méthodes probabilistes", au moyen desquelles on essaie d'imaginer les différents scénarios politiques possibles, à la suite, par exemple, d'une élection ainsi que les conséquences en matière de politique économique et donc leurs incidences sur un éventuel investissement local.

La pratique des firmes consiste à faire appel au “mix” des différentes techniques d'évaluation du risque-pays, en transposant les conclusions qui en découlent au projet d'investissement lui-même. Signalons à ce propos que certains investissements supportent un risque faible, dans un pays à risque fort, parce qu'ils sont considérés comme vitaux par le pays d'accueil. Il faut donc bien séparer le risque-pays global du risque-projet (spécifique à un investissement donné).

Une technique classique d'intégrer le risque-pays dans l'expression du coût de capital consiste à rajouter une “prime de risque” au taux de rendement minimal exigé par l'actionnaire (taux d'actualisation que nous avons noté N). Bien sûr, cela nécessite une mesure précise d'une telle prime. La tendance actuelle est de s'inspirer des échelles de rating (présentées précédemment) pour valoriser, par comparaison, la prime de risque applicable à un pays donné. Dans ces conditions, la formule de calcul du taux de rendement minimal exigé par l'actionnaire pourra s'écrire :

$$\rho = [R_f + \text{prime de risque-pays}] + \beta_i [R_m - R_f] \quad (10.5)$$

où :

- ρ est le taux de rendement exigé par l'actionnaire dans le pays hôte.
- R_f est le taux de rendement des placements sans risque exprimé dans la monnaie du pays d'origine ou de référence.
- $[R_m - R_f]$ est la prime du risque de marché dans le pays d'origine.
- β_i est une mesure du risque systématique ou non diversifiable dans le pays d'origine. Il doit être calculé sur la base d'un indice international comme le “*Morgan Stanley Capital International World Index*”.

La prime du risque-pays est fonction du défaut du pays mesuré par une agence de rating (*country bond spread*), de la volatilité du marché des actions et de la volatilité du marché obligataire du pays hôte. Elle s'écrit :

$$\text{Prime de risque-pays} = \text{risque de défaut du pays} \left[\frac{\text{volatilité du marché des actions}}{\text{volatilité du marché d'obligations}} \right]$$

Cette prime de risque affectera le taux de rendement exigé en fonction de l'importance des ressources engagées. Si le projet est de faible taille, son impact sur le taux sera réduit.

Concrètement, les firmes ont développé certaines approches internes permettant de minimiser l'enjeu du risque-pays. Il s'agit, par exemple, des méthodes qui diminuent le montant investi localement : recours à des filiales communes (avec des actionnaires locaux ou étrangers), investissement en matériel de seconde main (matériel déjà amorti), endettement maximal en monnaie locale et location d'une partie d'équipement. Enfin, dans certains secteurs, il est possible de "saucissonner" la production, c'est-à-dire de spécialiser chaque filiale étrangère dans un stade de production. Celle-ci devient de ce fait tributaire des autres filiales du groupe pour ses approvisionnements et ses débouchés, ce qui supprime les velléités d'intervention des pouvoirs publics locaux.

Puisque ces stratégies s'avèrent souvent insuffisantes, certaines firmes n'hésitent pas à souscrire une police d'assurance eu égard au risque-pays. Elles ont le choix entre trois solutions : les agences gouvernementales telle la *COFACE* en France, les institutions internationales telle l'*Agence Multilatérale de Garanties des investissements* (AMGI) ou enfin les assurances privées, du type *Lloyds, American International Group*¹.

En conclusion, les firmes sont de plus en plus sensibilisées au risque-pays. Elles se livrent d'abord à une analyse détaillée des enjeux (mesure de leur exposition au risque) et de l'intensité du risque (utilisation de divers *ratings*). Ensuite, elles cherchent à se couvrir à travers le montage du projet d'investissement lui-même par le biais de la prise en compte d'une prime de risque supplémentaire lors du calcul du coût de capital. Enfin, elles souscrivent souvent à une police d'assurance contre le risque. Cela leur permet non seulement d'accéder facilement à d'autres sources de financement, mais également d'éviter de se faire reprocher d'éventuels sinistres ultérieurs par leurs actionnaires.

¹ D'autres assureurs sont également présents sur ce marché : Unistrat, Sovereign Risk, Zurich-American, Exporters Insurance, Chubb pour ne citer que ceux-là.

2.3. Le risque associé à l'acquisition des actifs

Depuis Bullock et Summers (1984), on distingue deux types de risque associés à l'acquisition d'un actif :

- Le risque de revenu qui fait référence à l'incertitude pesant sur le niveau futur du revenu d'exploitation (les "cash-flow" de l'investissement).
- Le risque du capital qui rend compte de l'incertitude affectant la valeur de remplacement du capital investi.

C'est ce second risque qui nous intéresse particulièrement puisqu'il modifie le taux de dépréciation économique, élément intervenant dans le calcul du coût de capital.

En l'absence du risque de capital, le taux de dépréciation économique se définit comme suit :

$$\delta = \delta' - \frac{dp_k}{p_k} \quad (10.6)$$

où δ' désigne le taux d'usure physique et dp_k/p_k exprime le gain en capital sur une unité de capital investie. Ce gain résulte du fait que le prix de remplacement du bien d'investissement croît au delà du taux d'inflation.

Tenant compte du risque de capital, l'expression du taux de dépréciation économique s'écrit :

$$\delta = \delta' - \frac{dp_k}{p_k} + U_p \quad (10.7)$$

où U_p symbolise la prime nécessaire pour compenser le coût du risque en capital systématique auprès des investisseurs ayant une aversion au risque.

Par ailleurs, lorsque l'installation du capital est irréversible, il est souvent profitable pour la firme d'attendre avant d'investir car chaque instant écoulé apporte des informations sur les états futurs. Face à une hausse soudaine de la demande, il est peu probable que la firme, en situation de sous-capacité, ajuste aussitôt son stock de capital

par un investissement brutal¹. Intuitivement, elle choisira une adaptation plus progressive pour ne pas courir de risque de se retrouver avec des capacités excessives si la tendance à la hausse venait à se retourner. Elle préférera conserver un stock de capital relativement stable quitte à subir un désajustement permanent de sa capacité de production tantôt par défaut, tantôt par excès, car il lui est plus coûteux d'être parfaitement ajustée à chaque instant. Ce coût d'ajustement tient au fait qu'au coût direct de l'investissement, c'est-à-dire à l'achat de biens en capital au prix du marché, vient s'ajouter un coût supplémentaire : celui d'installation et d'adaptation du nouveau capital au capital existant.

Pour obtenir le taux de dépréciation économique ajusté pour le risque, il convient de corriger l'équation précédente en lui ajoutant un dernier terme mesurant le coût d'ajustement additionnel lié à l'irréversibilité, soit $\frac{\partial C}{\partial I}$ où $C(I, K)$ exprime le coût d'ajustement traditionnel en q de Tobin : homogène de degré 1 en (I, K) , de classe C^2 quand $I = 0$, convexe et croissant par rapport à I . On obtiendra ainsi :

$$\delta = \delta' - \frac{dp_k}{p_k} + H_p + \frac{\partial C}{\partial I} \quad (10.8)$$

Dans un univers risqué, le taux de dépréciation économique du capital qu'il convient de considérer dans le calcul du coût de capital doit subir trois modifications par rapport au taux d'usure physique ; d'abord une minoration au taux dp_k/p_k mesurant le gain sur une unité de capital consécutive à l'accroissement du prix de remplacement du bien d'investissement au delà du taux d'inflation ; puis une majoration d'une valeur U_p mesurant la prime nécessaire pour neutraliser le risque systématique en capital et, enfin, une majoration d'une valeur $\frac{\partial C}{\partial I}$ correspondante au taux d'ajustement additionnel pour l'irréversibilité.

¹ La théorie économique a longtemps supposé que les investissements étaient pleinement réversibles. Cela signifie qu'ils étaient négociables à tout moment et sans coût sur un marché d'occasion au prix résiduel correspondant au prix d'acquisition diminué de l'usure économique accumulée au cours de la période de vie. Récemment, une littérature abondante introduit l'irréversibilité dans la fonction d'investissement (PINDYCK (1991) et DIXIT (1992)). Elle admet que certains biens en capital sont tellement spécialisés que leur conversion ou encore leur revente est extrêmement coûteuse.

3. La “spatialisation” du coût de capital

Bien que les travaux de Jorgensen (1963), King et Fullerton (1984), Alworth (1988), Auerbach (1990) et Boadway et Shah (1995) fournissent des outils pertinents de calcul du coût de capital, ils présentent tous l'inconvénient de ne pas tenir compte des disparités spatiales. Ils supposent que l'espace est parfaitement homogène et les dotations de facteurs sont uniformément distribuées. Or les nouvelles théories de l'espace nous apprennent que les territoires sont différents. Des éléments tels la productivité, les prix des facteurs, l'infrastructure de transport et de communication ou encore la structure des marchés interviennent souvent pour créer un différentiel naturel entre territoires. C'est sur la base de ce différentiel qu'un grand nombre de firmes fondent aujourd'hui leurs stratégies de localisation.

Cette présentation repose pour une large part sur les travaux de Mignolet (1998) et dans une moindre mesure ceux de Carlino (1982), Moomay (1983), Carlino et Voith (1992) et Catin (1991).

3.1. La prise en compte du différentiel de productivité entre territoires

La littérature de l'économie spatiale nous enseigne que le différentiel de productivité entre territoires peut être appréhendé à partir de la fonction de production. La forme la plus souvent utilisée est la fonction *CES* (Constant Elasticity of Substitution). Elle s'écrit :

$$Q_j = H_j \cdot f(K_j, L_j) \cdot \ell^{h_j} \quad (11.1)$$

où

- K_j et L_j désignent respectivement le facteur-capital et le facteur-travail dans le territoire j ,
- H_j représente le facteur d'efficacité ou encore le paramètre de neutralité au sens de Hicks,
- h_j symbolise les rendements d'échelle qui peuvent être constants ($h_j = 1$), croissants ($h_j > 1$) ou décroissants ($h_j < 1$)

Les écarts de productivité entre territoires sont généralement mesurés soit par le paramètre de neutralité au sens de Hicks (H_j) soit par les rendements d'échelle (h_j) ou par les deux à la fois.

Selon la première approche, le différentiel de productivité est mesuré par H_j , le reste de la fonction est supposé constant. Ce concept renvoie aux milieux d'affaires (*business milieu*). Il s'identifie aux dotations naturelles que possèdent chaque territoire (climat d'affaires, milieu innovateur, ressources naturelles, proximité, infrastructure, etc.)¹.

Dans le cadre d'une deuxième approche, Carlino (1982) estime que sous l'hypothèse de la constance de H_j , le différentiel de productivité peut être mesuré par les rendements d'échelle (h_j). Ce concept fait penser aux économies d'agglomération, c'est-à-dire les économies marshalliennes internes au territoire considéré. Elles se décomposent en deux grandes catégories :

- Les économies de localisation : il s'agit d'économies externes à la firme, mais internes à l'industrie localisée dans une agglomération donnée. Elles peuvent refléter des économies liées à la différenciation des activités et à la spécialisation intra-industrielle, à l'existence d'une main d'œuvre spécialement requise par les firmes ainsi qu'aux facilités de transmission des innovations.
- Les économies d'urbanisation : ce sont des économies externes à la firme, mais aussi à l'industrie à laquelle appartient cette firme. Elles résultent de la taille de l'agglomération et sont liées à la concentration de la population et à la présence d'activités tertiaires, notamment les services aux firmes.

Par leur nature, les économies d'agglomération ont un caractère technique à cause des rendements d'échelle croissants. On peut ainsi les mesurer directement par le degré d'homogénéité de la fonction de production, soit h_j .

¹ On dira que les dotations d'un territoire sont neutres au sens de Hicks lorsqu'elles n'arrivent pas à modifier au cours du temps la relation entre la technique de production (K/L) et le coût relatif des facteurs (i/w), où i désigne le taux d'intérêt, w le taux de salaire.

Enfin, une troisième approche consiste à combiner les deux premières selon un schéma additif. La productivité totale pour le territoire j s'obtient en faisant la somme des variations attribuées à h_j et à H_j .

Quel que soit la méthode utilisée, il est possible de construire un indice mesurant la productivité dans le territoire j . Néanmoins, c'est la première méthode qui paraît la plus fiable. Même les économies d'agglomération, repérées au sens de Carlino par h_j , peuvent être approchées par le paramètre de neutralité. La raison en est que leurs effets échappent souvent au contrôle de la firme. On peut donc les adjoindre aux éléments constitutifs de R_j .

Considérons \hat{H}_j et \hat{H} les paramètres de neutralité au sens de Hicks calculés à partir de l'estimation de la fonction de production respectivement dans le territoire j et dans le territoire de repère. L'indice de productivité pour le territoire j , noté ε_j , s'obtient en divisant \hat{H}_j par \hat{H} . Tenant compte de cet indice, le premier membre de l'équation donnant la formule standard du coût de capital sera remplacée par $(\varepsilon_j.P)$. Ainsi, si nous considérons le modèle de Boadway et Shah (1995), le coût du capital corrigé du différentiel de productivité s'écrira :

$$p_j = \left\{ \frac{(N - \pi) + (\delta - \frac{\dot{q}}{q})}{(1 - \tau)} (1 - \phi) \left[1 - \frac{\alpha \tau}{N + \alpha} \right] \right\} \frac{1}{\varepsilon_j} \quad (11.2)$$

3.2. La prise en compte du différentiel des prix de facteurs entre territoires

Supposons maintenant que les prix d'actifs, y compris le sol, varient d'un territoire à un autre. Pour chaque choix de localisation j (avec $j = 1, 2, \dots, n$), les dépenses d'investissement s'obtiennent en faisant la somme des dépenses attribuées respectivement à l'actif amortissable (P_{dk}^j) et à l'actif non amortissable (P_T^j). On écrit :

$$P_K^j . dK^j = P_{dk}^j . dK_d^j + P_T^j . dT^j \quad (11.3)$$

Supposons aussi que la technique de production reste invariable. Sans perdre de généralité, cette nouvelle hypothèse s'interprétera comme suit : une unité additionnelle d'investissement (dK) est composée d'une unité d'actif amortissable ($dK_a=1$) et d'une unité d'actif non amortissable ($dT=1$). Bien que forte, cette hypothèse est nécessaire puisqu'elle nous permettra d'éliminer les variations d'actifs de l'équation (11.3). Nous obtiendrons ainsi :

$$P_K^j = P_{dK}^j + P_T^j \quad (11.4)$$

Si x désigne la part d'actif non-amortissable dans le total des dépenses d'investissement, on aura pour un territoire de repère noté \bar{J} :

$$x = \frac{P_T^j}{P_K^j} \quad (11.5)$$

Nous obtiendrons ainsi pour chaque territoire j la relation suivante :

$$P_K^j = P_K^{\bar{J}} [\chi_{dK}^j (1-x) + \chi_T^j x] \quad (11.6)$$

où χ_{dK}^j et χ_T^j sont deux multiplicateurs mesurant la part des prix des actifs K et T dans le territoire j par rapport au territoire de repère \bar{J} :

$$\chi_{dK}^j = \frac{P_{dK}^j}{P_{dK}^{\bar{J}}} \quad \text{et} \quad \chi_T^j = \frac{P_T^j}{P_T^{\bar{J}}} \quad (11.7)$$

Pour obtenir l'expression du coût de capital corrigé du différentiel des prix de facteurs, il est nécessaire de scinder la formule standard de Boadway et Shah (1995) en deux parties : la première relative à l'actif amortissable (p_a) et la seconde à l'actif non amortissable (p_n). La formule du coût de capital corrigé s'écrit :

$$p^j = \left[p_a^j (1-x) \chi_{dK}^j + p_n^j x \chi_T^j \right] \frac{1}{\varepsilon_j} \quad (11.8)$$

où :

$$p_a^j = \frac{(N-\pi) + (\delta - \dot{q}/q)}{(1-\tau)} (1-\phi) \left[1 - \frac{\alpha\tau}{N+\alpha} \right] \quad (11.9)$$

et puisque pour un actif non-amortissable $\delta = \alpha = 0$:

$$p'_a = \frac{(N - \pi - \frac{\dot{q}}{q})}{(1 - \tau)} (1 - \phi) \quad (11.10)$$

3.3. La prise en compte de l'imperfection des marchés

Le coût du capital a été développé dans un contexte de concurrence pure et parfaite (les firmes sont preneuses de prix), alors que la concurrence spatiale est, par nature, de type oligopolistique.

Pour illustrer la manière dont la structure du marché affecte l'expression du coût de capital, Mignolet (1996) considère deux cas de figure : un monopole pur pour le marché de la production et un monopsonne pur pour le marché du capital. Dans le premier cas, la firme se comportant en monopole, fixe le prix de l'*output* à un niveau supérieur à celui déterminé par les conditions d'équilibre sur le marché de concurrence pure et parfaite. Il s'agit plus précisément du prix donné par le modèle standard (P) multiplié par le coefficient $\left(1 + \frac{1}{\psi^d}\right)$, où ψ^d désigne l'élasticité prix de la demande de production. L'expression du coût de capital au sens de Boadway et Shah (1995) deviendra alors :

$$p'_a = \frac{(N - \pi) + (\delta - \frac{\dot{q}}{q})}{(1 - \tau)(1 + \frac{1}{\psi^d})} (1 - \phi) \left[1 - \frac{\alpha\tau}{N + \alpha}\right] \quad (11.11)$$

De façon symétrique, lorsque la firme se comporte en monopsonne sur le marché du capital, le prix d'une unité de capital change et devient sensible aux quantités d'*inputs* utilisés dans le processus de production. Dans ces conditions, le prix du capital au sens du modèle standard (Q) sera multiplié par le coefficient $\left(1 + \frac{1}{\eta^s}\right)$, où η^s désigne l'élasticité-prix de l'offre du facteur capital. L'expression du coût de capital deviendra alors :

$$p^j = \frac{(N - \pi) + (\delta - \frac{\dot{q}}{q})(1 + \frac{1}{\eta^s})}{(1 - \tau)} (1 - \phi) \left[1 - \frac{\alpha \tau}{N + \alpha} \right] \quad (11.12)$$

En résumé, l'espace n'est pas homogène. Dès lors, les facteurs contribuant à sa différenciation doivent être intégrés dans les modèles standards du coût de capital. Etant effectuée, cette opération nous a permis de constater l'impact du différentiel de productivité, du différentiel des prix du sol et de l'imperfection des marchés sur le taux de rendement brut d'une unité supplémentaire de capital. Néanmoins des difficultés subsistent encore. Elles concernent particulièrement le calcul de la productivité territoriale et la mesure de l'imperfection des marchés.

4. Du coût de capital aux coûts des facteurs

Les modèles de base n'abordent que les charges fiscales pesant sur le capital. Or, d'autres intrants (facteurs de production), principalement le travail, sont frappés de divers impôts et taxes tels les prélèvements de sécurité sociale, les cotisations aux mutuelles ou encore l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Il paraît dès lors judicieux d'envisager une approche plus large intégrant à la fois le capital et le travail ; c'est l'approche en termes de coûts des facteurs de production.

Bien qu'aucun consensus n'ait été atteint sur son ampleur, beaucoup de recherches ont conclu à l'existence d'une corrélation négative entre l'impôt sur le capital et le niveau des investissements¹. En revanche, l'incidence des impôts s'appliquant au facteur-travail sur le niveau d'activité économique reste quelque peu ambiguë. Elle dépend de plusieurs paramètres, en particulier, le degré de substituabilité des facteurs capital et travail, l'élasticité de l'offre et de la demande de main-d'œuvre, la part de l'impôt supporté par la firme (employeur) et la législation du travail. Malgré tout, il a été prouvé qu'à court terme l'imposition du travail, notamment les charges sociales, freine l'emploi. De plus, il ressort de certaines représentations de la théorie de croissance endogène, mettant l'accent sur le rôle de la technologie du capital humain dans la

¹ Auerbach et Hassett (1992) Cummins et Hase (1992, 1994), Cummins et Hubbard (1996) et Chirunko, Fazzari et Meyer (1996) ont constaté des effets importants de l'IS (Impôt sur les Sociétés) sur l'investissement : l'élasticité de l'investissement par rapport au coût du capital après impôt se situe entre 0,25 et 1.

croissance économique, que l'imposition de la main-d'œuvre peut affaiblir la croissance en décourageant les investissements en capital humain.

La méthodologie la plus pertinente pour appréhender les coûts du travail et du capital ainsi que leur agrégation dans la fonction de coût de la firme a été développée par McKenzie, Mintz et Scharf (1997)¹. Elle repose sur le calcul du taux marginal d'imposition effective qui pèse sur les facteurs de production.

4.1. Méthodologie de calcul du taux marginal d'imposition effective des facteurs de production

Le taux marginal d'imposition effective des facteurs de production désigne le montant d'impôt découlant de la décision prise par une firme afin d'effectuer une unité supplémentaire d'activité économique (utilisation d'une unité additionnelle de capital ou embauche d'un employé supplémentaire). Il s'agit, en d'autres termes, d'un impôt indiquant la manière dont le régime fiscal influe sur les encouragements à employer les facteurs de production.

A l'équilibre sur le marché des facteurs, cette charge fiscale se mesure comme la différence entre le prix du facteur payé par la firme et ceux reçus par l'offreur de ce facteur (le travailleur ou le bailleur de fonds) rapporté au prix du facteur payé par la firme. Toutefois, en fonction des élasticités d'offre et de demande de facteurs, le poids de la charge fiscale effective se trouve partagé entre la firme et l'offreur du travail ou du capital.

Le succès actuel de la notion du taux marginal d'imposition effective a débuté avec la comparaison internationale de King et Fullerton (1984). Par la suite, elle a fait l'objet d'intenses applications empiriques comme en témoignent les travaux de l'OCDE (1991), la Banque Mondiale (Dunn et Pellechio, 1990), la Banque des Règlements internationaux (Alworth, 1988) et le Fonds Monétaire International (De la Fuente et Grandier, 1990). Néanmoins ces travaux ont porté essentiellement sur les actifs corporels (machine et bâtiments). Le calcul du taux d'imposition marginal effectif des

¹ McKenzie K.J., Mintz J.M. et Scharf K.A. (1997), "Measuring Effective Tax Rates in the presence of Multiple Inputs: A Production Based Approach", International Tax and Public Finances 4, pp : 337-359

actifs incorporels et de la main-d'œuvre n'a fait son apparition que tardivement, suite aux travaux de Boadway et Shah (1995) et McKenzie Mintz et Scharf (1997).

Pour calculer la valeur du taux marginal d'imposition effective du facteur, notée u_i , il convient de faire une distinction entre le capital et le travail.

La méthodologie retenue pour calculer le taux marginal d'imposition effective du capital s'apparente à celle préconisée dans la littérature de base, en particulier les travaux de King et Fullerton (1984) et de Boadway et Shah (1995). C'est le taux d'imposition qui, s'il est appliqué au rendement net d'impôt pour l'apporteur de fonds, noté : s , donnera le rendement avant impôt d'un investissement unitaire (noté : p). Mathématiquement, cela se traduira par la relation : $(1+u_i)s = p$, ou encore :

$u_i = \frac{(p-s)}{s}$. Rappelons (cf. chapitre précédent) que la valeur de p se détermine à partir de l'une des formules de calcul du coût de capital. Quant à la valeur de s (le taux de rendement requis par l'investisseur), elle s'identifie au coût de financement réel du projet d'investissement, soit : $s = bi(1-m_i) + (1-b)\rho - \pi$.

Dans le cas du facteur-travail (la main d'œuvre), le taux marginal d'imposition effective s'interprète comme la charge fiscale découlant de la décision de la firme d'embaucher un travailleur additionnel. En principe, il existe plusieurs méthodes pour estimer cette charge. Une première méthode consiste à diviser le total des charges sociales ou d'impôts sur la masse salariale d'un secteur par le total des salaires et traitements versés dans ce secteur ; ce qui nous donne le taux moyen d'imposition de la masse salariale. Cependant, comme les taux d'imposition sur la main d'œuvre varient en fonction du revenu et d'autres caractéristiques individuelles (la situation familiale par exemple), la différence entre le taux moyen et le taux marginal peut s'avérer assez importante.

Une autre méthode consiste à calculer le revenu (salaire et d'autres traitements) d'un travailleur possédant les caractéristiques-types (travailleur moyen) dans chaque branche et à lui appliquer les impôts nominaux sur la masse salariale. Toutefois, cette méthode ne prend pas en compte les différences de répartition des salaires entre les

branches. Jumelées aux plafonds et aux seuils salariaux associés à la plupart des impôts sur la masse salariale, ces différences peuvent influencer sur le taux d'imposition. Une troisième méthode adoptée par McKenzie Mintz et Scharf (1997) consiste à calculer les gains moyens pour des catégories de rémunération dans chaque secteur. Les dispositions législatives régissant les divers impôts sur la masse salariale sont par la suite appliquées à chacune de ces catégories, puis une moyenne pondérée est calculée afin de déterminer le taux effectif global d'imposition de la masse salariale d'un employé-hybride (employé ayant des caractéristiques moyennes) dans chaque branche. Enfin, dans une application au cas belge, Mignolet et Meunier¹ définissent le taux marginal d'imposition du travail comme la différence entre le salaire coût et le salaire net rapporté à ce dernier². Signalons, enfin, que seule la part de cette charge fiscale réellement supportée par la firme influence le coût du travail.

4.2. Méthodologie de calcul des coûts de facteurs

Mathématiquement, le taux marginal d'imposition effective du facteur i est lié au coût de ce facteur par l'équation suivante :

$$w'_i = w_i(1 + u_i) \quad (12.1)$$

où :

- w'_i désigne le coût du facteur de production i .
- w_i désigne le prix d'équilibre de l'offre
- u_i constitue le taux marginal d'imposition effective du facteur de production i .

Sur un marché concurrentiel des facteurs, l'équilibre est défini par l'équation :

$$D_i(w_i(1 + u_i)) = S_i(w_i) \quad (12.2)$$

¹ Mignolet M. et Meunier O. (1999) "Coût marginal des facteurs de production : les disparités inter-régionales" XXXV Colloque de l'ASRDLF Hères 1-3 septembre 1999.

² Le salaire-coût est le salaire réellement payé par la firme (coût effectif d'occupation d'un travailleur supplémentaire) et le salaire net est celui réellement perçu par le travailleur (son pouvoir d'achat effectif)

où $D_i(\cdot)$ désigne la fonction de demande du facteur i et $S_i(\cdot)$, la fonction d'offre. La première est exprimée par rapport au prix du facteur avant impôt, alors que la seconde est exprimée par rapport au prix net d'impôt.

En différenciant les deux côtés de l'équation (12.2) par rapport au taux d'imposition u_i , et en évaluant la dérivée à zéro, nous obtenons, moyennant quelques manipulations algébriques :

$$\frac{\partial w'_i}{\partial u_i} = w_i \left[\frac{\eta_i^s}{\eta_i^s + \eta_i^d} \right] \quad (12.3)$$

où η_i^s désigne l'élasticité prix de l'offre du facteur i et η_i^d correspond à l'élasticité-prix de la demande du même facteur.

Par ailleurs, l'équation (12.2) détermine implicitement le coût d'équilibre pour l'utilisateur du facteur i en fonction du taux effectif d'imposition u_i . On aura ainsi : $w'_i = w_i(u_i)$. Une approximation de cette fonction implicite par une série de Taylor de premier ordre permet d'aboutir au résultat suivant :

$$w'_i = w_i^\circ + u_i \frac{\partial w'_i}{\partial u_i} \quad (12.4)$$

En utilisant les équations (12.3) et (12.4), nous obtenons finalement la formule complète du coût du facteur de production i , soit :

$$w'_i = w_i^\circ (1 + u_i Z_i) \quad (12.5)$$

où w_i° désigne le revenu reçu par l'offreur du facteur i et Z_i représente le facteur du transfert fiscal.

En remplaçant le taux marginal d'imposition effective du facteur i (u_i) par sa valeur, on obtient :

$$w'_i = w_i^\circ \left(1 + \frac{p-s}{s} Z_i \right) \quad \text{pour le facteur capital} \quad (12.6)$$

et

$$w'_i = w_i^o \left(1 + \frac{\omega_c - \omega_n}{\omega_n} Z_i \right) \quad \text{pour le facteur travail} \quad (12.7)$$

où, ω_c et ω_n désignent respectivement le salaire coût (le salaire d'un travailleur supplémentaire réellement payé par la firme) et le salaire net (le salaire réellement perçu par un travailleur supplémentaire, c'est-à-dire son pouvoir d'achat).

Le paramètre Z_i permet de déterminer dans quelle mesure la charge fiscale pesant sur le facteur i est effectivement supportée par la firme. Il est défini par l'expression suivante:

$$Z_i = \left[\frac{\eta_i^s}{\eta_i^s + \eta_i^d} \right] \quad 0 \leq Z_i \leq 1 \quad (12.8)$$

Lorsque $Z_i = 1$, la charge fiscale est intégralement transférée au demandeur de facteur (la firme). Le coût du facteur i augmentera alors du même montant. Cela se produit notamment lorsque la fonction de l'offre du facteur est parfaitement élastique ou lorsque celle de la demande est parfaitement inélastique. A l'opposé, si $Z_i = 0$, aucune charge fiscale n'est transférée à la firme (seul l'offreur du facteur supporte l'imposition). Il en résulte un effet neutre de l'impôt sur le coût du facteur. C'est le cas lorsque l'offre du facteur est parfaitement inélastique ou la demande parfaitement élastique. Enfin, dans un scénario intermédiaire ($0 < Z_i < 1$), le poids de la charge fiscale est partagé entre la firme et l'offreur du facteur et seule la partie de cette charge supportée par la firme viendra majorer le coût du facteur.

Une fois calculés, les coûts des facteurs sont ensuite agrégés au sein d'une fonction de coût marginal de production. Cette fonction revêt une importance particulière puisqu'elle détermine le niveau des biens et services produits par l'économie. En effet, la théorie néoclassique nous enseigne que les firmes maximisent les bénéfices en continuant à produire jusqu'au point où les revenus marginaux (les revenus issus de la production d'une unité supplémentaire) correspondent tout juste aux coûts marginaux. Toute variation des coûts marginaux se traduit par une variation dans le sens inverse

de la production. Si, par le biais du régime fiscal ou autres, les politiques publiques influent sur le coût marginal de production, elles peuvent se répercuter sur le niveau des biens et services que produit l'économie.

La dernière étape de cette description consiste à spécifier la fonction du coût de production. Les formes les plus couramment employées par les néoclassiques sont la Cobb-Douglas et la CES (Constant Elasticity of Substitution)¹. Le choix entre les deux est souvent délicat ; seuls les résultats empiriques peuvent trancher.

En résumé, le coût des facteurs de production ne constitue aucunement un dépassement de la notion du coût de capital, mais plutôt un perfectionnement (pour le facteur capital) et un élargissement (pour le facteur travail). Le coût du capital est déterminé moyennant le calcul du taux marginal d'imposition effective pesant sur ce facteur. Quant au facteur-travail, l'approche utilisée est novatrice puisqu'elle s'attache à l'analyse des effets des charges fiscales et sociales frappant la main-d'œuvre et effectivement supportées par la firme sur la décision d'investissement.

¹ Mathématiquement, ces deux fonctions s'écrivent :

- Cobb-Douglas s'écrit : $Q = HK^\gamma L^{1-\gamma}$.

- Quant à la fonction CES : $Q = H \left[\gamma K^{-\nu} + (1-\gamma)L^{-\nu} \right]^{-\frac{1}{\nu}}$

H représente le facteur d'efficacité, L et K symbolisent respectivement le travail et le capital, γ exprime la part du facteur-capital nécessaire à la production. Enfin ν exprime le paramètre de substitution dont la valeur est donnée par $1/(1+\nu)$.

Conclusion du chapitre 2

Ce chapitre nous a permis de constater que la méthodologie de calcul du coût de capital n'est pas figée. Plusieurs modifications, parfois profondes, lui ont été apportées. Elles ont pris la forme d'introduction de nouvelles variables, de relâchement de certaines hypothèses ou enfin d'adaptation à de nouveaux contextes.

Ainsi, la mobilité parfaite des capitaux (raisonnement dans une économie ouverte) donne lieu à des pratiques fiscales associées à des montages financiers parfois complexes. Malgré la multiplicité des dispositions préventives en matière de double imposition internationale, les firmes multinationales n'hésitent pas à recourir à des pratiques, légales ou illégales, afin d'échapper à l'imposition de leurs revenus et d'alléger le coût d'utilisation du capital. Nous avons montré qu'en l'absence de convention de non-double imposition internationale, l'interposition d'une société écran (*Treaty Shopping*) ou d'un centre de coordination entre la maison-mère et sa filiale reste la meilleure stratégie pour alléger la charge fiscale pesant sur les revenus des investissements transfrontaliers.

En raison du caractère incertain et risqué de l'acte d'investissement, nous avons démontré qu'il est nécessaire de rémunérer le risque lors de l'évaluation du coût de capital. Une méthode simple pour rendre compte de ce risque consiste à augmenter le rendement de l'investissement et le taux de dépréciation économique d'une prime couvrant respectivement le risque de revenu et le risque de capital.

Par ailleurs, bien que la spatialisation du coût de capital ait fait de tentatives de modélisation, certaines difficultés d'ordre technique subsistent encore. Elles concernent particulièrement le calcul de la productivité territoriale et la mesure de l'imperfection des marchés.

Enfin, outre le coût du capital, il est désormais possible d'évaluer le coût du travail défini comme le rendement minimum exigé par l'employeur pour recruter un travailleur supplémentaire. La combinaison de ces deux types de coûts permet de mieux cerner les charges fiscales et non-fiscales qui pèsent réellement sur un projet d'investissement.

Conclusion de la première partie

Au terme de ce parcours à travers les formalisations du coût de capital, il n'est pas inutile de revenir sur les résultats auxquels nous avons abouti, leur signification et leur portée. En réalité, nous n'avons aucune prétention à l'exhaustivité. Nous nous sommes tout simplement attachés à présenter, à discuter et à élargir les principales formalisations théoriques du coût de capital.

La littérature économique, en particulier les auteurs néoclassiques, accorde une attention importante à l'étude du coût de capital. Cet intérêt se reflète dans le grand nombre de travaux de recherches visant à développer le modèle de référence de Jorgensen (1963). L'analyse de la première génération de modèles, que nous avons qualifié de standards, nous a permis de dériver les expressions canoniques du coût de capital. Bien qu'elles incluent, à peu près, les mêmes variables et aboutissent presque aux mêmes résultats, ces expressions divergent sur un point essentiel. Il s'agit de la mesure du coût de financement (taux d'actualisation) et la manière de l'intégrer dans le calcul du coût de capital. Quelle que soit la source utilisée, Jorgensen (1963) retient le taux d'intérêt pour approcher le coût de financement du projet d'investissement. Pour lui, il n'y a aucune différence entre le coût de financement interne et le coût de financement externe puisque les marchés de capitaux sont parfaits (théorème de Modigliani et Miller). En revanche, King et Fullerton (1984) considèrent chaque mode de financement à part. Dans le cas d'un projet financé par endettement, le coût de financement est mesuré par le taux d'intérêt net d'impôt frappant les bénéfices des firmes. Dans le cas d'un financement par émission de nouvelles actions ou par rétention des bénéfices, le coût est déterminé de manière à assurer aux bailleurs de fonds un rendement au moins égal à ce qu'ils obtiendraient en effectuant un placement alternatif. A l'évidence, les coûts de ces deux dernières sources (émission de nouvelles actions et rétention des bénéfices) ne sont pas forcément identiques puisqu'ils ne subissent pas le même taux d'imposition. Enfin, l'approche retenue par Auerbach (1990) et Boadway, et Shah (1995) est plus synthétique. Le coût de financement y est déterminé comme une moyenne pondérée de toutes les sources de financement utilisées.

Par ailleurs, la discussion des formalisations standards nous a permis de mieux clarifier la place de certaines variables ou de certaines pratiques dans le processus de modélisation du coût de capital. C'est le cas des congés fiscaux (exonération fiscales temporaires), du traitement de l'inflation et de l'imposition des revenus des bailleurs de fonds, en particulier les actionnaires.

Nous avons également montré qu'il est possible d'affiner le calcul du coût de capital en prenant en compte l'internationalisation de l'investissement, l'hétérogénéité de l'espace et la mesure du risque supporté par l'investisseur. De même, les méthodologies de calcul du coût de capital font, de plus en plus, l'objet d'extension au coût du travail et plus généralement au coût de production. McKenzie, Mintz et Scharf (1992 et 1997) mesurent l'impact des taxes frappant les différents facteurs de production au moyen de la variation du coût marginal de production. Cette approche permet d'élargir le champ des politiques d'incitation à l'investissement en tenant compte des politiques de l'emploi. Ces contributions ouvrent assurément des perspectives prometteuses de nature à mieux évaluer l'efficacité des politiques publiques.

Remarquons, enfin, que même si les modèles théoriques régissant le calcul du coût de capital se fondent sur une analyse microéconomique rigoureuse, ils ne peuvent pas être dissociés du contexte qui prévalait lors de leur réalisation. C'est pour cette raison que nous commencerons la deuxième partie de ce travail par construire un modèle conforme aux dispositions fiscales marocaines. L'utilisation d'un tel modèle permettra de mieux cerner l'évolution du coût de capital au Maroc.

2^{ème} partie

**Le comportement dynamique
du coût de capital au Maroc**

Introduction

Les économistes s'accordent généralement à dire que la relance de l'investissement passe nécessairement par l'amélioration du climat des affaires. Conscients de cette relation, les décideurs publics marocains se sont toujours fixés comme priorité l'amélioration des conditions d'accueil et de création de nouvelles entreprises. Les instruments agissant sur le coût du capital ont reçu le plus d'attention, en témoigne la révision continue des Codes des investissements et la richesse de l'apport des différentes lois des finances en matière de fiscalité et de financement des entreprises. Ce choix s'explique certainement par la rapidité, la réversibilité, la souplesse et le coût moins élevé de l'exécution de ce type de mesures comparativement aux mesures macroéconomiques et institutionnelles. Il constitue également un signal de bonne volonté en vers les investisseurs potentiels.

Nombreuses sont les mesures prises pour alléger le coût du capital au Maroc. Citons, à titre illustratif, la réduction du loyer de l'argent dans le cadre d'une politique de libéralisation financière, la révision à la baisse de la charge fiscale pesant sur les entreprises, la réforme de la fiscalité de l'épargne, l'introduction de nouvelles formes de financement et la maîtrise de l'inflation. Naturellement, c'est l'approche du gradualisme (et non le *Big-Bang*) qui a régit la mise en application de ces mesures. Plusieurs arguments peuvent être avancés pour justifier ce choix. D'abord, nous insistons sur la supériorité "informationnelle" du gradualisme et son faible degré d'irréversibilité. D'une part, une stratégie gradualiste a un coût ex-ante plus faible que le *Big-Bang*, permettant ainsi un retour en arrière moins coûteux. D'autre part, le gradualisme permet de gagner de l'information quant à l'opportunité de continuer à appliquer une mesure quelconque. Nous insistons également sur la complémentarité entre les différentes mesures évoquées. Dans le cadre des lois spécifiques à l'investissement, les autorités marocaines ont toujours offert une batterie de mesures combinant les variables financières et fiscales.

Bien que les mesures fiscales et financières au Maroc aient été graduellement révisées, peu d'études se sont intéressées à leurs effets sur le coût du capital. Pour beaucoup de chercheurs, le coût du capital est synonyme du taux d'intérêt. Certes, Faini (1994),

Faini, Porter et Wijnbergen (1989) et la Banque Mondiale (1990) ont présenté des estimations chronologiques du coût de capital au Maroc, mais leurs résultats restent limités. Les modèles utilisés ne sont pas assez robustes. Ils n'incluent pas certaines variables-clés du coût de capital, en particulier le taux d'inflation, l'imposition des bailleurs de fonds, le taux de dépréciation économique du capital et la possibilité de financement par fonds propres. Aussi, la période étudiée n'est pas assez longue pour permettre de dégager une véritable tendance générale. Elle ne concerne que la fin des années soixante-dix et la décennie quatre-vingt.

Pour une entreprise, le coût du capital n'a véritablement de sens que s'il est comparé soit dans le temps soit dans l'espace. La spatialisation du coût de capital lui permet de mieux choisir le lieu de localisation, en tenant compte éventuellement du différentiel de productivité. Quant à l'analyse chronologique du coût de capital, elle offre à l'entreprise un outil de prévision sur la période idéale d'investissement. C'est cette dernière approche que nous avons choisi d'adopter comme point d'ancrage du présent travail.

Avant de soumettre les propositions théoriques à l'épreuve des faits marocains (chapitre 2), il nous paraît nécessaire de présenter une synthèse des différentes mesures prises depuis 1960 en vue d'alléger le coût du capital et d'améliorer le rendement de l'investissement (chapitre 1)

Chapitre 1

Les mesures d'allégement du coût de capital

Comme nous l'avons expliqué dans la première partie de ce travail, le coût du capital subit l'effet de deux séries de variables : les variables fiscales et les variables financières. La première série de variables inclut des éléments tels le taux d'imposition des bénéficiaires des entreprises, le taux d'imposition des revenus des bailleurs de fonds, l'amortissement fiscal, les provisions pour investissement et le crédit d'impôt. Quant aux variables financières, elles ont trait, essentiellement, aux conditions de financement (taux d'intérêt, taux d'inflation et apparition de nouvelles formes de financement).

Au Maroc, les dispositions fiscales destinées à alléger le coût du capital ont toujours été éparpillées, instables et complexes. L'éparpillement se manifeste à travers le nombre élevé de textes de lois régissant la fiscalité de l'entreprise et des personnes physiques : les lois relatives à l'imposition des bénéficiaires des entreprises, les lois relatives à l'imposition de l'épargne, les Codes et la Charte de l'investissement et les lois relatives aux zones franches. Ces lois sont souvent complétées par les dispositions contenues dans les différentes lois des finances. Quant à l'instabilité, elle se manifeste à travers la révision quasi continue des avantages fiscaux accordés aux entreprises. Depuis l'Indépendance, les Codes des investissements ont été révisés à quatre reprises (1960, 1973, 1983, et 1995). Enfin, la complexité peut être appréhendée par le biais du nombre élevé d'impôts frappant les activités économiques, la lourdeur des procédures administratives et surtout la multiplication des régimes dérogatoires.

Pour ce qui est des variables financières, elles avaient obéi pendant longtemps (avant 1993) à des règles purement administratives. Ce n'est qu'à partir du début des années quatre-vingt-dix que le processus de libéralisation financière va se déclencher. Il a touché aussi bien la finance directe que la finance indirecte. Ainsi, le loyer de l'argent a été progressivement révisé à la baisse et de nouvelles formes de financement ont fait leur apparition (capital-risque, prêts participatifs, billets de trésorerie, etc.). Parallèlement à cette réforme, la neutralisation des tensions inflationnistes est devenue l'un des objectifs primordiaux de la politique monétaire.

1. Les mesures à caractère fiscal

L'allégement du coût de capital au moyen de mesures fiscales a été entrepris dès les premières années de l'Indépendance et il s'est poursuivi de façon presque ininterrompue. Quatre types de mesures méritent une attention particulière : la réforme de la fiscalité pesant sur les bénéfices des entreprises, la réforme de la fiscalité de financement des entreprises, le remaniement graduel des lois fiscales spécifiques à l'investissement et l'allégement des charges fiscales pesant sur le capital étranger.

1.1. La réforme de la fiscalité pesant sur les bénéfices des entreprises.

Avant l'Indépendance, la fiscalité marocaine frappant les activités industrielles et commerciales était régie par le Dahir du 12 avril 1941 portant sur l'institution de l'impôt sur les bénéfices professionnels (IBP). Conçu à l'origine comme supplément à l'impôt de patente, l'IBP était devenu, à partir de 1954, un véritable impôt sur les bénéfices de la plupart des professions lucratives patentables ou non. Mais c'est la réforme de 1959 qui avait apporté les modifications les plus importantes à cet impôt¹. L'objectif était de corriger ses imperfections en le rendant plus équitable et plus rentable. Par la suite, une autre légère modification a eu lieu en 1966. Il aurait fallu attendre 1986 pour voir émerger la véritable réforme de l'impôt frappant les bénéfices des sociétés (entrée en vigueur de l'impôt sur les sociétés).

1.1.1. Les apports de la loi instituant l'IBP

L'IBP frappait tout d'abord les bénéfices des professions patronales que réalisent toute personne physique ou morale, exerçant une activité commerciale ou industrielle assujettie à l'impôt des patentes. Il frappait également les bénéfices des professions libérales non-passibles de la patente, de toutes occupations et exploitations lucratives ainsi que de toute activité professionnelle non-soumise à un impôt spécial.

Pour la détermination du bénéfice imposable, deux régimes pouvaient être appliqués selon les cas : le régime du forfait et le régime du bénéfice net réel. Le premier s'appliquait uniquement aux patentables dont le chiffre d'affaires ne dépassant pas un

¹ Dahir n° 1-59-430 du 1^{er} rejeb 1379 (31 décembre 1959) relatif à la réglementation de l'impôt sur les bénéfices professionnels.

certain seuil¹. En revanche, les non-patentables étaient obligatoirement soumis au régime du bénéfice net réel.

De même, les règles de calcul variaient selon que la profession est patentable ou non. Dans le premier cas, le bénéfice était déterminé d'après les résultats de l'ensemble des opérations effectuées par l'entreprise. Pour les professions non-patentables, le bénéfice est constitué par l'excédent des recettes sur les dépenses en tenant compte des charges déductibles.

Pour le calcul de l'impôt pesant sur les bénéfices des sociétés, la loi de 1959 avait institué un taux progressif : 22,50% pour la tranche du bénéfice annuel imposable comprise entre 1000 francs et 2 millions de francs et 25 % pour le surplus. A cet impôt, il convient d'ajouter l'impôt de solidarité nationale institué au profit des sinistrés du tremblement de terre d'Agadir. Le taux de cet impôt additionnel et provisoire a été fixé, au départ, (1960) à 25% de l'impôt principal. En vertu du Dahir n° 1-61-447 du 22 rejev 1381 (30 décembre 1961), ce taux a été ramené à 20% de l'impôt principal.

La structure de l'impôt sur les bénéfices professionnels a subi un réaménagement à deux reprises : en 1966 et 1982. C'est ainsi que la loi des finances de 1966 avait défini trois taux d'imposition : 40% pour la tranche inférieure à 500 000dh , 44% pour la tranche comprise entre 500 000dh et 2 000 000dh et enfin 48% pour le surplus. Quant à la loi des finances de 1982, elle n'avait retenu que deux taux : 40% pour la tranche inférieure à 250 000dh et 48% pour le surplus.

Par ailleurs, à compter de 1966, les entreprises se trouvaient dans l'obligation de constituer une réserve d'investissement destinée à l'acquisition de bons d'équipement à 10 ans. Il ne s'agit pas là d'un stimulant à l'investissement, mais plutôt d'un impôt supplémentaire supporté par toutes les entreprises dont les bénéfices dépassent 50000dh. Son taux a été fixé à 5% des bénéfices pour la tranche allant de 50000dh à 150000dh et 8% des bénéfices au delà de 150000dh. A cet impôt supplémentaire

¹ Ce seuil était fixé en fonction de la nature de l'activité exercée : 100 000dh s'il s'agit de contribuables dont le commerce principale est de vendre des marchandises, objets ou biens immobiliers et 200 000dh s'il s'agit d'autres contribuables (prestataires de services)

viendra s'ajouter la participation à la solidarité nationale (PSN), introduite par la loi des finances de 1980. Son taux a été fixé à 10% de l'IBP.

D'un autre côté, la loi instituant l'IBP avait autorisé la déduction de toutes les charges. Mais, seules deux méritent une présentation détaillée en raison de leur utilisation fréquente dans le calcul du coût de capital. Il s'agit des dotations aux amortissements et des dotations aux provisions.

Etant une charge non-décaissée, les amortissements constituent une importante source d'autofinancement. Ils procurent à l'entreprise une économie fiscale définitive et immédiatement disponible. L'Articles 9 du texte régissant l'IBP stipule que leur déduction s'effectue dans les limites des taux qui sont généralement admis d'après les usages propres à chaque nature d'industrie, de commerce ou de profession y compris, s'il y a lieu, ceux qui auraient été différés au cours d'exercices antérieurs déficitaires. Cette déduction reste toutefois subordonnée à la condition que les biens amortissables soient inscrits à un compte de l'actif immobilisé et que leur amortissement soit régulièrement constaté en comptabilité. Quant à la répartition des charges d'amortissement dans le temps, les entreprises avaient le choix entre l'application du régime linéaire ou accéléré. Alors que dans le premier cas, la dotation s'obtient en divisant la valeur de l'actif par sa durée de vie ; dans le second, l'entreprise est autorisée à pratiquer l'amortissement double par rapport au taux généralement admis.

Considérées comme des réserves temporairement affranchies d'impôt, les provisions constituent une autre source d'autofinancement prévue par la loi régissant l'IBP. Au terme de l'Articles 9 de ladite loi, les entreprises pouvaient déduire, de leurs bénéfices imposables, "les provisions constituées en vue de faire face à des pertes ou charges nettement précisées et que des événements en cours rendent probables". Deux catégories de provision répondaient à cette définition fiscale : les provisions pour dépréciation et les provisions pour risques et charges. Elles étaient destinées à faire face, respectivement, à la baisse de valeur de certains éléments d'actif et aux dépenses futures. En revanche, les provisions réglementées¹ n'étaient pas concernées car elles

¹ Les provisions réglementées ne sont pas constituées pour faire face à des pertes ou charges, mais en vue de prélever sur le bénéfice (avant impôt) des sommes qui seront utilisées pour financer le développement de l'entreprise. C'est le cas des provisions pour investissement et les provisions pour implantation à l'étranger.

relèvent, au Maroc comme ailleurs, du régime fiscal spécifique à l'investissement (Codes des investissements). Sur le Plan comptable, les provisions qui recevaient totalement ou partiellement un emploi non-conforme à leur destination ou devenaient sans objet au cours d'un exercice ultérieur étaient rapportées aux recettes dudit exercice.

Les textes instituant l'IBP prévoyait enfin le report déficitaire et la possibilité de réévaluation des bilans. Ainsi l'Articles 14 du Dahir n° :1-59-430 portant réglementation de l'impôt sur les bénéfices professionnels stipule que les contribuables sont habilités à procéder, à la clôture de chaque exercice, à la réévaluation de certains éléments de l'actif et du passif de leur bilan : les éléments amortissables de l'actif et les terrains. La plus-value de réévaluation dégagée par la révision des bilans est obligatoirement portée à une réserve spéciale figurant au passif du bilan, appelée "réserve spéciale de réévaluation". Cette plus-value est égale, pour chaque élément, à la différence entre les valeurs d'actif nettes de cet élément, après et avant la réévaluation.

L'Articles 20 du même Dahir stipule que le déficit subi au cours d'un exercice compris dans la période de dix ans peut être déduit du bénéfice réalisé au titre de l'exercice suivant. Si ce bénéfice est insuffisant pour que la déduction puisse être intégralement opérée, l'excédent de déficit est reporté au deuxième et, éventuellement, au troisième exercice qui suit l'exercice déficitaire.

La complexité du mode de calcul de l'IBP (impôt progressif), l'étroitesse de son assiette et la faiblesse de son rendement financier (un dixième des recettes fiscales en 1985) ont conduit à son abandon en 1986. Un nouvel impôt pesant sur les bénéfices des entreprises allait voir le jour : c'est l'impôt sur les sociétés (IS).

1.1.2. Les apports de la loi instituant l'impôt sur les Sociétés

Alors que l'IBP ne concernait que les revenus professionnels des sociétés industrielles et commerciales à l'exclusion des revenus fonciers, l'IS s'applique au bénéfice global des personnes morales quelles que soit leurs activités. L'IS frappe particulièrement les sociétés, qu'elles aient ou non leur siège au Maroc et les établissements publics. Son champ d'exonération totale comprenait en 1987, date de sa mise en application, les

associations sans but lucratif et les organismes assimilés, les coopératives et les sociétés d'élevage de bétail¹. Une exonération de 50% est, par ailleurs, accordée aux sociétés agricoles au titre des bénéfices provenant des cultures céréalières, oléagineuses, sucrières, fourragères et cotonnières². Depuis, l'exonération totale ou partielle s'est étendue à d'autres entreprises soit conformément au contenu de la Charte de l'investissement de 1995 (cas, par exemple, des entreprises exportatrices et des entreprises artisanales) soit dans le cadre d'une politique sectorielle autonome (cas des entreprises hôtelières³).

Le taux de l'IS a été fixé, au départ, à 45% du bénéfice imposable. A compter de 1995, et après une série d'ajustement, ce taux a été ramené à 35%. La même année a connu l'entrée en vigueur de l'imposition, au taux de 39,5%, des établissements de crédit, Bank Al-Maghrib, la Caisse de Dépôt et de Gestion et les sociétés d'assurance et de réassurances. A l'instar de l'IBP, l'IS était également majoré de 10% au titre de la PSN et ce, jusqu'en 1996, date de la suppression de cet impôt supplémentaire par la loi des finances transitoire. Par ailleurs, la loi précise que le montant de l'IS ne peut être inférieur à une cotisation minimale dont la base est constituée par le montant hors-taxe des produits d'exploitation (chiffre d'affaires, produits financiers, subventions, etc.). Le taux de cette cotisation est fixé depuis 1992 à 0,50%, sans que son montant puisse être inférieur à 1500dh⁴.

Quant au traitement des charges à déduire de la base imposable, le texte de loi instituant l'IS reprend la plupart des dispositions prévues au titre de l'IBP. Quelques changements, apportés par des lois des finances ultérieures, méritent toutefois d'être signalés. En premier lieu, par dérogation aux taux d'amortissement usuels, la loi des

¹ Sont toutefois exclues du champ d'application de l'IS :

- Les sociétés en non collectif et les sociétés en commandite simple constituées au Maroc et ne comprenant que des personnes physiques ainsi que des associations en participation, sauf dans le cas où ces sociétés et associations optent pour l'imposition à l'impôt sur les sociétés,
- Les sociétés de fait,
- Les sociétés à objet immobiliers dont le capital est divisé en parts sociales ou actions nominatives.

² Bulletin officiel n°3873 du 21 janvier 1987

³ Les entreprises hôtelières créées à compter du 1/07/2000 bénéficient, pour la partie de leur chiffre d'affaires réalisé en devises, d'une exonération totale de l'IS durant les cinq premières années et d'une réduction de 50% pendant les cinq années suivantes (Bulletin Officiel n°4808bis du 29/06/2000)

⁴ Depuis 1994, le taux de cotisation minimale est ramené à 0,25 pour les opérations effectuées par les sociétés commerciales au titre des ventes portant sur : les produits pétroliers, le gaz, le beurre, l'huile, le sucre, la farine, l'eau et l'électricité.

finances de 1992 a limité les amortissements sur les véhicules de transport de personnes à un minimum 20% par an, sans que la valeur totale fiscalement déductible sur cinq ans ne puisse être supérieure à 200000dh par véhicule. En deuxième lieu, cette même loi a institué une provision, dans la limite de 3% du résultat fiscal brut, en vue d'alimenter un fonds destiné à financer l'acquisition ou la construction des logements affectés aux salariés de l'entreprise. En troisième lieu, la loi des finances de 1994 a autorisé les entreprises à opter pour le régime d'amortissement dégressif¹ qui vient remplacer l'ancien régime d'amortissement accéléré². En quatrième lieu, la loi des finances de 1995 a autorisé les entreprises minières à constituer une provision pour reconstitution de gisements. Le montant de cette provision est limité à 50% du bénéfice fiscal brut et ne peut dépasser 30% du chiffre d'affaires résultant de la vente des produits extraits des gisements exploités.

Une autre disposition de l'IBP, reprise par le texte instituant l'IS, concerne la réévaluation des bilans. L'Articles 21 dudit texte dispose que les sociétés peuvent procéder à la réévaluation des terrains et des éléments amortissables de l'actif, à l'exception de ceux qui sont amortis depuis plus de vingt-quatre mois à la date du bilan réévalué. N'ayant pas été traduite par un décret d'application, cette disposition a été abrogée par la loi des finances de 1998.

1.2. La réforme de la fiscalité de financement des entreprises.

Comme nous l'avons démontré dans la première partie de ce travail, le mode de financement constitue un élément déterminant du coût de capital. Or pour financer un projet d'investissement, les entreprises ont le choix entre deux formules : l'emprunt et les fonds propres. Le choix est souvent redevable à la charge fiscale pesant sur chaque mode financement.

¹ L'amortissement dégressif est calculé en multipliant la valeur comptable nette de l'actif par un taux d'amortissement constant déterminé en appliquant au taux linéaire un coefficient multiplicateur. Ce coefficient est égal à 1,5 si la durée de vie de l'actif est comprise entre 3 et 4 ans, 2 si cette durée est comprise entre 5 et 6 ans et enfin 3 si elle est supérieure à 6 ans.

²Signalons, qu'outre les régimes d'amortissement linéaire et dégressif, le Code général de normalisation comptable a prévu un troisième régime : le régime d'amortissement exceptionnel. Il permet de tenir compte de la perte de valeur subis par certains éléments d'actif en plus de la dépréciation économique normale. La détermination de cette perte s'obtient par comparaison entre la valeur actuelle de l'actif et sa valeur nette d'amortissement. Si la différence constatée est négative, il y a lieu de constater un amortissement exceptionnel égal à cette différence.

Au cours de ces dernières années, la fiscalité marocaine de financement a connu plusieurs aménagements. L'objectif est de passer d'une fiscalité largement favorable à l'endettement à une fiscalité incitatrice au renforcement des fonds propres.

Que ce soit sous l'ancien régime de l'IBP ou le régime actuel de l'IS, le financement par emprunt a toujours bénéficié de la déductibilité des charges d'intérêt. Cet avantage permet naturellement d'accentuer l'effet de levier financier, en particulier lorsque la rentabilité des capitaux investis est suffisante pour couvrir les frais d'endettement. C'est surtout en présence de tensions inflationnistes que cet avantage paraît plus net car l'entreprise paie moins cher les charges d'emprunt exprimées en termes nominaux.

En raison de la vulnérabilité provoquée par le financement par emprunt et afin de renforcer l'autonomie financière des entreprises marocaines, principalement des PME, le législateur a introduit plusieurs mesures fiscales favorables au financement par fonds propres.

1.2.1. La baisse tendancielle de l'impôt sur les bénéfices des sociétés

Cette mesure vise d'abord à diminuer le niveau de la pression fiscale et partant une amélioration des *cash-flow* nets des entreprises. Le résultat serait une augmentation des marges brutes d'autofinancement et les revenus des actionnaires. Ces derniers interpréteront une telle mesure comme un signal de performance de l'entreprise, ce qui les inciterait à investir davantage en capitaux propres.

D'un taux plafond de 48%, au titre de l'ancien IBP, on est passé, après une série d'ajustements, à 35% en 1996. A cela vient s'ajouter la suppression de la PSN par l'Articles 9 de la loi des finances de 2001.

Des baisses provisoires de l'IS ont été également introduites par certaines lois des finances en vue d'encourager l'augmentation du capital. A titre illustratif, la loi des finances de 1995 a institué une réduction dudit impôt égale à 10% du montant de l'augmentation du capital au profit des sociétés ayant augmenté leur capital social entre le 1^{er} janvier et le 31 décembre 1995. De même, un abattement de 50% de l'IS pendant cinq ans a été prévu par la loi des finances de 2001 en faveur des entreprises qui procèdent à l'augmentation du capital lors de leur introduction en bourse.

Toutefois, il convient de signaler que de telles mesures ne concernent que les entreprises qui réalisent des bénéfices. Celles déficitaires ne peuvent en aucun cas en profiter puisque l'abattement est imputable sur l'impôt à payer.

1.2.2. L'allègement de la charge fiscale pesant sur les bailleurs de fonds :

L'imposition des revenus des bailleurs de fonds (actionnaires et obligataires) remonte à 1973. Depuis cette date, les actionnaires sont assujettis à la taxe sur les produits des actions ou parts sociales et revenus assimilés (TPA). Quant aux obligataires, ils sont passibles à la Taxe sur les Produits de Placements à Revenu Fixe (TPPRF).

Le taux de la première taxe (taxe sur les produits des actions ou parts sociales et revenus assimilés) a été fixé au départ à 30% pour les personnes physiques résidentes au Maroc et à 25% pour les non-résidents. Depuis, ce taux a subi une série d'ajustements dans le sens de son allègement. Ainsi, il a été unifié et ramené à 25% en 1978, puis à 15% en 1990 avant d'être fixé à 10% à partir de 1995.

Pour ce qui est de la Taxe sur les Produits de Placements à Revenu Fixe, son taux a été fixé au départ à 25%. Mais, sous la pression du lobby financier et bancaire, cette taxe allait être supprimée quelques mois seulement après sa création (loi de finances rectificative de 1973). Il fallait attendre 1987 pour voir naître une nouvelle taxe frappant les revenus d'intérêt et bons de caisse. Son taux était de 15% pour les personnes qui déclinent leur identité et 20% pour celles qui préfèrent garder l'anonymat. Cette taxe allait être elle-même abrogée, dans le cadre de la loi des finances de 1992, pour laisser la place à nouveau à TPPRF. Son taux s'élève à 20% si le contribuable décline son identité et 30% libératoire de l'IGR dans le cas inverse.

Signalons au passage que les revenus issus des titres d'emprunts garantis ou émis par l'Etat n'ont été fiscalisés qu'en 1994. La loi des finances de ladite année avait fixé, à titre transitoire, le taux de la Taxe sur les Produits de Placement à Revenu Fixe appliqué à ce type de titres à 10%. Par la suite, le taux a été ramené à son niveau standard, soit 20% ou 30% selon que la personne décline ou non son identité.

Par souci de simplifier les procédures fiscales, la TPPRF et la TPA ont été abrogées par l'Articles 12 de la loi des finances du second semestre 2000. Désormais, les

revenus de placements et profits de capitaux mobiliers sont regroupés dans une seule taxe dite "retenue à la source", sans aucun changement au niveau des conséquences fiscales. Les mêmes règles relatives à l'assiette, aux taux et aux modalités de liquidation et de recouvrement sont maintenues.

1.2.3. L'incitation à la rétention des bénéfices

La principale mesure prise dans ce sens concerne l'autorisation à la constitution de réserves. Trois types de réserves sont prévus par la législation marocaine : les réserves obligatoires, statutaires et facultatives. Les premières s'élèvent à 5% du bénéfice de chaque exercice jusqu'à ce qu'elles atteignent 10% du capital social pour les sociétés anonymes et 20% pour les autres formes de sociétés. Ces réserves ne peuvent être ni distribuées aux actionnaires sous forme de dividendes, ni servir à l'amortissement ou au rachat du capital, sauf pour la partie dépassant le minimum légal.

Pour ce qui est des réserves statutaires, elles obéissent aux mêmes règles que les premières, mais peuvent, en revanche, être affectées à l'apurement des déficits ou à une augmentation du capital.

Enfin, les réserves facultatives sont constituées librement par les sociétés afin d'alimenter le fonds de roulement ou encore faire face à des pertes éventuelles.

1.2.4. L'imposition réduite des apports en sociétés

Depuis les années soixante, les sociétés marocaines bénéficient d'une imposition réduite, soit 0,5%, au titre du droit proportionnel d'apport en faveur des constitutions et des augmentations de capital. Pour les banques d'investissement, les *holdings* et les sociétés dont l'ensemble des revenus de leurs titres de participations représente 70% au moins de leur chiffre d'affaires, la loi des finances de 1985 a ramené ce taux à 0,25%.

1.2.5. Le renforcement de la capacité d'autofinancement des entreprises

Outre les dispositions fiscales favorables à la rétention des bénéfices, des mesures ont été prévues, en amont, pour permettre d'alimenter la capacité d'autofinancement des entreprises. Il s'agit particulièrement de la déductibilité des amortissements et des provisions ainsi que l'imposition réduite des produits de cession des immobilisations.

Comme nous l'avons cité précédemment, les lois fiscales marocaines (lois sur l'IBP et loi sur l'IS) avait autorisé la déduction des charges d'amortissements et de provisions. Mais les mesures les plus audacieuses dans ce sens restent certainement l'autorisation d'application de l'amortissement accéléré (Codes des Investissements de 1960, 1973 et 1983), l'instauration de l'amortissement dégressif en 1994 et enfin la possibilité de constitution d'une provision pour investissement en franchise d'impôt (Codes des Investissements de 1960, 1983 et la Charte de l'investissement de 1995).

Pour ce qui est des produits de cession des immobilisations, une exonération totale est prévue pour les entreprises qui s'engagent par écrit, auprès des services de l'administration fiscale, à réinvestir lesdits produits. En cas de non réinvestissement, l'exonération devient partielle et prend la forme d'abattements dont les taux dépendent de la durée de vie accomplie par le bien immobilisé au sein de l'actif de l'entreprise.

1.3. Le remaniement graduel des lois fiscales spécifiques à l'investissement

Depuis l'Indépendance, le Maroc a connu cinq générations de lois spécifiques à l'investissement reflétant les orientations de politique économique suivies par les gouvernements successifs. Il s'agit des Codes des investissements de 1958, de 1960, de 1973 et les Codes élaborés au cours des années quatre-vingt, abrogés par la loi cadre n° 18-95 du 8 novembre 1995 formant la Charte de l'investissement. Certes, cette évolution témoigne de l'intérêt que les pouvoirs publics accordent à la promotion de l'investissement, mais constitue également un signe de l'incapacité de ces mêmes pouvoirs à mettre en place une politique incitative cohérente et stable.

1.3.1. Le Code des investissements de 1958

Le premier Code, en date du 13 septembre 1958, fut conçu comme un des instruments de la politique d'indépendance nationale dont la traduction complète s'est concrétisée dans le Plan de développement national 1960-1964. Visant à faire redémarrer la machine industrielle, ce Code s'adressaient exclusivement aux secteurs prioritaires, en particulier les industries de base, les industries de valorisation des matières premières et les industries de substitution aux importations. Il prévoyait la réduction des droits d'enregistrement, le remboursement des droits de douane sur les biens d'équipement, le bénéfice des amortissements accélérés et l'exonération partielle de la patente. Il

assurait également la garantie de retransfert du produit de la liquidation des investissements. Le bénéfice de ces avantages était toutefois conditionné par l'agrément de la Commission Nationale de l'Investissement présidée par le Ministre de l'Economie Nationale. Ce dernier se chargeait d'arrêter la liste des activités bénéficiaires des avantages prévus par le Code.

1.3.2. Le Code des investissements de 1960

La complexité et la lourdeur de la procédure d'attribution des avantages ont conduit à l'abandon du Code de 1958 et la promulgation du Code de 1960¹. Intervenant au cours de la deuxième année du Plan quinquennal 1960-1964, ce nouveau Code constitue une sorte de correction du Code de 1958. Les avantages s'adressent désormais aux "entreprises de production" qui exercent ou se proposent d'exercer leurs activités dans les secteurs industriels définis par l'Arrêté conjoint du Ministère de l'Economie Nationale et des Finances et du Ministère du Commerce, de l'Industrie, des Mines, de l'Artisanat et de la Marine Marchande. Cet Arrêté distingue deux listes d'activité économique. La première comprend les "industries de base" qui bénéficient de tous les avantages prévus par le Code. La seconde liste comprend les "industries des secteurs prioritaires"; elle ne peut se prévaloir que de l'une ou plusieurs des mesures d'encouragement prévues, selon l'appréciation de la commission des investissements². Celle-ci se charge de décider si d'autres entreprises peuvent être considérées comme faisant partie de la liste des activités des industries de base pour bénéficier de l'ensemble des avantages du Code³.

Les avantages fiscaux prévus par le Code de 1960 sont nombreux. Quatre d'entre eux méritent d'être signalés :

- la constitution d'une provision en franchise d'impôts pour l'acquisition du matériel neuf. Cette provision, qui entend encourager l'autofinancement des entreprises

¹ Dahir portant loi n° 1-60-383 du 31 décembre 1960 relatif aux incitations à l'investissement

² Le Code de 1960 avait prévu la création d'une Commission des Investissements dont la composition et les modalités de fonctionnement étaient fixées par arrêté du Ministre de l'Economie Nationale. Cette commission avait un pouvoir d'appréciation et d'attribution. Elle fixait les avantages en fonction de la nature de l'activité considérée.

³ Les listes des industries de base et des industries des secteurs prioritaires ne sont pas figées. Elles ont été modifiées à plusieurs reprises entre 1960 et 1973.

agréées par la Commission des Investissements, ne peut excéder 40% de la valeur des investissements, ni 50% du bénéfices net d'exploitation de chaque exercice,

- l'exonération, totale ou partielle, des droits de douane pour l'importation du matériel et biens d'équipement neufs, à l'exception de ceux qui sont destinés à la réalisation d'un simple renouvellement et ceux que l'industrie marocaine peut fournir aux mêmes conditions de prix et de qualité,
- la possibilité d'inclure dans les charges déductibles, les amortissements accélérés dans la limite du double des taux généralement applicables,
- l'octroi d'une prime d'équipement après examen du projet d'investissement par la commission. Cette prime est fonction de l'intérêt économique et social de l'investissement proposé. Son taux varie selon le lieu d'implantation de l'entreprise. Il est nul si l'investissement est réalisé à Casablanca-Mohammadia, de 20% à Tanger et de 15% dans le reste du pays.

1.3.3. Le Code des investissements de 1973

Soucieux d'adapter une nouvelle fois la politique de promotion fiscale de l'investissement aux orientations du Plan 1973-1977, les pouvoirs publics ont tenté une nouvelle expérience via le Code de 1973. A la différence du Code de 1960 qui a retenu le critère d'entreprise de production pour l'octroi des avantages fiscaux, celui de 1973 procède par énumération des secteurs d'activité jugés prioritaires. Il s'agit de l'industrie, des mines, du tourisme, de l'artisanat, de la pêche et la marine marchande. Pour chacun de ces cinq secteurs, la loi définit des avantages spécifiques à octroyer aux investissements remplissant les conditions requises. A ces Codes viennent s'ajouter un sixième destiné exclusivement à la promotion des exportations.

Cette "*sectorialisation*" des Codes témoignent de la volonté des autorités publiques à différencier les mécanismes d'incitation en fonction des données propres à chaque secteur. Elle avait pour but non seulement l'encouragement des activités économiques prioritaires, mais également la création d'une certaine concurrence entre les départements ministériels concernés par les investissements encouragés.

Promulgué quelques mois seulement après la loi sur la *marocanisation*¹, le Code de 1973 avait modulé les avantages fiscaux en fonction de la localisation géographique. Ceux-ci étaient d'autant plus élevés que l'implantation se seraient éloignés de Casablanca. De même, la procédure d'agrément de l'investissement ordinaire a été simplifiée au maximum. La Commission des investissements, qui avait fait l'objet de beaucoup de critiques, a été supprimée et les conditions de recevabilité de l'investissement ont été allégées. Le principe d'automaticité dans l'octroi des avantages, exceptionnel dans le cadre du Code de 1960, deviendra ainsi la règle. Le promoteur de l'investissement projeté, dont le dossier n'a pas reçu de réponse après un délai de 30 jours à compter de la date de dépôt, pouvait saisir les services du premier ministre. Ces derniers étaient tenus de se prononcer, sur la suite réservée au dossier, dans un nouveau délai impératif de 30 jours.

Le principal avantage accordé a été l'exonération temporaire de l'IBP pendant les dix premières années soit d'exploitation pour les entreprises nouvellement créées soit à compter de l'exercice de publication du Dahir forant Code des investissements pour les entreprises déjà existantes. Cette exonération était totale pour les entreprises exportatrices quel que soit le lieu de leur localisation. Pour les non exportatrices, l'exonération totale ne concernait que les investissements réalisés dans les provinces les moins industrialisées (la zone A)². Ceux réalisés dans les autres provinces sauf la préfecture de Casablanca (la zone B), ne pouvaient profiter que de 50% de réduction. L'exonération a également touchée l'impôt des patentes. Elle était de dix ans pour les entreprises touristiques et de cinq ans pour les entreprises industrielles, artisanales, maritimes et minières nouvellement créées. Celles déjà existantes pouvaient en bénéficier si elles réalisaient une extension, mais seulement sur les éléments afférents à ladite extension.

Une troisième forme d'exonération a concerné les droits de douane. Elle profitait aux entreprises industrielles, artisanales ou minières sur l'importation du matériel et biens d'équipement neuf ou d'occasion, à l'exception de ceux qui pouvaient être fournis

¹ Dahir portant loi n° 1-73-210 mars 1973

² Il s'agit des provinces de Tanger, Tan-Tan, El Hoceima, Taza, Oujda, Ksar-Souk, Ouarzazate, Tarfaya et le cercle d'Essaouira.

localement à des conditions de qualité et de délais équivalents, et dans la limite d'une majoration de prix de 20%. Dans le même ordre d'idées, lors de la constitution ou de l'augmentation du capital, les entreprises bénéficiaient d'une réduction des droits d'enregistrement allant de 0,5% à 2,5%. Enfin les entreprises se voyaient exonérer de la taxe sur les produits frappant les biens d'équipements, outillage et matériel importés ou acquis localement.

Par souci de renforcer la structure financière des entreprises, le législateur avait autorisé celles nouvellement créées à Casablanca ou réalisant une extension quel que soit leur lieu d'implantation de pratiquer les amortissements accélérés dans la limite du double des taux généralement admis.

1.3.4. Le Code des investissements de 1983

Dix ans après l'entrée en vigueur du Code de 1973, les autorités marocaines se sont engagées dans un processus de révision des textes relatifs aux investissements. Ainsi un ensemble de Codes a été promulgué entre 1983 et 1987, puis amendé en 1988 ; l'un ayant un caractère général (Code des investissements industriels) et les autres un caractère sectoriel (les Codes des investissements touristiques, miniers, maritimes, artisanaux et immobiliers).

Par rapport au Code de 1973, ceux adoptés au cours des années quatre-vingt prévoyaient l'extension du champ d'application des textes et la révision de la modulation des avantages en fonction du lieu géographique d'implantation des projets. Ces avantages étaient ainsi plus nombreux et plus importants dans les zones éloignées de la métropole industrielle (Casablanca). De plus, les restrictions liées à la nationalité des investisseurs ont été levées et une attention particulière a été accordée à l'aménagement des zones industrielles et au soutien aux petites et moyennes industries¹.

Le Code des investissements industriels avait divisé le territoire marocain en quatre zones auxquelles la loi attribuait des avantages différenciés selon la taille de

¹ Seules peuvent bénéficier des avantages du Code des investissements industriels, les entreprises industrielles devant fabriquer des produits finis et dont le projet d'investissement est supérieur ou égal à 100 000dh, les petites et moyennes industries et les entreprises de services liés à l'industrie,

l'entreprise, la zone d'activité et la nature de l'impôt¹. Sur le plan fiscal, une attention particulière a été accordée à l'allégement de l'impôt pesant sur les bénéficiaires des sociétés. Ainsi, durant les dix premières années de création ou d'extension, les entreprises installées dans la zone IV pouvaient bénéficier d'une exonération totale de l'IBP. Quant à celles implantées dans la zone III, elles ne pouvaient bénéficier que d'une réduction de 50% dudit impôt.

Quelle que soit la zone d'implantation, les entreprises industrielles ou à caractère industriel étaient autorisées à constituer, en franchise d'impôt, une provision destinée à financer ultérieurement des programmes d'investissement dans les zones III et IV. Cette provision ne pouvait, néanmoins, excéder annuellement 20% du bénéfice d'exploitation réalisé. Elle ne pouvait pas non plus dépasser 30% du programme d'investissement. La part de la provision reconnue par l'administration comme ayant été effectivement utilisée dans le délai prescrit pour l'investissement prévu, pouvait être transférée à un compte de réserves ordinaires en franchise d'impôts. Quant à la part non utilisée dans le délai prescrit, elle devait être réintégrée à l'exercice au titre duquel elle a été constituée.

A ces avantages viennent s'ajouter l'exonération des droits d'importation sur les matériels, outillage et biens d'équipement au profit des entreprises réalisant des projets de création ou d'extension dans les zones III et IV, celles effectuant des extensions dans les zones I et II ainsi que les PMI opérant dans les zones II, III et IV. Ces mêmes conditions s'appliquaient également à l'exonération des droits d'enregistrement résultant de l'acquisition, à titre onéreux, de terrains industriels et à la réduction des droits d'enregistrements et de timbre, fixée à 0,5% en faveur des constitutions et des augmentations de capital des sociétés. Enfin, les grandes entreprises opérant en zones III et IV et les PMI en activité dans les zones II, III et IV pouvaient bénéficier d'une exonération de l'impôt des patentes pendant les cinq premières années d'exploitation.

¹ Il s'agit des quatre zones suivantes:

- La zone I contenant uniquement la préfecture de Casablanca-Anfa
- La zone II qui inclut les préfectures de Hay-Mohammadi-Ain Sebâa, Ben M'Sik Sidi Othman, Ain Chok-Hay Hassani, Mohammadia-Zenata et la province de Benslimane.
- La zone III qui inclut la préfecture de Rabat-Salé et les provinces d'Agadir, Fès, Kénitra, Marrakech, Meknès, Safi, Tanger et Tetoun.
- La zone IV qui englobe le reste du Maroc.

Tout en reprenant l'essentiel des apports du Code industriel, les Codes des investissements sectoriels avaient introduit quelques rares nouvelles dispositions fiscales. Elles s'adressaient surtout aux entreprises opérant dans le secteur immobilier qui bénéficiaient de privilèges fiscaux les plus importants. Il s'agit de l'exonération totale, durant les quinze premières années d'exploitation, de la patente, de la taxe urbaine et de l'impôt sur les bénéfices.

Suite aux amendements de 1988, les avantages procurés aussi bien par le Code industriel que les Codes sectoriels ont subi une révision à la baisse. Elle a touché principalement la durée d'exonération de l'impôt frappant les bénéfices des sociétés. Quel que soit le secteur d'activité auquel appartient l'investissement encouragé, cette durée a été ramenée à cinq ans. Pendant les cinq années suivantes, les entreprises concernées par cet investissement ne pouvaient bénéficier que d'une réduction de 50% dudit impôt. Concernant particulièrement les entreprises maritimes et les entreprises industrielles opérant dans les zones III et VI, cette dernière disposition pouvait être remplacée par l'application du régime d'amortissement accéléré dans la limite du double des taux standards.

D'autres mesures d'encouragement, à caractère limité, ont été prévues par le Dahir du 3 juillet 1989. Elles étaient destinées aux diplômés de la formation professionnelle désireux de créer des projets d'investissement dans le domaine de leur formation. Il s'agit, particulièrement, de l'exonération de l'impôt sur les sociétés pendant les cinq premières années consécutives à l'exploitation du projet et la réduction de 50% du montant dudit impôt sur les cinq années suivantes, l'exonération des droits d'importation et de la TVA sur les matériels, outillages et biens d'équipement neuf et certains biens d'occasion et enfin l'exonération totale de l'impôt des patentes pendant les cinq premières années d'exploitation.

1.3.5. La Charte de l'investissement de 1995

Le dernier dispositif d'incitation à l'investissement, appelé "Charte de l'investissement" est entré en application à partir de 1996. Ce n'est pas un Code unique en remplacement des Codes existants, mais une loi cadre qui transfère dans le domaine du Droit commun une bonne partie des avantages qui figurent dans les

anciens textes. Ce nouveau dispositif est fondé sur trois principes : la *généralisation* (les mesures d'encouragement des investissements s'appliquent à tous les secteurs d'activité), l'*harmonisation* (tous les projets d'investissement sont traités de façon uniforme) et l'*automaticité* (les procédures sont simplifiées au maximum).

Au Plan fiscal, la Charte de l'investissement vise principalement l'allègement de la charge fiscale afférente aux opérations d'acquisition des matériels, outillages, biens d'équipement et terrains nécessaires à la réalisation de l'investissement. Elle vise en outre la réduction des taux d'imposition sur les revenus et les bénéficiaires tout en maintenant un régime fiscal préférentiel en faveur des entreprises exportatrices et artisanales ainsi que celles qui s'implantent dans les préfectures ou provinces défavorisées. En troisième lieu, la Charte préconise le renforcement des garanties accordées aux investisseurs en aménageant les voies de recours en matière de fiscalité nationale et locale. En même temps, elle prévoit une meilleure répartition de la charge fiscale et une bonne application des règles de libre concurrence, notamment par la révision du champ d'application des exonérations fiscales accordées. Enfin, une attention particulière a été accordée à la promotion des places financières *offshore* et des zones franches d'exportation.

Pour concrétiser ces orientations, la Charte prévoit une batterie de dispositions qui diffèrent selon que le projet d'investissement soit en phase de démarrage ou d'exploitation. Lors du démarrage de l'investissement, les entreprises bénéficient de l'exonération totale des droits d'enregistrement pour l'acquisition des terrains destinés à la réalisation du projet, ainsi que de la TVA et du PFI (Prélèvement Fiscal sur l'Importation) afférents aux biens d'équipement, matériels et outillages. Elles bénéficient également d'une réduction des droits de douane appliqués à ces mêmes intrants et des droits d'enregistrement sur certains actes¹.

En phase d'exploitation, les principales mesures fiscales prévues par la Charte peuvent être groupées en trois familles. En premier lieu, la constitution d'une provision pour investissement, qui profitait dans le cadre de l'ancien Code (Code de 1983)

¹ Il s'agit des actes d'acquisition de terrains destinés à la réalisation d'opérations immobilières ou pour les premières acquisitions de construction, qui bénéficient d'une réduction de 50%, et des actes relatifs aux apports en société à l'occasion de la constitution ou de l'augmentation du capital.

uniquement aux entreprises investissant dans les zones III et IV, a été généralisée à toutes les entreprises, quel que soit leur lieu d'implantation. Les entreprises peuvent également bénéficier du régime d'amortissement dégressif pour les biens d'équipement et de l'exonération de la TPI (Taxe sur les Profits Immobiliers) à l'occasion de la première cession de locaux à usage d'habitation.

En deuxième lieu, outre la révision à la baisse de l'IS et le réarrangement des taux de l'IGR, des dispositions avantageuses sont prévues au profit de certaines catégories d'entreprises. Ainsi, les entreprises exportatrices de biens et services sont exonérées, au titre de l'IS (impôt sur les sociétés) ou de l'IGR (impôt général sur les revenus) pour le chiffre d'affaires réalisé à l'exportation pendant une période de cinq années, à compter de la première opération d'exportation. Au delà de cette période, une réduction de 50% desdits impôts est accordée sans limitation dans le temps. Pour les entreprises artisanales, elles bénéficient d'une réduction de 50% de l'IS ou de l'IGR pendant les cinq premières années d'exploitation quel que soit leur lieu d'implantation. Enfin, les entreprises qui s'implantent dans les préfectures ou provinces, dont le niveau d'activité économique exige un traitement fiscal préférentiel, bénéficient d'une réduction de 50% de l'IS ou de l'IGR pendant les cinq premiers exercices suivant la date de leur exploitation¹.

En troisième et dernier lieu, d'autres dispositions fiscales sont prévues au titre de l'impôt des patentes, de la taxe urbaine et de la PSN (Participation à la Solidarité Nationale). S'agissant de l'impôt des patentes et de la taxe urbaine, un congé fiscal pendant les cinq premières années d'activité est prévu au profit des entreprises industrielles et commerciales. Certaines catégories d'entreprises telles les banques, les sociétés d'assurances et les agences immobilières sont toutefois exclues de cette mesure incitative. En matière de PSN, une suppression est prévue pour les bénéficiaires des entreprises passibles de l'IS. Cependant, les bénéficiaires et revenus totalement

¹ La liste des préfectures et provinces bénéficiaires de cette disposition a été établie par le décret n°2-98-520 du 30 juin 1998, puis complété par le décret n°2-99-242 du 30 juin 1999. Elle comprend les préfectures et provinces situées au Nord (Al-Hoceima, Berkane, Chefchaouen, Larache, Nador, Oujda-Angad, Tanger-Asilah, Fahs-Beni-Makada, Taounate, Taourirt, Taza, Tétouan et Jerada) et au sud (Boujdour, Es-Semara, Guelmim, Laâyoune, Oued-Ed-Dahab, Tan-Tan et Tata).

exonérés de l'IS sont passibles d'une contribution de 25% du montant dudit impôt normalement exigible.

Au terme de cette synthèse, nous constatons que les Codes des investissements au Maroc n'ont pas cessé d'évoluer. Le contenu de ces Codes reflète les orientations des politiques économiques menées par les différents gouvernements et constituent, souvent, un moyen d'atteindre efficacement les objectifs fixés par les Plans de développement. D'un Code hésitant établis au service d'une politique économique dirigiste (Code de 1958), nous sommes passés à un Code à vocation libéral, mais au service d'une politique économique hésitante (Code de 1960). Viennent ensuite les Codes sectoriels de 1973, plus généreux, mais s'identifiant avec un programme ambitieux et une grande laxisme à l'égard du capital étranger. Les Codes des années quatre-vingt constitue une réponse à l'échec des politiques économiques retracées au cours de la décennie soixante-dix. Outre le fait qu'ils avaient prévu des avantages plus substantiels, ces nouveaux Codes se sont intégrés dans une double perspective : la libéralisation progressive de l'économie marocaine dans le cadre du Programme d'Ajustement Structurels (PAS) et le développement régional. Les faiblesses et les anomalies de ces Codes ont poussé le gouvernement à inscrire, pour la première fois, les avantages fiscaux dans le Droit commun : c'est la naissance de la Charte de l'investissement, élaborée dans une perspective de consolidation du libéralisme économique et une plus grande ouverture sur le capital étranger.

1.4. L'allégement des charges fiscales pesant sur le capital étranger

En complément des mesures exposées ci-dessus, les autorités publiques ont adopté ou approuvé un ensemble de dispositions fiscales profitant essentiellement aux investisseurs étrangers. Il s'agit, principalement, de la loi instituant les centres de coordination, les lois relatives aux zones franches et la conclusion de plusieurs conventions de non-double imposition avec des pays tiers. Ces trois mesures contribuent naturellement à l'allégement du coût de capital associé aux investissements transnationaux.

1.4.1. Les dispositions fiscales en faveur des centres de coordination

Les centres de coordination ont été institués dans le cadre de la loi des finances 1997/1998. L'Articles 8 de ladite loi dispose que par centre de coordination, il faut entendre "toute filiale ou succursale d'une société ou d'un groupe international dont le siège est à l'étranger et qui exerce, au seul profit de cette société ou de ce groupe, des fonctions de direction, de gestion, de coordination ou de contrôle dans un rayon géographique déterminé¹". C'est une entité juridique dont l'activité principale consiste en la prestation de services correspondant à des fonctions internes, et donc non commercialisables auprès des tiers. Cela veut dire que les prestations fournies par le centre de coordination ne sont pas susceptibles de générer un chiffre d'affaires auprès d'entités externes. Sinon, le centre est tenu de procéder à la facturation de ses prestations soit directement aux tiers concernés soit à l'entité étrangère qu'il représente.

Le champ des prestations du centre de coordination inclut deux types de fonction : les fonctions de direction ou de gestion administrative des entités relevant de la compétence du groupe (centralisation des travaux comptables, de gestion du personnel et autres) et les fonctions de coordination ou de contrôle des activités de ces mêmes entités.

Au plan fiscal, les centres de coordination sont assujettis à l'impôt sur les sociétés au taux du Droit commun. Cependant, la base imposable ne correspond qu'à 10% du montant de leurs dépenses de fonctionnement à laquelle s'ajoute, le cas échéant, le résultat des opérations non courantes². Les charges à prendre en considération incluent toutes les dépenses engagées au cours de l'exercice y compris les charges ne correspondant à aucun décaissement (amortissements et provisions), les frais financiers courants, la quote-part des frais du siège imputables au centre et les frais de sous-traitance.

¹ Bulletin officiel n°4495 bis du 30 juin 1997

² Sont considérées comme "opérations non courantes", toutes les opérations qui ne sont pas liées à l'activité ordinaire ou habituelle du centre. Il en est ainsi des plus ou moins values sur les cessions d'actifs immobilisés sous réserve des abattements prévus par l'article 19 de la loi régissant l'impôt sur les sociétés, les provisions pour dépréciation incorporelles ou encore les amortissements exceptionnels.

1.4.2. Les dispositions fiscales en faveur des zones franches

Des mesures fiscales particulières ont été également instituées au profit des zones franches de Tanger et de Nador. Le 1^{er} texte, en date du 30 décembre 1961, stipule qu'il est créé à partir du 1^{er} janvier 1962, dans l'enceinte portuaire de Tanger une zone franche. Les opérations effectuées à l'intérieur de cette zone ainsi que les bénéfices et les gains réalisés sont exonérés de tout impôt. Deux ans plus tard, un nouveau Dahir (Dahir n° 1-63-339) est venu instaurer des mesures d'atténuation fiscales en matière d'impôts directs dans la province de Tanger. Sont ainsi réduits de moitié l'impôt des patentes, la taxe urbaine frappant les immeubles et l'impôt pesant sur les revenus des contribuables résidant ou ayant leur siège dans la province de Tanger et se rapportant à une activité exercée à titre principal dans le ressort de ladite province.

Par ailleurs, le Dahir n° 1-91-131 du 26 février 1992 portant promulgation de la loi n° 58-90 relative aux places financières *offshore* précise le régime fiscal applicable aux banques *offshore* et les sociétés holding *offshore*. Les premières sont soumises pour les quinze premières années consécutives à la date d'obtention de l'agrément soit à l'impôt sur les sociétés au taux préférentiel de 10%, soit à un impôt forfaitaire sur les sociétés fixé à la contre-valeur en dirham de 25 000\$ US par an libérateur de tous autres impôts et taxes frappant les bénéfices ou les revenus. Au-delà de cette période, les banques *offshore* sont soumises à l'impôt sur les sociétés selon le régime du Droit commun. D'autres exonérations fiscales sont prévues au profit de ces mêmes institutions. Il s'agit en particulier de l'exonération des droits d'enregistrement, de l'impôt des patentes, de la taxe urbaine due à raison des immeubles occupés par leurs sièges ou agences, des droits et taxes dus à l'importation ainsi que de la TVA au titre des opérations réalisées (TVA sur intérêts et commissions) et des acquisitions locales de matériels, mobilier et biens d'équipement à l'état neuf, nécessaires à leur exploitation. Notons que les dividendes distribués par les banques *offshore*, ainsi que les intérêts servis sur les placements effectués en monnaies étrangères, convertibles auprès des ces mêmes institutions, bénéficient de l'exonération fiscale au titre, de la TPA et la TPRF respectivement.

De leur côté, les sociétés *holding offshore* sont soumises à un impôt forfaitaire libérateur de l'IS ou de l'IGR, fixé à la contre-valeur en *dirhams* de 5000\$ US par an pendant les quinze premières années consécutives à leur installation. Au terme de cette période, ces sociétés se voient appliquer le taux d'imposition selon le régime du Droit commun. Pour les autres impôts et taxes (TVA, patente, etc.), les sociétés *holding offshore* sont soumises aux mêmes dispositions que celles applicables aux banques offshore.

La législation relative aux zones franches d'exportation a été instituée par le Dahir n°1-95-1 du 26 janvier 1995 portant promulgation de la loi n° 19-94¹. Selon les dispositions de ladite loi, les entreprises installées dans une zone franche d'exportation bénéficient d'un régime fiscal de faveur². En matière d'impôt sur le résultat, avant la loi des finances de 2001, les entreprises en question étaient soumises, pendant quinze ans, à compter de la date de début d'exploitation, selon le cas, à l'impôt sur les sociétés au taux de 10% ramené par la loi des finances de 1999 à 8,75% ou à l'Impôt Général sur le Revenu auquel s'applique un abattement de 80%. La loi des finances de l'année 2001 a modifié cette disposition dans le sens de son harmonisation avec le régime applicable aux entreprises implantées dans la province de Tanger. A cet égard, les entreprises bénéficient de l'exonération totale de l'impôt sur le résultat durant les cinq premières années d'exploitation. Au terme de cette période, et durant les dix exercices suivants, ces entreprises se voient appliquer un taux réduit de 8,75% si elles relèvent de l'impôt sur les sociétés et un abattement de 80% de l'impôt si elles relèvent de l'Impôt Général sur le Revenu. Après l'écoulement de la durée de quinze ans, à compter de la date de début d'exploitation, les entreprises installées dans la zone franche d'exportation relèvent du régime de Droit commun, en particulier le régime relatif aux activités exportatrices à savoir l'exonération totale de l'impôt à hauteur de 50%.

¹ En application de cette loi, les autorités publiques marocaines ont créé deux zones franches d'exportation : la zone de Tanger d'une superficie de 345 hectares (Décret n° 2-96-511 du 10 novembre 1997) et la zone de Nador d'une superficie de 300 hectares (décret n° 2-96-512 du 10 novembre 1997).

² Les zones franches d'exportation sont définies comme des espaces déterminés du territoire douanier où les activités industrielles et de services, qui y sont liées sont soustraites, selon les conditions et limites posées par la loi 19-94, à la réglementation douanière et au contrôle du commerce extérieur et des changes.

En complément des avantages prévus au titre de l'impôt sur le résultat, les entreprises installées dans le zone franche d'exportation bénéficient de l'exonération des droits d'enregistrement et de timbre, exonération frappant les actes de constitution et d'augmentation de capital ainsi que les acquisitions de terrains nécessaires à la réalisation de l'investissement. L'exonération concerne également, pendant les quinze premières années d'exploitation, l'impôt des patentes et la taxe urbaine. En matière de TVA, la loi a prévu une exonération sur les produits et services en provenance de l'étranger ou du territoire assujetti, ainsi que les travaux de construction et de montage réalisés par des entreprises marocaines ou étrangères. Enfin, les dividendes et autres produits de participation similaires distribués par les entreprises installées dans les zones franches d'exportation et provenant d'activités exercées dans lesdites zones, ne sont pas soumis à la retenue à la source de l'impôt (IS ou IGR) lorsqu'ils sont versés à des non-résidents. Pour les résidents, un taux libératoire de 7,5% est prévu. Dans ce dernier cas, la contre-valeur en monnaies étrangères convertibles doit être cédée à une banque marocaine.

1.4.3. La prévention de la double imposition internationale

La troisième et dernière mesure fiscale permettant l'allègement du coût de capital d'un investissement étranger concerne la prévention de la double imposition internationale. Ainsi, depuis l'Indépendance, le Maroc a ratifié ou paraphé une trentaine de conventions de non-double imposition en matière d'impôt sur le revenu¹. Ces conventions définissent le cadre d'appréhension des revenus et bénéfices réalisés par les résidents d'un pays sur le territoire d'un autre pays. Elles constituent un moyen de promotion et de sécurité pour les investissements étrangers.

Outre l'objectif de l'élimination de la double imposition d'un même revenu comptabilisé dans deux pays différents (le pays de la source et le pays de résidence du contribuable), ces conventions visent à harmoniser les systèmes fiscaux et à lutter

¹ Les conventions fiscales de non-double imposition conclues par le Royaume du Maroc se présentent comme suite :

- Conventions en vigueur : France, Belgique, Italie, Allemagne, Espagne, Etats-Unis, pays-Bas, Luxembourg, Roumanie, Suisse, Pologne, Bulgarie et Russie.
- Conventions en cours de ratification : Portugal, Corée du Sud, Inde, Gabon, Emirats Arabe-Unis.
- Conventions paraphées : République Tchèque, Qatar, Malaisie, Indonésie, Afrique du Sud, Liban, Malte, Turquie et Autriche.

contre la fraude et l'évasion fiscales internationales. Il ne s'agit nullement de déroger aux principes d'imposition interne, mais plutôt à les perfectionner en mettant en place un mécanisme d'équité fiscale : l'entreprise qui réalise des investissements dans un pays étranger ne doit subir qu'une seule imposition.

Largement inspiré du modèle de l'OCDE, le dispositif conventionnel marocain retient le principe du partage de deux souverainetés fiscales. Chaque catégorie de revenu transnational fait l'objet d'un traitement particulier. C'est ainsi qu'au titre des revenus des entreprises, la convention fiscale distingue entre deux types d'opération : le régime des bénéfices réalisés par les établissements stables et le régime des redevances et rémunérations similaires.

S'agissant de la première opération, la convention prévoit que l'entreprise qui exerce une activité sur le territoire d'un pays contractant, ne supporte l'impôt sur les sociétés qu'à raison des bénéfices imputables à un établissement stable qui y est situé¹. Une fois transférés au pays de résidence, ces bénéfices subissent un traitement fiscal selon l'un des trois mécanismes d'allégement de la double imposition internationale : l'exemption, l'imputation ou la déduction (cf. 1^{ère} partie). Les bénéfices en question intègrent, s'il y a lieu, les avantages retirés indirectement de l'établissement stable ou ceux qui auraient été attribués ou accordés à des tiers par voie de majoration, par diminution des prix ou par un tout autre moyen. De même, la convention prévoit qu'une quote-part des frais généraux du siège de l'entreprise est imputée aux résultats des différents établissements stables au prorata du chiffre d'affaires réalisé par chacun d'eux.

Pour ce qui est des redevances et rémunérations similaires (les intérêts, les gains en capital, les droits d'enregistrement et les dividendes), elles ne sont en règle générale imposables qu'au niveau du pays de résidence de l'entreprise. Toutefois, les règles conventionnelles disposent que ces revenus peuvent faire l'objet d'imposition par voie de retenue à la source dans le pays-hôte (pays de la source de revenu), si sa législation fiscale le prévoit. Cette retenue ouvre droit à un crédit d'impôt au niveau du pays de

¹ L'établissement stable est défini en général comme étant une installation fixe d'affaires où une entreprise exerce toute ou partie de son activité sans qu'elle ait son siège social ou son domicile fiscal dans le pays d'implantation dudit établissement stable.

résidence de l'entreprise considérée. Cela veut dire que l'entité étrangère non résidente au Maroc, qui a supporté la retenue à la source de l'impôt marocain sur les rémunérations imposables considérées (visées par la convention fiscale), bénéficie d'un crédit d'impôt sur l'imposition dans le pays de résidence. L'application de cet avoir fiscal est prévue à travers la production par l'entité étrangère d'une attestation d'imposition délivrée à la source par l'administration fiscale marocaine.

2. Les mesures à caractère financier

Contrairement aux mesures à caractère fiscal, les mesures financières d'allègement du coût de capital n'ont fait leur apparition que tardivement. Elles s'inscrivent dans une démarche globale visant la rénovation des structures de l'économie nationale et leur adaptation aux exigences de l'ouverture du Maroc sur l'extérieur. Cinq mesures méritent une attention particulière. Il s'agit de la libéralisation des taux d'intérêt, l'assouplissement des emplois obligatoires des banques, la refonte du cadre réglementaire des activités bancaires, la modernisation des circuits de la finance directe et l'introduction de nouvelles formes de financement.

2.1. La libéralisation progressive des taux d'intérêt

Rappelons, tout d'abord, que durant la période antérieure à 1974, la politique des taux d'intérêt au Maroc étaient caractérisée par une certaine rigidité. Ces taux étaient largement administrés et n'obéissaient, par conséquent, à aucune règle de marché. L'administration des taux créditeurs prenait la forme de fixation du rendement pour les divers catégories de dépôts. Quant aux taux débiteurs, ils étaient fixés sous forme de fourchettes, sauf pour les crédits à caractère spécial en particulier les warrants et les crédits à moyen terme réescomptables. Le taux de réescompte de la Banque Centrale, auquel la grille des taux débiteurs était rattaché, n'a jamais changé depuis 1951 (ce taux était fixé à 3,5%). Le régime des commissions que les banques devaient appliquer à la clientèle, était fixé de façon précise par la réglementation, qu'il s'agissaient des opérations de crédits, des opérations de caisse ou encore des opérations d'encaissement des effets de commerce. Enfin, la structure des taux, créditeurs soient-ils ou débiteurs, ne présentait aucune harmonie.

Entre 1974 et 1983, des ajustements successifs ont été apportés aux taux d'intérêt. C'est ainsi, que le taux de base de la banque centrale (taux de réescompte), inchangé depuis 1951, fut relevé pour la première fois en 1974 passant de 3,5% à 4,5%. Depuis lors, ce taux avait subi plusieurs modifications avant d'atteindre 7% en 1982. Ces modulations avaient pour objectif essentiel de rendre compatible le taux directeur de la Banque Centrale avec la réalité économique de l'époque et surtout d'éviter la déconnexion totale des taux d'intérêt vis-à-vis des marchés de capitaux internationaux.

Concernant les conditions débitrices, les taux d'intérêt, négatifs en termes réels, ont été relevés à partir de 1975 et leur structure a également été simplifiée et mieux hiérarchisée. Le but était de décourager la demande d'investissements marginaux ou trop capitalistiques et d'inciter, en même temps, les entreprises à recourir davantage à l'autofinancement. Toutefois, il convient de signaler que les taux bonifiés ont été maintenus en faveur de certains secteurs jugés prioritaires. C'était notamment le cas du taux de mobilisation des créances sur l'étranger fixé à 3%, du taux de réescompte des effets représentatifs des crédits à moyen terme réescomptables (CMTR) et du taux de refinancement du papier commercial représentatif des avances consentis à certains organismes pour la commercialisation des céréales.

Durant cette même période (1974-1983) et afin d'encourager l'épargne nationale, les taux créditeurs ont été revues à la hausse. A titre d'illustration, le taux de rémunération des comptes bloqués pour une durée allant de 6 à 12 mois, qui était de 4% fin 1974 est passé à 6% en 1978 et à 8,5% en 1980. Cette augmentation était d'autant plus justifiée que la persistance à la hausse des prix réduisait, à la longue, la rémunération réelle de l'épargne et la rendait parfois même négative.

La seule mesure qui allait à l'encontre de la libéralisation des taux d'intérêt réside dans l'instauration de l'encadrement des crédits en 1976¹. Elle a été adoptée suite à l'échec du Plan quinquennal 1973-1977. L'objectif était de réduire l'expansion des crédits et d'alléger la pression qui s'exerçait sur les prix.

¹ Cette politique consiste à fixer de façon autoritaire le taux de progression des crédits à l'économie pendant une période déterminée.

Avec la mise en place du Programme d'Ajustement Structurel (PAS) en 1983, les autorités monétaires se sont fixées comme objectifs, entre autres, la libéralisation totale des taux d'intérêt et la levée de l'encadrement des crédits. Le début de concrétisation de ces deux objectifs remonte à 1985. A partir de cette date et pour éviter une hausse excessive du coût de l'argent, phénomène préjudiciable aux entreprises dynamiques, les d'intérêt débiteurs sont fixés sous forme de maxima. La limite a été fixée entre 12% et 14% pour le court terme contre 14% et 15% pour le moyen terme et 16% pour le long terme. A titre d'exception, les crédits à l'exportation ont continué à bénéficier d'un taux préférentiel fixé à 8%.

S'agissant des taux créditeurs, et afin de favoriser la consolidation de l'épargne, la réforme de 1985 s'est traduite par la fixation d'un taux minimum rémunérant les dépôts à terme. Ce taux a été fixé à 8,5% pour les dépôts à 3 mois, 10,5% pour les dépôts à 6 mois et 12% pour les dépôts à 12 mois. Pour les durées supérieures, les taux étaient librement négociables.

Dans le souci d'accompagner la reprise de la croissance économique, les autorités monétaires ont été amenées, trois années plus tard (réforme de 1988), à réviser à la baisse les limites supérieures des taux d'intérêts débiteurs. Ces limites passaient respectivement à 13% pour le court terme, 13,5% pour le moyen terme et 14% pour le long terme. La même réforme a ramené le taux minimum rémunérant les dépôts à 12 mois, de 12% à 11%. L'assouplissement a également concerné les barèmes des commissions bancaires, inchangés depuis 1975. Leur réforme a permis une meilleure clarification et une simplification des tarifs.

Une autre étape dans le processus de libéralisation des taux d'intérêt a été franchie en 1990. Les taux créditeurs ont été totalement libérés à l'exception de ceux appliqués aux comptes sur carnet et aux bons à échéance de trois mois. De même, les taux débiteurs pratiqués par les banques et les organismes financiers spécialisés ont été partiellement libéralisés à partir du 1^{er} octobre 1990 pour les crédits d'une durée supérieure à deux ans, et à partir du 1^{er} janvier 1991 pour ceux à court terme¹.

¹ A noter que les taux d'intérêt appliqués aux crédits à l'exportation et aux crédits à moyen terme réescomptables n'ont pas été touchés par la libéralisation. Ils demeurent fixés respectivement à 9% et 12% l'an maximum.

Toutefois, afin d'éviter les risques inhérents à cette libéralisation quasi-totale, les taux ne devaient pas excéder le tiers le taux moyen des adjudications des bons du trésor à un an afférant au trimestre précédent en conformité avec les dispositions de Bank AL-Maghrib. L'application de ce taux de référence (rémunération des bons du trésor) ne durera pas longtemps. Il sera remplacé quelques mois plus tard par le taux moyen pondéré des dépôts bancaires à six mois et à un an du trimestre précédent, qui reflétait mieux la structure des taux prévalant au Maroc à l'époque. A titre illustratif, le taux moyen de référence s'est établi à 11,38% en 1992 et 11,35% en 1993. Tenant compte de la majoration, cela aboutissait respectivement à un taux plafond débiteur moyen de 15,17% et 15,67%. A l'évidence ces taux élevés ne pouvaient permettre la reprise économique. C'est la raison pour laquelle, les autorités monétaires avaient revu à la baisse, à partir de juillet 1993, le taux maximum en procédant à la modification de sa base de calcul. Celui-ci est désormais déterminé en majorant le taux de référence, non plus du tiers mais de 2,5 points. Cette action a eu comme conséquence la baisse du taux débiteur plafond de l'ordre de 1,3 points.

Par ailleurs, il convient de signaler qu'à partir du 1^{er} janvier 1991, l'encadrement des crédits, instauré en 1976, a été définitivement abandonné. Une année plus tard (23 janvier 1992), les autorités monétaires avaient autorisé la variabilité des taux d'intérêt pour les crédits à moyen et long terme¹. L'idée sous-jacente à l'application de ce nouveau système est traduite au moyen de deux objectifs : le renforcement de la concurrence interbancaire en matière d'octroi de crédits et l'instauration de la variabilité du taux comme indicateur de la véracité du prix de l'argent.

L'emprunteur a désormais le choix entre le financement à taux fixe, qui ne doit excéder le tiers le taux du référence fixé par *Bank Al-Maghrib* et le financement à taux variable². En commun accord avec l'institution financière prêteuse, il peut également opter à tout moment pour la transformation d'un prêt à taux variable en un prêt à taux fixe et inversement. Toutefois, ce changement ne peut intervenir qu'une seule fois pendant toute la durée du prêt. En outre la Circulaire de *Bank Al-Maghrib* n°2/92/CR

¹ Pour les crédits à court terme, toutes les opérations ont été soumises à un taux variable.

² Le texte de base régissant la variabilité des taux d'intérêt au Maroc est l'Arrêté du Ministère des Finances du 31 janvier 1992. La Circulaire de Bank Al-Maghrib n°2/92/CR du 23/01/1992 avait pour objectif de fixer les modalités d'application de l'Arrêté en question.

du 23/01/1992 a précisé les modalités de révision des taux débiteurs. Ainsi, pour les crédits à court terme, le taux est révisable mensuellement. En revanche, pour les crédits à moyen et long terme, le taux est révisable une fois par an à la date d'anniversaire du prêt. Cette révision a été, néanmoins, limitée à 2 points maximum par an, à 5 points maximum pendant toute la durée des prêts d'un terme égal ou inférieur à 7 ans et à 7 points maximum pendant toute la durée des prêts d'un terme supérieur à 7 ans¹.

En dépit de cette correction, la baisse n'a été que légère et le niveau du loyer de l'argent est resté globalement élevé. Face à cette situation, l'institut d'émission a décidé, en mars 1994 de modifier à nouveau le mécanisme de détermination du taux limite appliqué aux crédits. Celui-ci demeure indexé sur le coût de l'épargne, mais cette fois-ci dans sa totalité (toutes les ressources bancaires étant désormais prises en compte). Le nouveau taux de référence, appelé taux de base bancaire (TBB) s'appliquait aux meilleurs clients et correspondait à la moyenne semestrielle du coût de la totalité des ressources bancaires, augmenté d'une marge d'intermédiation définie par Bank Al-Maghrib. Il a été fixé à 9% au départ (période allant du 1^{er} avril au 30 septembre 1994).

En application de ce nouveau système, le taux d'intérêt débiteur fixe ne devait pas dépasser le taux de base bancaire majoré d'une marge minimum de trois points pour les crédits à court et moyen terme (échéance inférieure à sept ans) et de quatre points pour les crédits à long terme (échéance supérieure ou égale à sept ans). Pour ce qui est du taux variable, il correspondait à la moyenne des deux derniers taux de base bancaires, en vigueur sur une période de 12 mois, majorée de trois ou quatre points selon qu'il s'agissait de crédits à court et moyen terme ou de crédits à long terme. Par ailleurs, la variation des taux d'intérêt applicable à ces crédits ne pouvait être répercutée sur l'emprunteur qu'à hauteur de 5 points maximum s'ils s'agissait d'un

¹ Dans ce système, la révision se fait par rapport au taux de référence mensuel pour les crédits à court terme et le taux de référence annuel pour les crédits à moyen et long terme. Le taux de référence mensuel est défini comme le taux d'intérêt moyen pondéré servi sur les dépôts à six mois et un an au cours du mois précédent majoré du tiers. Quant au taux de référence annuel, il s'obtient comme la moyenne arithmétique des 12 derniers taux de référence mensuels.

crédit à court et moyen terme et de 7 points maximum s'il s'agissait d'un crédit à long terme.

Evidemment, ces dispositions ne s'appliquaient pas aux secteurs jugés prioritaires qui ont continué à bénéficier des taux préférentiels jusqu'à juin 1995, date de leur suppression. Il s'agit particulièrement des crédits de préfinancement des exportations et les crédits à moyen terme réescomptables en faveur des petites et moyennes entreprises.

La dernière étape dans le processus de libéralisation des taux d'intérêt a été franchie le 16 janvier 1996, date à laquelle le Conseil National de la Monnaie et de l'Épargne (CNME) a totalement libéralisé le loyer de l'argent. Les banques sont toutefois tenues d'afficher continuellement leurs taux de référence auxquels s'ajoute une prime de risque qui diffère selon le client. Le taux de référence a été défini par l'Arrêté du Ministère Finances et des Investissements Extérieurs n°143-96 du 31 janvier 1996 comme le taux moyen interbancaire calculé par *Bank Al-Maghrib* sur la base des douze mois allant de la date de départ du prêt à sa date anniversaire. Cette définition a, par ailleurs, subi une révision en août 2003. Désormais, les taux de référence ne sont plus indexés sur le taux interbancaire, mais sur le taux moyen pondéré des bons du trésor par adjudication. Ils sont calculés et publiés mensuellement par *Bank Al-Maghrib* pour les maturités suivantes¹ :

- 52 semaines pour les crédits dont la durée est comprise entre un et deux ans,
- 5 ans pour les crédits dont la durée est comprise entre deux et sept ans,
- 10 ans et 15 ans pour les crédits dont la durée est supérieure à sept ans.

Parallèlement à la libéralisation des taux, les autorités monétaires ont institué un taux maximum des intérêts conventionnels des établissements de crédit dénommé : Taux Effectif Global (TEG). Institué par l'Arrêté du Ministère des Finances du 20 janvier 1997 et par la Circulaire de Bank Al-Maghrib n°2/G/97 du 14 mars 1997, ce taux constitue un maximum que les établissements de crédit ne doivent pas dépasser. Il ne

¹ Arrêté du Ministère des Finances de la Privatisation du 29 avril 2004 modifiant l'Article 3 de la Circulaire n° 8/G/96 du 15 février 1996 .

pouvait excéder de plus de 70% le taux d'intérêt moyen pondéré pratiqué au cours du semestre précédent par ces mêmes établissements. Cette même circulaire précise que le taux effectif global tient compte des intérêts proprement dits, des frais, commissions ou rémunérations liés à l'octroi du crédit . A compter du premier septembre 1999 et en vue d'assouplir davantage les conditions de financement de l'économie, le taux effectif global a été révisé à la baisse en ramenant le plafond du taux moyen pondéré à 60% au lieu de 70%.

2.2. L'assouplissement progressif des emplois obligatoires des banques

Parallèlement à la libéralisation des taux d'intérêt, les autorités monétaires se sont attaquées à la restructuration et l'assouplissement des emplois obligatoires des établissements bancaires qui constituent l'une des sources de distorsions économiques. L'objectif visé par cette restructuration est double : permettre au taux d'intérêt de jouer pleinement son rôle en tant qu'instrument de régulation monétaire et aux établissements bancaires de gérer librement leurs actifs selon les mécanismes de marché. Les principaux emplois concernés par cette action sont : la réserve monétaire, le Plancher d'effets publics, le portefeuille minimum d'effets représentatifs des crédits à moyen terme réescomptables, le portefeuille des bons de la caisse nationale du crédit agricole à un an, le coefficient d'emploi en crédits aux logements et enfin le coefficient de retenue pour les créances nées sur l'étranger.

Instaurée par décision réglementaire de la Banque Centrale du 11 février 1966, la réserve monétaire¹ constitue l'emploi obligatoire le moins controversé en raison de son caractère universel comme outil de politique monétaire. Cet instrument visait dès le départ la régulation de la liquidité bancaire pour dissuader les banques à consentir des crédits de façon excessive. Il était calculée proportionnellement à l'accroissement des dépôts bancaires enregistrés du 17 janvier au 11 février 1966. Mais, suite à la stabilisation des crédits à l'économie, le taux de cette réserve a été ramené à 25% de l'accroissement des dépôts à vue uniquement.

¹ Cet instrument correspond à l'obligation faite aux banques de conserver en compte, souvent non rémunéré, à la banque centrale, un certain pourcentage de leurs dépôts à vue et à terme par rapport à un niveau de référence.

L'Arrêté du Ministère des Finances du 22 avril 1971, complété par celui du 30 septembre 1974, avait modifié la base de calcul de la réserve monétaire en la déterminant par rapport à la variation du montant global des comptes créditeurs et non plus par rapport à leur variation.

Au début des années quatre-vingt et au lendemain de l'entrée en vigueur du règlement comptable bancaire, la réserve monétaire devait faire l'objet d'une déclaration mensuelle auprès de la Banque Centrale. Quant aux taux de réserve pratiqués à l'époque, ils étaient relativement faibles passant, à titre illustratif, de 0,4% en 1986 à 7% en 1988, puis à 10% en octobre 1989. Cette faiblesse s'explique par le recours des autorités monétaires à l'encadrement des crédits comme principale arme de régulation monétaire.

C'est au cours de la décennie quatre-vingt-dix que le taux et la structure de la réserve monétaire avaient connu les remaniements les plus significatifs. Après la suppression de l'encadrement des crédits en 1991, alors que les crédits bancaires tendait à s'accroître rapidement, il était tout à fait normal de recourir de façon active à la réserve monétaire pour éponger une partie des liquidités. C'est ainsi que son taux, déjà porté à 15% en décembre 1990, a été relevé plusieurs fois en 1991, passant de 16% en août à 18% en octobre et à 20% en novembre. En outre, son mode de calcul porte désormais non seulement sur les dépôts à vue, mais sur l'ensemble des dépôts. Une différenciation des taux a été néanmoins retenue. Le ratio pourrait être relevé jusqu'à 25% des exigibilités à vue et 10% des exigibilités à terme. Le processus de hausse du taux de réserve monétaire allait se poursuivre en 1992 passant de 22,5% en février à son maximum de 25% en octobre de la même année.

Après trois années d'allègement du dispositif (le taux était fixé à 10% des dépôts à vue), les autorités monétaires avaient introduit en 1996 de nouvelles dispositions en matière de gestion de la réserve monétaire¹. Le taux de cette réserve devait être égale au moins à 10% des exigibilités bancaires libellées en *dirhams*. Il était calculé sur une périodicité allant du 21 de chaque mois au 20 du mois suivant. L'inobservation de cette disposition entraînait le versement par l'établissement en infraction, d'intérêts de

¹ Circulaire de Bank Al-Maghrib n°12/G/96 du 10 septembre 1996

pénalisation au taux annuel de 15%, calculés sur la différence entre le montant déclaré et le montant réel. Par ailleurs, la réserve monétaire n'était plus bloquée à la Banque Centrale. Les banques commerciales pouvaient en disposer à condition de la reconstituer au bout d'un mois.

Les dernières dispositions relatives à l'assouplissement de la réserve monétaire remontent à 2002. C'est ainsi qu'à compter du 15 avril de ladite année, le calcul de la réserve monétaire est effectué sur la base de la moyenne arithmétique des soldes quotidiens des comptes ordinaires des banques¹ tenus à *Bank Al-Maghrib*. Quelques mois plus tard, le 26 décembre 2002, le taux de cette réserve fut ramené à au moins 14% des exigibilités bancaires libellées en *dirhams* non convertibles. A l'exception de ceux excédant le montant moyen requis, ces avoirs sont rémunérés au taux annuel de 0,5%. La rémunération est versée mensuellement aux banques après réception, par *Bank Al-Maghrib*, du document de contrôle.

Le deuxième emploi obligatoire ayant fait l'objet d'assouplissement progressif avant sa suppression définitive en 1998 est le Plancher d'effets publics². Il a été utilisé par la Banque Centrale, à l'instar de la réserve monétaire, en vue de renforcer le contrôle sur la distribution des crédits bancaires et surtout pour drainer une partie des emplois bancaires vers le circuit du trésor. Le secteur privé se voyait alors amputé d'une partie des ressources financières qui auraient pu être investie directement par les entreprises et les particuliers.

La naissance de ce système remonte au 11 février 1966, date à laquelle les autorités monétaires avaient imposé aux banques commerciales de conserver en permanence le portefeuille d'effets publics tel qu'il est présenté par lesdites autorités. Cependant, face au faible niveau des crédits distribués par les banques à la suite de cette mesure, le système fut remplacé par un Plancher d'effets publics. Désormais, les établissements bancaires sont tenus de consacrer uniquement 25% de leurs dépôts à vue à et terme à l'achat de bons de trésor.

¹ A l'exception du CIH, de la BNDE, de la CNCA, du FEC et Bank Al-Amal.

² C'est le portefeuille minimum en bons de trésor que les banques commerciales doivent détenir au cours d'une période déterminée. C'est une sorte de souscription forcée en bons de trésor aux conditions fixés par les autorités monétaires.

L'accroissement des besoins financiers du trésor à la fin des années soixante-dix et au début des années quatre-vingt, conjugué aux problèmes posés par l'endettement extérieur a poussé les autorités monétaires à réviser à la hausse le taux de Plancher d'effets publics. De 30% en 1982, ce taux a été relevé en 1985 à 35%, soit son niveau le plus élevé. Ce n'est qu'à partir du début des années quatre-vingt-dix que la tendance baissière commence à se dessiner. Conformément aux exigences des instances financières internationales et dans le cadre du programme de libéralisation financière, le taux de Plancher d'effets publics a été ramené respectivement à 32% en juillet 1991, à 25% en juin 1993, à 20% en mai 1995 avant d'être réduit à 15% en janvier 1996. Il a été par la suite diminué de 5% par an avant sa suppression définitive en juin 1998.

Notons que le trésor n'a jamais payé les taux du marché pour une part importante des fonds empruntés. A titre d'exemple, le trésor n'avait versé aux banques, fin 1991, qu'un taux variant entre 4,2% et 4,25% sur 14,9 milliards de dirhams de placements obligatoires (Plancher des effets publics), ce qui représentait environ 15% du total des actifs des banques commerciales et 20% de la dette du Trésor¹. En moyenne, le trésor payait environ 3 points de pourcentage de moins que le taux d'intérêt du marché.

Le troisième emploi obligatoire a été institué par la décision réglementaire n°14 de la Banque Centrale du 23 juin 1972. Il s'agit du portefeuille minimum des crédits à moyen terme réescomptables que les banques sont tenues de conserver en permanence. Son instauration avait pour principal but d'inciter les banques au financement des projets réalisés par deux catégories d'investisseurs, en l'occurrence les PME et les jeunes promoteurs. Fixé pendant de nombreuses années à 5,5% des exigibilités des banques, le taux de cet emploi a été ramené à 5% à partir de juillet 1991 et 2,5% une année plus tard avant d'être supprimé en mars 1994.

Le quatrième emploi obligatoire concerne le portefeuille en bons CNCA (Caisse Nationale de Crédit Agricole) à un an, instauré en 1981. Son taux a été fixé au départ à 3,5% des exigibilités à vue et à terme des banques. Durant la décennie quatre-vingt-dix, plusieurs remaniements relatifs à cet emploi ont été observés. C'est ainsi qu'à partir du 20 juillet 1990, les dépôts à terme et les dépôts en *dirhams* convertibles ont

¹ Rapport de la banque mondiale n°11894-MOR, (1993) "Renforcement du secteur privé au Maroc", p. 60

été exclus de l'assiette. Une année après, le taux a été révisé à la baisse, à deux reprises, passant à 3% en juillet, puis à 2% en décembre. Ce taux a été maintenu à ce niveau jusqu'à 1998, date de sa suppression définitive.

En vue de faire participer activement le système bancaire au financement du logement, les banques commerciales ont été amenées, à partir de 1982, à constituer un coefficient d'emploi en crédits immobiliers. Ce système obligeait les banques à détenir en permanence, entre le 21 de chaque mois et le 20 du mois suivant, un portefeuille d'effets représentatifs des crédits à moyen et long terme destinés aux logements. Fixé initialement à 1,5% des exigibilités des banques, son niveau avait, dans un premier temps, suivi une tendance haussière atteignant 6% à la fin de 1990. Depuis, ce coefficient a subi plusieurs diminutions passant à 5% en juillet 1991, à 3,75% en juillet 1992 puis à 2,5% en janvier 1993 avant d'être également supprimé en mars 1994.

Le dernier emploi obligatoire institué par les autorités monétaires marocaines a porté sur la constitution par les banques d'un portefeuille minimum en créances nées sur l'étranger. La mise en place de cet instrument en 1989 avait comme principal objectif l'encouragement des banques à financer les entreprises exportatrices. Fixé initialement à 3% de l'ensemble des exigibilités à vue et à terme, le coefficient de retenue des créances nées sur l'étranger a subi la même tendance que le coefficient d'emploi en crédits immobiliers. Après une légère hausse constatée au cours de l'année quatre-vingt-dix, il a été révisé à la baisse passant de 5% fin 1990 à 3% en mars 1992 avant d'être, à son tour, supprimé en mars 1994.

2.3. La refonte du cadre réglementaire des activités bancaires

Avant 1993, la législation bancaire marocaine était caractérisée par l'existence d'une multiplicité de textes juridiques régissant l'activité des intermédiaires financiers¹ et la multiplication du nombre d'organismes exerçant l'activité de crédit. Cette législation apparaissait ainsi à la fois vieille, disparate et incomplète. Pour combler ces lacunes, une nouvelle loi bancaire fut promulguée en juillet 1993. Elle a institué un dispositif juridique unifié applicable à l'ensemble des établissements de crédit, de même qu'elle a

¹ Le Décret royal du 21 avril 1967 relatif à la profession bancaire et au crédit, le Dahir du 2 février 1961 relatif à la réforme du Crédit populaire, le Dahir portant loi du 2 octobre 1984 relative aux banques d'investissement et les textes spécifiques régissant les différents organismes financiers spécialisés.

instauré le cadre d'une plus large concertation entre les autorités monétaires et la profession. Ses dispositions visaient également à assurer une meilleure protection des déposants et des emprunteurs.

L'un des apports importants de cette nouvelle loi a été l'introduction de la notion générique "d'établissement de crédit". Celui-ci englobe aussi bien les établissements de crédit agréés en qualité de banques que ceux agréés en qualité de sociétés de financement ou encore comme compagnies financières. Les banques sont des établissements à vocation universelle, étant donné la gamme des opérations qu'elles peuvent effectuer alors que les sociétés de financement n'interviennent que dans les activités pour lesquelles elles ont été agréées. En outre, les banques sont seules habilitées à collecter des dépôts à vue ou d'un terme inférieur ou égal à deux ans.

Les banques comprennent deux catégories : les banques classiques de dépôt ou banques commerciales et les banques dont la création répond à des besoins spécifiques notamment *Bank Al-Amal*, créée en 1989, pour contribuer au financement des projets d'investissement visant la réinsertion dans leur patrie des ressortissants marocains à l'étranger, *Médiafinance* créée en 1996 pour participer à l'animation du marché de capitaux, *Casablanca Finance Markets* habilitée, depuis 1998, à réaliser toutes les opérations de banque et dynamiser le marché des titres de créances négociables et enfin le *Fonds d'Équipement communal* (FEC), ayant pour mission de concourir au développement des collectivités locales.

Pour ce qui est des sociétés de financement, elles peuvent prendre deux formes : les sociétés de financement dont les opérations sont limitées par des dispositions législatives ou réglementaires propres (Caisse Marocaine des Marchés) et les sociétés de financement dont l'activité est précisée dans leur agrément (sociétés crédit-bail, sociétés d'affacturage, sociétés de crédit à la consommation, etc...).

Enfin la loi bancaire définit les compagnies financières comme sociétés ayant pour activité principale de prendre et gérer des participations et qui, soit directement, soit par l'intermédiaire de sociétés ayant le même objet, contrôlent plusieurs établissements de crédit dont, au moins, un recevant des fonds du public. Ces compagnies sont tenues de déclarer leur existence au Ministre des Finances et au Gouverneur de *Bank Al-*

Maghrib dans un délai ne dépassant pas 30 jours après la date de prise de contrôle de l'établissement de crédit recevant des fonds du public. Elles sont soumises au contrôle de Bank Al-Maghrib qui leur fixe les conditions dans lesquelles elles doivent établir leurs comptes sous une forme consolidée.

Un autre apport important concerne le renforcement des pouvoirs de réglementation, de supervision et de sanction dévolus aux autorités de tutelle ainsi que l'extension de leur contrôle à l'ensemble des établissements de crédit et à leurs filiales. Cette loi a, en outre, réservé une large place à la concertation avec la profession et les opérateurs économiques à travers la création de deux organes consultatifs, le Conseil national de la monnaie et de l'épargne (CNME) et le Comité des Etablissements de Crédit (CEC) dont l'avis doit être requis sur les questions se rapportant respectivement à la politique monétaire et à l'activité des établissements de crédit. S'agissant des sanctions, le législateur a créé, auprès des autorités monétaires, un organe consultatif en matière disciplinaire, la Commission de Discipline des Etablissements de Crédit (CDEC). De même, tout en maintenant l'existence d'une association professionnelle représentant les banques, ce texte a prévu la création d'une association de même nature pour les sociétés de financement (l'Association Professionnelle des Sociétés de financement) et dont le rôle est d'assurer la coordination entre la profession et les organes de décision.

Le dernier apport de la loi bancaire concerne la protection de la clientèle, en particulier les déposants dont les avoirs constituent l'essentiel des ressources des banques. Outre les règles prudentielles, les normes comptables et l'obligation d'information des autorités monétaires que les établissements de crédit sont tenus de respecter, le législateur a institué un fonds de garantie des dépôts ainsi qu'un mécanisme de soutien aux établissements de crédit en difficulté.

Parallèlement à la promulgation de la nouvelle loi bancaire, un nouveau Code de commerce a vu le jour en 1996. Ses apports au domaine bancaire sont nombreux. En premier lieu, il a innové en consacrant tout un titre aux contrats bancaires (titres VII, Articles 487 à 544) faisant ressortir, ainsi, l'importance que ce type de contrat tient aujourd'hui dans la vie professionnelle. En deuxième lieu, et afin de mettre les textes commerciaux au diapason des évolutions techniques et technologiques, le nouveau

Code de commerce a réglementé les moyens de paiement électronique tels que les cartes bancaires, les transferts télématiques et les créances professionnelles sur supports informatiques. En troisième lieu, ladite loi commerciale a aménagé, pour les entreprises en difficulté, tout un dispositif de prévention et de procédures de sauvetage. Enfin, le crédit bail mobilier et immobilier) et les contrats d'affectation en garantie (gage commercial, nantissement sans dépossession), largement utilisés en pratique bancaire ont bénéficié d'une plus grande sécurité et transparence.

2.4. La modernisation des circuits de la finance directe

Avant 1993, il était très difficile pour les entreprises d'accéder à des capitaux en recourant à la finance directe. D'un côté, le marché financier était peu développé. La plupart des transactions portaient sur les obligations d'Etat (67% de l'activité totale en 1990), et non sur des actions¹. De même, aucune nouvelle entreprise n'a été introduite en bourse entre 1984 et 1993. Outre la faiblesse du volume des transactions enregistrées (moins de 50000 actions en 1990-1991)², les pratiques des transactions boursières n'étaient pas clairement définies par la législation et les modalités de règlement sont inhabituelles (les solde des titres négociés n'est livré entre courtiers que deux fois par mois, ce qui accroît le risque de défaut de livraison ou de fraude). D'un autre côté, le marché monétaire marocain était, pendant longtemps, confiné aux seules transactions entre banques commerciales ou entre celles-ci et *Bank-Al Maghrib*. Ce n'est qu'en 1983 qu'il a été ouvert au trésor et trois ans plus tard aux entreprises à caractère non financier.

Les réformes du marché boursier introduites en 1993 ont concerné trois volets³ : la réorganisation des méthodes de gestion de la bourse, la création d'un organe de contrôle et de suivi, en l'occurrence le Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM) et la mise en place des Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM). La bourse des valeurs s'est ainsi dotée d'un nouveau statut

¹ Banque Mondiale (1993), "Rapport n°11557-MOR sur le développement de l'industrie privée au Maroc", Volume 1, p. 25

² Ibid

³ Il s'agit de trois Dahir promulgués le 21 septembre 1993:

- Dahir portant loi n° 1-93-211 relatif à la bourse des valeurs
- Dahir portant loi n° 1-93-212 relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
- Dahir portant loi n° 1-93-213 relatif aux OPCVM

juridique (Bourse sous forme d'entreprise privée), de nouveaux opérateurs et de nouvelles règles de conduite. Parmi les objectifs recherchés, citons :

- La mise en place des moyens permettant de rendre le marché boursier plus liquide et plus transparent.
- La protection de l'épargne et améliorer l'information des investisseurs et du public.
- La dynamisation du marché afin de lui permettre une large participation dans le financement de l'économie.
- L'institution de nouveaux produits financiers, en particulier les certificats d'investissement¹ et les obligations convertibles en actions.
- L'instauration d'un régime fiscal favorisant l'épargne investie en valeurs mobilières.

Ces réformes institutionnelles ont permis de relever quelques lacunes qu'il fallait affiner dans le sens d'une plus grande dynamisation du marché boursier et d'un meilleur renforcement des conditions de sécurité. Suite à l'évolution du marché, aux recommandations des professionnels et surtout à la nécessité de conformité aux normes internationales, une nouvelle loi rectificative fut adoptée en 1997. Elle vise la modernisation des mécanismes de fonctionnement du marché par la création d'un système centralisé de gestion des actifs financiers, la mise en place de nouveaux instruments financiers et l'amélioration de la protection des investisseurs.

A l'instar du marché boursier, le marché monétaire marocain a fait l'objet d'une profonde mutation au cours des années quatre-vingt-dix. Par souci d'instaurer un marché de capitaux décloisonné, le marché monétaire a commencé à s'ouvrir aux agents non financiers (essentiellement les entreprises) désirant emprunter ou prêter des liquidités. Cette ouverture s'est concrétisée en 1995 avec la mise en place du marché des titres de créances négociables. De même, la régulation du marché se fait désormais à l'aide de nouvelles procédures à caractère non administratif. Il s'agit des prises en pensions à 7 jours (ou appel d'offre hebdomadaire), à 5 jours ou à 24 heures et de la

¹ Ce sont des titres qui dissocient les droits pécuniaires des droits de vote. Ils résultent donc d'un démembrement d'une action en deux titres : le certificat d'investissement qui confère des droits pécuniaires et le certificat de droit de vote

technique d'*Open Market*¹. Enfin, une nouvelle loi instituant le marché hypothécaire a été promulguée en 1998. Fondée sur le principe de *titrisation*², cette nouvelle loi est de nature à améliorer la compétitivité du système bancaire marocain sur trois points :

- représenter une alternative originale pour obtenir des liquidités sur le marché,
- diminuer les risques supportés par la banque (risques de liquidité, de taux d'intérêt, et de non remboursement),

2.5. L'introduction de nouvelles formes de financement

Pour faire face aux difficultés d'accès aux crédits bancaires classiques et aux exigences du recours au marché financier, les autorités marocaines ont mis en place des mécanismes de financements alternatifs. Constitués d'une variété de formules d'origine nationale ou internationale, ces mécanismes peuvent apporter une forte contribution à la couverture des besoins financiers des entreprises marocaines, constituées en grande partie de PME/PMI. Il en est ainsi du crédit-bail, des fonds de garantie, des lignes de financement spécialisées, des titres de créances négociables et du capital-investissement.

2.5.1. Le financement par crédit-bail

Ayant l'avantage d'une formule de financement intégral et fiscalement intéressante, le crédit-bail ou *leasing* est un substitut à l'emprunt difficilement accessible pour certaines entreprises à dimension financière réduite. C'est une formule qui se caractérise par sa rapidité de déblocage et surtout par le fait qu'elle ne soit garantie que par le bien qu'elle sert à financer. Néanmoins, son coût reste relativement onéreux comparativement aux autres sources de financement à moyen et long terme.

L'encours des crédits accordés par les sociétés de leasing a connu un taux de croissance annuel de 20% entre 1995 et 1997, de 7,5% en 1998 avant de progresser à

¹ La technique de pension consiste, pour la banque centrale, en l'achat temporaire de des titres (achat de titres avec l'obligation de les revendre à l'échéance). Quant à la technique d'*Open-Market*, elle permet à la banque centrale d'intervenir sur le marché monétaire en achetant ou en vendant des titres, contre des liquidités au prix du marché. Il s'agit donc d'achat ou de vente fermes de titres (et non pas de pensions) qui peuvent être des effets publics ou privés.

² Cette technique consiste à transformer des crédits en titres négociables (d'où son nom) et à les céder sur le marché secondaire.

nouveau en moyenne de 20% entre 1999 et 2002, pour atteindre un montant global de 12,5 milliards de *dirhams*. Cette progression s'explique davantage par l'absence d'alternatives que par les avantages procurés par ce mode de financement.

2.5.2. Le recours aux fonds de garantie

Pour permettre aux entreprises marocaines, en particulier les PME, de financer leur mise à niveau, les pouvoirs publics ont mis en œuvre des mesures visant à leur faciliter l'accès au financement bancaire. Il a été ainsi procédé à la modernisation des structures de la Caisse Centrale de Garantie (CCG) et à la modernisation de sa situation financière¹.

De même, les pouvoirs publics ont créé des fonds de garantie spécifiques pour avaliser les crédits bancaires nécessaires au financement des investissements de mise à niveau. Il s'agit notamment du *FOGAM* (Fonds de Garantie pour les crédits de Mise à niveau), *FOGAFAM* (Fonds de Garantie Franco-Marocain) et le Fonds de Garantie Européen.

Alimenté d'une dotation initiale de l'Etat d'un montant de 100 millions de *dirhams*, *FOGAM* a pour objet d'avaliser les crédits à moyen et long terme dessinés au financement des programmes de modernisation, de reconversion ou de redéploiement des PME/PMI. La garantie concerne jusqu'à 60% du crédit en principal majorés de 6 mois d'intérêt. A la fin de novembre 2000, les engagements au titre de ce fonds ont atteint 67,29 millions de *dirhams*. Quant au *FOGAFAM*, il a été mis en place suite à la mise à la disposition du Maroc par l'Agence française de développement d'une enveloppe de 200 millions de franc. Il vise la garantie des crédits octroyés par les banques aux PME/PMI marocaines pour le financement des projets d'investissement en outils de production. Ses engagements ont atteint un montant de 31,2 millions de *dirhams* en novembre 2000. Enfin, le Fonds de Garantie Européen a pour objectif le renforcement de la compétitivité des PME en facilitant leur accès au crédit d'investissement. Il vise également à développer la capacité financière et technique des institutions de garantie et des banques requérant ces garanties. La gestion de ce fonds

¹ Instituée par le Dahir du 4 juillet 1949, la CCG est un établissement public doté de la personnalité civile et l'autonomie financière. Elle a pour objet de garantir les remboursements des prêts consentis par des établissements bancaires en faveur des entreprises et organismes publics ou privés relatifs au développement économique et social du pays.

est confiée de manière concomitante à la *CCG* et à *Dar Ad Damane* sur la base de conventions bi-parties conclues à cet effet.

2.5.3. Les lignes de financement spécialisées

Ces lignes sont mises à la disposition des entreprises par l'intermédiaire des banques, souvent dans le cadre de conventions entre le gouvernement marocain et celui d'un pays partenaire. Elles sont destinées soit à financer l'achat par les entreprises marocaines de biens d'investissements originaires du pays partenaire, soit à développer le partenariat en matière d'investissements entre les entreprises des deux pays. Ainsi, des pays liés au Maroc par des accords de coopérations tels la France, l'Espagne, l'Allemagne et l'Italie ont mis en place des crédits d'équipement à moyen et long terme facilitant l'acquisition et le financement de matériels fabriqués chez eux. Citons à titre d'exemple, la ligne de crédit espagnole en faveur des PME/PMI, la ligne de partenariat espagnole, la ligne de financement canadienne, la ligne de crédit *PROPARCO*¹ ou encore le fonds allemand de dépollution industrielle.

A coté de ces facilités, l'Union Européenne a mis en place le programme de financement *ECIP (European Community Investment Partners)*. Lancé en 1988 et reconduit depuis à plusieurs reprises, ce programme comprend quatre facilités :

- l'identification des secteurs d'investissements et de partenaires potentiels ;
- le financement d'études de faisabilité et de marchés ;
- le financement partiel des apports en fonds propres des promoteurs ;
- le financement de programmes de formation, d'assistance technique et d'appui à la gestion.

La conversion des dettes extérieures en investissements privés constitue une autre source de financement spécialisée. Ce mécanisme qui porte sur la dette rééchelonnée à l'égard des créanciers membres du Club de Paris, consiste à céder une partie de ces créances aux promoteurs intéressés par la réalisation d'investissements au Maroc.

¹ *PROPARCO* (la société de Promotion et de Participation pour la Coopération Economique) est une société financière dont le capital est détenu à hauteur de 69,33% par la Caisse Centrale de Coopération Economique et pour le reste par des groupes financiers et industriels français et internationaux. Le Champ d'intervention de *PROPARCO* englobe des pays d'Afrique, des Caraïbes et du Pacifique ainsi que les départements et territoires d'outre mer.

Après le versement par l'investisseur adjudicataire du montant convenu au Trésor du pays créancier, le Trésor marocain verse dans un compte bancaire, ouvert au Maroc par l'investisseur, le montant en Dirhams correspondant au prix de rachat des créances cédées. Le taux de change retenu est le taux de change achat coté par *Bank Al-Maghrib* à la date du paiement par l'investisseur des créances étrangère sur le Maroc.

Mise en place, dès la fin des années quatre-vingt-dix, cette formule de financement s'adresse exclusivement aux investisseurs étrangers et aux marocains résidants à l'étranger. Elle permet aux entreprises bénéficiaires de réduire le coût de leurs investissements au Maroc moyennant une décote avantageuse. L'investisseur bénéficie en effet d'une marge résultant de la différence entre le prix d'achat de la créance à l'étranger et le prix de rachat de la créance par le Maroc, marge qui viendra conforter la rentabilité du projet d'investissement.

Signalons que plusieurs accords de conversion de la dette extérieure en investissements ont été signés avec des créanciers européens, notamment la France, l'Espagne, l'Italie et le Portugal. Ces accords ont induit un investissement global étranger avoisinant un milliard de dollar US permettant ainsi la création de quelques 4000 emplois¹.

2.5.4. Les titres de créances négociables

Les Titres de Créance Négociables (TCN) sont émis sous la forme de billets ou de bons à échéance, matérialisés par des titres ou simplement inscrits en comptes. Sans être cotés en bourse, ces titres confèrent à leur porteur un droit de créance librement négociable et portant intérêt. Si nous mettons de côté les bons de trésor, ces titres peuvent prendre trois formes : les certificats de dépôt, les bons des sociétés de financement et les billets de trésorerie.

Fixé au départ à un million de *dirhams*, le montant unitaire de ces certificats a été révisé à la baisse à trois reprises afin de faire face au problème de la demande. Il s'élève aujourd'hui à cent milles *dirhams*. Ils peuvent être souscrits par toute personne physique ou morale résidente ou non-résidente.

¹ Centre Marocain de Conjoncture (2001), "Le financement des investissements : des leviers peu exploités", lettre n°112-113, p. 24

Les certificats des dépôts négociables sont émis par les banques pour une durée allant de 10 jours à 7 ans et rapportant un intérêt librement déterminé par les mécanismes de marché. Cependant, le taux d'intérêt doit être fixe si la durée est inférieure ou égale à un an et fixe ou révisable dans le cas contraire. Le montant d'émissions de cette catégorie de titres est de 3430 millions de *dirhams* en 2002 contre 4864 millions en 2001.

Les bons de sociétés de financement sont émis par les sociétés de financement pour une durée allant de 2 à 7 ans et rapportant un intérêt librement déterminé. Ces bons peuvent avoir une rémunération fixe ou révisable. La révision se fait à la date-anniversaire de l'émission et s'effectue en application des dispositions librement convenues entre les parties. Le montant des émissions est passé de 5959 millions de *dirhams* en 2001 à 7013 millions de *dirhams* en 2002

Quant aux billets de trésorerie, ils sont émis par les entreprises non financières de droit marocain respectant certaines conditions : avoir au moins trois années d'existence et des fonds propres d'un montant minimal de cinq millions de *dirhams*. Leur durée varie de 10 jours à une année et rapportent un intérêt librement déterminé. L'émission de cette catégorie de titres avait connu un essor important à la fin des années quatre-vingt passant de 2,3 milliards de *dirhams* en décembre 1987 à 7,5 milliards de *dirhams* en décembre 1990, soit un accroissement annuel moyen de 18,40%. Cette évolution n'est guère étonnante puisqu'elle a coïncidé avec la période d'encadrement des crédits. Les entreprises voyaient en l'émission de ce nouveau produit un supplément de crédit par rapport à celui prévu dans le cadre de l'objectif de la politique monétaire. Avec l'abolition de l'encadrement des crédits en 1991, le marché d'émission des billets de trésorerie a presque disparu¹. Les banques, qui interviennent dans l'opération de garantie de ces titres, préfèrent leur substituer leurs propres crédits.

2.5.5. Le recours au capital-investissement

Le capital-investissement est une formule de financement sous forme de prise de participation temporaire et minoritaire. Il s'agit d'un financement en quasi-capital où le pourvoyeur de fonds n'est pas un simple créancier, mais joue le rôle d'associé et de

¹ En 2002, le montant des billets de trésorerie n'a porté que sur quatre millions de dirhams.

partenaire. Les formes d'intervention les plus courantes sont : les souscriptions d'actions, les avances en comptes courants, la souscription d'actions convertibles et les prêts participatifs.

Ce mode de financement offre plusieurs avantages aux entreprises. D'abord, étant effectué sous forme de fonds propres, il permet d'améliorer la structure financière de l'entreprise. Ensuite, il ne génère aucun remboursement à court terme du fait que le capital investi et les fonds auto-générés serviront exclusivement à l'accélération de la croissance de l'entreprise. Enfin, l'apporteur de fonds n'exige aucune garantie ou caution comme c'est le cas au niveau des crédits bancaires classiques. Au contraire, il fait profiter l'entreprise de son savoir-faire, son expérience et son réseau d'affaires.

Le capital-risque (*venture-capital*) est la variante la plus fréquente du capital-investissement. Il ne concerne que les prises de participation dans les entreprises nouvelles ou en phase de création et peut revêtir deux formes : le capital-amorçage (*Seed-Capital*) et le capital-crédation (*Start-Up*). Dans le premier cas, l'investisseur intervient avant même le démarrage de l'activité d'une entreprise nouvelle (phase de la mise au point d'un produit nouveau par exemple). Dans le second, le capital-risqueur intervient au démarrage d'une nouvelle entreprise innovante opérant dans un secteur à forte valeur ajoutée.

D'autres formes de capital-investissement peuvent être envisagées. Citons à titre d'exemples :

- Le capital-développement qui se caractérise par une intervention dans une entreprise en pleine maturité lors d'une nouvelle phase de développement.
- Le capital-transmission qui se traduit par un rachat de l'entreprise en recourant à l'effet de levier de la dette.
- Le capital-restructuration où l'investisseur intervient en vue d'une restructuration financière de l'entreprise concernée.

Le capital-investissement n'a démarré au Maroc qu'en 1989 à l'initiative de la BEI (*la Banque Européenne d'Investissement*). Elle compte aujourd'hui une dizaine d'opérateurs. Certains interviennent dans tous les secteurs comme la société

MOUSSAHAMA, ATTIJAR-risque, BMCI-Finance et *ASMA-INVEST*. D'autres sont spécialisés tels *Capital-Finance* (presse, publicité, distribution et services), *Faiçal-Finance* (Industries exportatrices), *CDG/CDPA* (Télécoms, agroalimentaire et tourisme), *MAGFIN* (Télécommunication) et *UPLINE-Technologies* (nouvelles technologies de l'information).

Malgré le nombre important et la diversité des sociétés de capital-investissement, cette formule reste encore peu sollicitée par les entreprises marocaines. Cela s'explique à la fois par l'absence d'un cadre juridique et d'un système spécifique de couverture de garantie. Il s'explique aussi par la nature des projets d'investissements présentés. Ces derniers prennent souvent la forme de nouvelles créations, alors que le capital-investissement s'adresse plutôt aux investisseurs à la recherche de participation dans des sociétés déjà opérationnelles.

Conclusion du chapitre 1

L'allégement du coût de capital a toujours été au cœur des préoccupations des autorités marocaines. En témoigne la révision continue de l'arsenal juridique régissant aussi bien la fiscalité de l'entreprise que les conditions de son financement. Cette révision vise à réadapter le contenu du système incitatif aux exigences du changement de l'environnement économique et social. Certes, le processus de révision a été timide durant les décennies soixante et soixante-dix, en particulier dans le domaine financier. Les conditions économiques, politiques et sociales n'étaient pas encore propices pour initier et exécuter des réformes structurelles audacieuses. Il aurait fallu attendre la seconde moitié des années quatre-vingt et surtout le début des années quatre-vingt-dix pour voir le processus d'amélioration du climat d'affaires s'accélérer. A l'évidence, cette accélération est le résultat de trois phénomènes complémentaires : le déclenchement de la crise au début des années quatre-vingt, l'utilisation, de plus en plus accrue, de la conditionnalité comme critère d'aides financières étrangères et l'effet contagion (l'accélération des réformes a touché tous les pays à niveau économique comparable à celui du Maroc).

Au niveau fiscal, on est passé d'un système complexe, disparate et régressif à un système simplifié, harmonisé et relativement équitable. Ce passage s'est étalé sur plusieurs années et le processus est loin d'être achevé. Parallèlement à cette réforme, la Charte de l'investissement est venue remplacer les anciens Codes des investissements. De même, des dispositions fiscales spécifiques ont été instaurées en faveur de promoteurs étrangers. C'est le cas de la prévention de la double imposition internationale, la création de zones franches et l'institution de centres de coordination.

Les conditions de financement des entreprises ont connu une certaine amélioration à partir du début des années quatre-vingt-dix. La réforme a touché aussi bien la finance directe (réforme bancaire de 1993, libéralisation des taux d'intérêt, abolition des emplois obligatoires des banques, etc.) que la finance indirecte (modernisation du marché financier, instauration d'un marché monétaire, introduction de nouvelles formes de financement, etc.) Là aussi, l'approche adoptée par les autorités marocaines est graduelle.

Chapitre 2

Estimation du coût de capital au Maroc

Le chapitre précédent nous a permis de mettre en exergue l'évolution des mesures fiscales et financières visant à alléger le coût d'utilisation du capital au Maroc. Malgré le caractère évolutif desdites mesures, peu d'études se sont intéressées à leurs évaluation et encore moins à leur intégration dans un modèle de calcul du coût de capital. Sans avoir explicitement évoqué la notion du coût de capital, Belal (1966) a insisté sur l'échec des mesures incitatives contenues dans les Codes de 1958 et 1960. Selon l'auteur, de telles mesures ne pouvaient se traduire que par une charge importante pour les finances publiques.

D'après nos investigations, seules trois études ont porté sur l'estimation du coût de capital au Maroc (Faini, 1994 ; Faini, Porter et Wijnbergen, 1989 et la Banque Mondiale, 1990). Il en ressort que le coût du capital au Maroc est très élevé et semble affecter négativement la croissance économique réelle. Bien que la période d'estimation choisie ne soit pas assez large (1973-1988) et le modèle retenu ne soit pas suffisamment robuste, les résultats empiriques de la Banque Mondiale montrent clairement la tendance haussière du coût de capital au Maroc. Sa valeur est passée de 6,72% en 1973 à 40,13% en 1988, soit une augmentation annuelle moyenne de 16,65%. La même tendance se dégage de l'étude de Faini (1994) sur la réconciliation entre la stabilisation et la croissance au Maroc. Ces résultats témoignent de l'effet limité des mesures incitatives sur le coût du capital au Maroc durant la décennie quatre-vingt.

Dans ce chapitre, nous nous proposons d'évaluer l'impact des mesures incitatives sur le niveau du coût de capital pour une période beaucoup plus large (1961-2002). En d'autres termes, il convient de s'interroger sur le comportement du coût de capital au Maroc durant l'application de Codes des investissements de 1960, 1973 et 1983, ainsi que la charte de l'investissement de 1995. Pour ce faire, nous construirons d'abord un modèle de calcul du coût de capital adapté au contexte marocain. Le modèle ainsi obtenu nous permettra de procéder à des jeux de simulations en envisageant les différents scénarios possibles.

1. Méthodologie de calcul du coût de capital

La méthodologie que nous retenons ici s'apparente à celle préconisée dans la littérature économique néoclassique. Elle repose sur l'approche développée initialement par King et Fullerton (1984), perfectionnées par Auerbach (1983), Boadway et Shah (1995) et surtout McKenzie, Mintz et Scharf (1997). Néanmoins, nous lui avons apporté quelques modifications afin de tenir compte des spécificités du système fiscal marocain.

1.1. Hypothèses du modèle

A l'instar de toutes les réalités économiques et sociales, le coût du capital est difficile à modéliser sans la fixation, au préalable, d'un certain nombre d'hypothèses qui soutiennent l'approche retenue. Ces hypothèses visent à concentrer l'attention sur les effets qu'exerce la fiscalité sur le coût du capital. Elles visent également à assurer la cohérence de l'approche.

Certaines de ces hypothèses ont un caractère essentiellement technique, à savoir :

- L'horizon temporel est suffisamment long pour que l'analyse puisse être menée en temps continu. De ce fait les sommes sont approchées par une intégrale et les titres d'emprunt prennent la forme de rentes perpétuelles.
- L'absence d'incertitude et de risque. Nous supposons que les investisseurs opèrent dans un univers certain.
- Les agents économiques ont un comportement myope. Cela signifie que les valeurs futures des différents paramètres sont celles connues aujourd'hui. Cette hypothèse peut s'appuyer sur deux justifications empiriques : l'absence de choix sophistiqués alternatifs et une faiblesse de volonté des agents économiques¹.
- Le capital est l'unique facteur de production : $Q = F(K)$. En outre la productivité marginale du capital est décroissante : $F' > 0$ et $F'' < 0$.

¹ Supposer une faiblesse de volonté (phénomène empirique qui semble pourtant évident) n'est pas plus illégitime que de supposer son absence. Ce concept pose de nombreuses questions à la théorie du choix et elle est loin de faire l'unanimité. Depuis Aristote et sa notion d'*acrasie*, les philosophes moraux s'attardent sur cette question (Davidson, 1969 Ogien 1993,...)

- L'investissement est opéré dans une économie fermée et concerne le secteur manufacturier. Il est continuellement divisible et peut être financé par emprunt, par fonds propres ou les deux à la fois.

Plus fondamentale est l'hypothèse de la conformité d'investissement au modèle canonique de la théorie néoclassique. Cela signifie que notre approche repose sur la notion d'investissement marginal, caractérisée par un rendement économique égal au coût. Cette hypothèse va de pair avec une économie présumée guidée exclusivement par les prix et ne s'accommode donc pas de rationnements quantitatifs. Une approche plus générale a été proposée par Gérard (1989), mais nous ne l'avons pas retenu dans ce travail.

Introduite par nos propres soins pour les besoins de cet exercice, une autre hypothèse concerne l'identité des bailleurs de fonds. En effet, quel que soit le mode de financement choisi, ce sont les personnes physiques résidant au Maroc qui effectuent les mises de fonds nécessaires à la réalisation de l'investissement marginal. Ces personnes peuvent le faire soit en souscrivant aux nouvelles actions (il sont alors actionnaires), soit aux titres d'emprunt émis (elles sont alors créanciers). King et Fullerton (1984) sont moins sévères sur cette question, introduisant notamment la possibilité de financement par des bailleurs de fonds à statut fiscal particulier tels les compagnies d'assurance et les fonds de pension. De leur côté, Alworth (1988), Devereux et Keen (1989), Gérard (1989) étendent le champ de financement aux non résidents (financement transnational).

1.2. Présentation du modèle

Considérons d'abord une économie sans aucune forme d'imposition. La théorie néoclassique de l'investissement nous enseigne que les firmes qui cherchent à maximiser la valeur des flux futurs du projet d'investissement auront recours au capital jusqu'à ce que le taux de rendement d'une unité additionnelle investie soit tout juste égal au coût marginal. Le coût du capital coïncide dès lors avec le coût marginal de l'investissement le moins rentable.

Puisque nous avons supposé que l'investissement est continuellement divisible et que le rendement marginal du capital (l'augmentation des recettes due à l'investissement

d'une unité supplémentaire du capital) finit par décroître lorsque le capital employé augmente, l'état d'équilibre s'écrit :

$$R(K) = q(N + \delta) \quad (13.1)$$

où $R(K)$ désigne le taux de rendement d'une unité marginale de capital et $q(N + \delta)$ le coût du capital.

En l'absence d'imposition, le coût du capital est égal au prix relatif d'une unité de capital par rapport à la production (q), multiplié par la somme du coût d'option des fonds consacrés à l'accumulation du capital (N) et de la perte de valeur du capital découlant de la dépréciation économique de l'actif (δ). En d'autres termes, l'unité marginale de capital atteint le seuil de rentabilité dans la mesure où le rendement qu'elle génère couvre tout juste la baisse de valeur économique du capital (sa dépréciation économique) et satisfait à la fois les créanciers et les actionnaires.

Le coût d'option du financement pour la firme (N) correspond au taux de rendement minimal réel que ses propriétaires (les actionnaires) et ses créanciers pourraient tirer d'une autre occasion d'investissement présentant des caractéristiques semblables. Par conséquent, si λ désigne la part de l'investissement financée par emprunt et $(1 - \lambda)$ la part financée par fonds propres (bénéfices non-distribués ou émissions de nouvelles actions), le coût d'option de financement correspond à une moyenne pondérée des taux de rendement requis sur les titres de créance et sur les actions. Cette moyenne s'écrit :

$$N = \lambda i + (1 - \lambda)\rho - \pi \quad (13.2)$$

où :

- i est le taux d'intérêt nominal sur les titres de créance (taux exigé par les prêteurs)
- ρ est le taux de rendement nominal sur les actions (taux exigé par les actionnaires)
- π est le taux d'inflation anticipé¹.

Si nous considérons maintenant une économie fiscalisée, les investisseurs² s'inquiéteront du taux de rendement net d'impôts (impôt sur les sociétés et impôt sur

¹ Nous supposons que les agents économiques ont un comportement myope. Dans ce cas le taux d'inflation anticipé correspond aux taux d'inflation observés.

² Nous supposons que les investisseurs sont des personnes physiques.

les revenus des particuliers). Envisageons d'abord l'application de l'impôt frappant les personnes physiques (les bailleurs de fonds) au revenu d'intérêts et au rendement des capitaux propres.

Si m_d désigne le taux d'imposition des dividendes et m_i le taux d'imposition des personnes physiques appliqué au revenu nominal d'intérêt, le taux réel de rendement minimal après impôts des personnes physiques devient :

$$N^s = \lambda i(1 - m_i) + (1 - \lambda)\rho(1 - m_d) - \pi \quad (13.3)$$

En situation d'équilibre sur le marché des capitaux et en l'absence de risque et d'imperfections autres que les impôts et les taxes, le rendement des capitaux propres, après impôt, doit correspondre au rendement des titres de créance net impôt, soit $i(1 - m_i) = \rho(1 - m_d)$; ce qui implique que $\rho = i(1 - m_i)/(1 - m_d)$. Dans ces conditions l'équation (13.3) s'écrit :

$$N^s = i(1 - m_i) - \pi \quad (13.4)$$

Pour ce qui est de l'impact de l'impôt frappant le revenu des sociétés sur le coût d'option du financement, il dépend naturellement des particularités du régime fiscal. Dans le cas marocain, relativement simple, les charges d'intérêt sont déductibles de la base imposable, ce qui ramène le coût de financement nominal par emprunt à $i(1 - \tau)$ où τ désigne, à titre de rappel, le taux de l'IS. Dans ces conditions, le coût d'option moyen de financement s'écrit :

$$N^f = \lambda i(1 - \tau) + (1 - \lambda)\rho \quad (13.5)$$

Outre le coût de financement de l'investissement, le coût du capital est souvent allégé par la révision à la baisse du prix effectif d'acquisition des biens de capital découlant de l'octroi de certaines aides publiques. Ces aides concernent l'enregistrement comptable des amortissements, la constitution d'une provision pour investissement, la pratique des crédits d'impôt à l'investissement et le transfert de subventions directes. Néanmoins, notre démarche n'intègre que les économies fiscales résultant des amortissements et des provisions. Les autres avantages ont été négligés soit parce qu'ils n'ont jamais été prévus par les dispositions fiscales marocaines (crédit d'impôt à

l'investissement par exemple) soit qu'ils ne concernent pas les dépenses en capital (cas des subventions directes).

Si A désigne la valeur actualisée des aides publiques accordées à l'unité additionnelle du capital, nous pouvons écrire¹ :

$$A = f_1 \hat{A} + f_2 g \quad (13.6)$$

où :

- f_1 est la proportion de la dépense d'investissement qui peut être fiscalement amortie.
- f_2 est la proportion de la dépense d'investissement qui bénéficie d'une provision fiscalement déductible.
- \hat{A} représente la valeur actualisée du gain fiscal résultant de l'amortissement d'une unité de capital.
- g symbolise la valeur actualisée du gain fiscal résultant de la constitution d'une provision pour investissement.

La valeur de \hat{A} dépend naturellement du régime d'amortissement utilisé. Au Maroc, les entreprises ont le choix entre le régime linéaire et le régime dégressif.

Si l'entreprise opte pour le régime d'amortissement linéaire, la dotation annuelle s'obtiendra en divisant la valeur de l'actif par sa durée de vie. La valeur de \hat{A} peut être approchée par l'intégrale suivante :

$$\hat{A} = \int_0^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du \quad (13.7)$$

où L désigne la durée de vie de l'investissement et μ symbolise l'opérateur temporel évoluant de 0 à L . Le taux d'actualisation est représenté par le coût financier N^f .

La résolution de (13.7) donne le résultat suivant :

¹ Notons que la somme des f_i n'est pas nécessairement égale à l'unité dans la mesure où les variables pondérées par ces fréquences ne sont pas considérées comme des modalités incompatibles.

$$\hat{A} = \frac{\tau}{LN} (1 - e^{-LN^f}) \quad (13.8)$$

Si, à présent, l'entreprise emploie le régime d'amortissement dégressif, la dotation est calculée en appliquant un taux constant à une base dégressive. Conformément aux dispositions fiscales marocaines, ce taux est obtenu en multipliant le taux d'amortissement linéaire par un coefficient, noté B , dont la valeur est fonction de la durée de vie de l'actif amortissable : 1,5 si la durée est comprise entre 3 et 4 ans, 2 si cette durée est comprise entre 5 et 6 ans et enfin 3 si elle est supérieure à 6 ans. Comme le taux est appliqué sur le solde restant à amortir, il existe un moment noté : L_s (*Switchover Point*) à partir duquel la dotation dégressive devient inférieure à la dotation linéaire. Le droit fiscal marocain autorise alors l'entreprise à passer à la technique d'amortissement linéaire. A l'instar de King et Fullerton (1984), calculons le moment du "switch" selon la formule : $L_s = (B - 1/B)L$, où B est supposé égal à 3 (investissement dont la durée de vie dépasse 6 ans). Dans ces conditions, la valeur de \hat{A} s'écrira :

$$\hat{A} = \tau \left[a \int_0^{2L/3} e^{-(N^f + a)u} du + e^{-aL_s} a \int_{2L/3}^L e^{-N^f u} du \right] \quad (13.9)$$

où $a = 3/L$

Après résolution, on obtiendra :

$$\hat{A} = \tau \left(\frac{a}{N^f + a} \right) (1 - e^{-\frac{2L}{3}(N^f + a)}) + \left(\frac{e^{-\frac{2L}{3}a}}{N^f} \right) a \tau \left[\left(e^{-\frac{2L}{3}N^f} \right) - e^{-N^f L} \right] \quad (13.10)$$

Signalons que malgré les avantages considérables qu'offre le régime d'amortissement dégressif, Il paraît qu'une bonne partie des entreprises marocaines ne s'est pas encore familiarisée avec cette méthode.

Par ailleurs, les lois fiscales régissant l'investissement au Maroc ont toujours prévu la possibilité pour certaines entreprises, sous certaines conditions, d'enregistrer une provision pour investissement fiscalement déductible. La provision enregistrée, à la clôture de chaque exercice fiscal, doit être utilisée avant l'expiration de la troisième

année suivant celle de sa constitution. La part effectivement utilisée dans le délai prescrit peut être transférée à un compte de réserves ordinaires, en franchise d'impôts. Sinon, elle doit être réintégrée dans l'exercice au titre duquel elle a été constituée.

Formellement, le gain fiscal procuré par la provision pour investissement effectivement utilisée dans le délai prescrit (3 ans) s'écrit :

$$g = \int_{-3}^0 \frac{1}{3} \tau e^{-N^f u} du = \frac{\tau}{3N^f} (e^{3N^f} - 1) \quad (13.11)$$

Compte tenu de tous les éléments qui précèdent, le coût d'une unité marginale de capital correspond à $q(N^f + \delta - \pi)(1 - A)$. Sachant que l'impôt ramène le rendement d'un investissement additionnel à $R(K)(1 - \tau)$, la condition d'optimisation de la valeur des flux futurs du projet d'investissement deviendra :

$$R(K)(1 - \tau) = q(N^f + \delta - \pi)(1 - A) \quad (13.12)$$

ou encore :

$$R(K) = C = q(N^f + \delta - \pi) \left[\frac{1 - A}{1 - \tau} \right] \quad (13.13)$$

La partie droite de l'équation (13.13) correspond au coût du capital. Il est fonction de deux types de variables : les variables fiscales (le taux d'imposition, les déductions pour amortissement et la constitution d'une provision pour investissement) et les variables non fiscales (le coût de financement, le prix relatif du capital, le taux de dépréciation économique du capital et le taux d'inflation)

2. Calcul du coût de capital

2.1. Présentation des variables

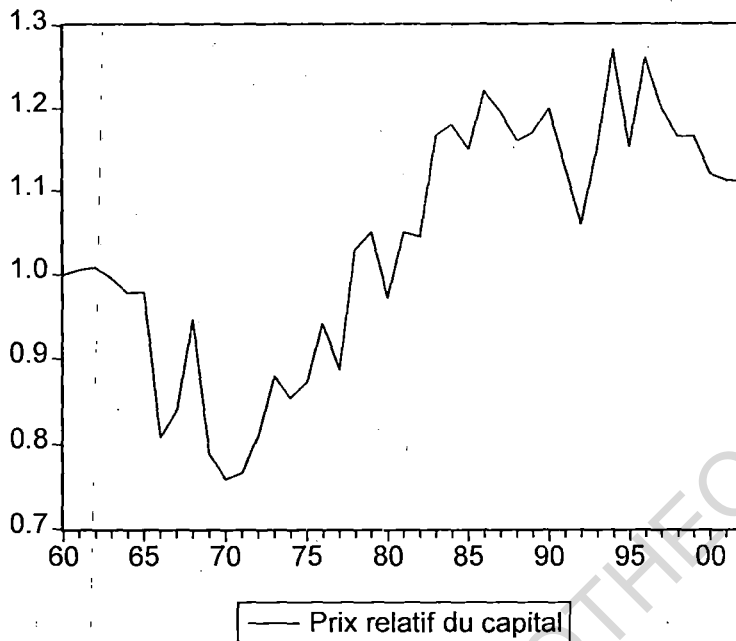
Deux séries de variables interviennent dans le calcul du coût de capital : les variables fiscales et les variables non fiscales.

2.1.1. Les variables non fiscales

Commençons par examiner la Figure 3, qui illustre le prix relatif du capital (q). Les données sont exprimées sous forme d'indices implicites, base 1960, des prix du PIB et des investissements en capital fixe.

Figure 3

Evolution du prix relatif de capital au Maroc



Comme le montre ladite figure, la tendance du prix de capital par rapport à la production est globalement haussière. Néanmoins, il convient de distinguer quatre phases d'évolution de cette variable. La première va de 1960 à 1970. Au cours de cette période, le prix relatif du capital a sensiblement baissé, passant de l'unité à 0,75. Cette baisse témoigne de la faible demande des biens d'équipement durant la décennie soixante, en raison de l'instabilité et l'hésitation en matière de politique économique poursuivie. Au cours de la seconde phase, qui va de 1970 à 1986, le prix relatif du capital a enregistré une progression soutenue. Sa valeur est passée de 0,75 à 1,22, ce qui correspond à une variation annuelle moyenne de 3,08%. Cette progression traduit la pression, de plus en plus forte, exercée sur les prix des biens d'équipement, consécutive au comportement dynamique des agents économiques (entreprises, Etat et ménages) sur le marché. La quatrième phase, de 1986 à 1998, a connu une variation irrégulière du prix relatif de capital. Les rares mesures institutionnelles prises à l'époque (la libéralisation partielle du loyer de l'argent, l'ouverture partielle de l'économie nationale, l'accroissement de l'offre des biens d'équipement, etc.), n'ont pas permis de stabiliser le marché des biens d'équipement. Enfin, entre 1999 et 2002, le prix relatif du capital a évolué de façon baissière, passant de 1,166 à 1,11. Certes

cette baisse reste modérée, mais elle constitue un signal traduisant la bonne santé du marché des biens d'équipement. Plusieurs facteurs se sont conjugués pour expliquer cette nouvelle réalité. Il s'agit, en somme, de la libéralisation progressive des prix, l'abolition de certaines barrières à l'entrée aux différentes branches industrielles, l'amélioration de la productivité et la réduction graduelle de la protection douanière.

La Figure 4 illustre l'évolution du taux d'intérêt réel au Maroc, défini comme la rémunération des bons du Trésor à six mois diminuée du taux d'inflation effective, calculé à partir de l'indice des prix à la consommation. Il serait normalement plus approprié de mesurer et d'utiliser l'inflation anticipée. Or, les statistiques disponibles ne sont pas assez cohérentes pour permettre une telle mesure. De même, il serait judicieux de retenir une série de taux d'intérêt sur les crédits aux entreprises et non sur les bons du Trésor. Mais là aussi, les méthodes statistiques sont tellement changeantes qu'elles ne permettent pas la construction d'une série homogène de taux d'intérêt débiteurs.

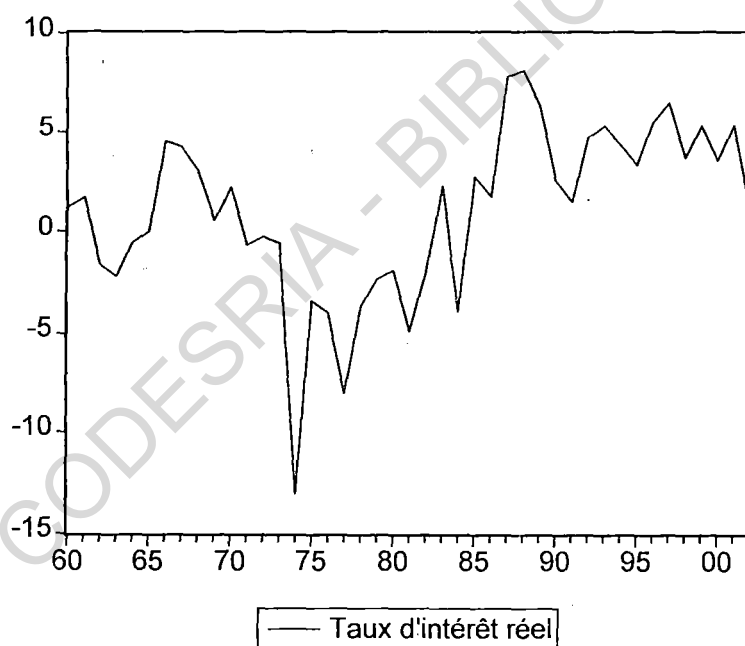
Il ressort clairement de la Figure 4 que durant les années soixante, soixante-dix et même quatre-vingt, le taux d'intérêt réel n'obéissait clairement à aucune tendance. Sa variation était erratique et sa valeur était tantôt négative tantôt positive. Un tel comportement est tributaire, à notre sens, à deux séries de facteurs. D'abord, les taux d'intérêt nominaux étaient fixés de façon administrative et ne faisaient l'objet de révision que très rarement. Ensuite, les différents gouvernements n'avaient pas de stratégies claires et efficaces en matière de lutte contre l'érosion monétaire. C'est ce qui explique d'ailleurs la forte variation du taux d'inflation d'une année à une autre. A titre d'exemple, le taux d'inflation est passé de 4,08% en 1973 à 17,56% en 1974 avant de descendre à 7,92% en 1975 pour remonter à 12,60% en 1977 et descendre à nouveau à 8,33% en 1979. Disons que pendant les années soixante-dix, l'inflation à deux chiffres n'était pas spécifique au Maroc, mais faisait partie d'une politique de développement à caractère mondial, axée sur le modèle Keynésien de relance économique.

A partir des années quatre-vingt-dix, la réalité allait connaître un changement dans le sens de la variabilité des taux d'intérêt et la maîtrise de l'inflation. En matière de

détermination des taux d'intérêt, y compris le taux sur les bons de Trésor, les modalités administratives ont progressivement laissé la place aux mécanismes de marché. Cette mesure a eu comme conséquence l'émergence d'un véritable marché monétaire et de surcroît la baisse tendancielle des taux d'intérêt. Le taux rémunérant les bons de Trésor est passé de 10,5% en 1990 à 6,5% en 1998, puis à 5,5% en 2000 avant d'atteindre 4,10% en 2002. Parallèlement à la libéralisation des taux d'intérêt, les autorités monétaires se sont fixées comme principal objectif la maîtrise des tensions inflationnistes. Ce second pari a été parfaitement réussi, puisque depuis 1996, le taux d'inflation n'a jamais dépassé la barre des 3%. Le contrôle des prix de certains biens (produits pétroliers, sucre, farine, etc.) et la régulation du marché monétaire étaient et restent toujours les principales armes utilisées.

Figure 4

Evolution du taux d'intérêt réel au Maroc



Le résultat attendu de ces deux actions (la libéralisation des taux d'intérêt et la maîtrise de l'inflation) n'a pas tardé à venir. Le taux d'intérêt réel s'est globalement stabilisé permettant ainsi d'assurer une plus grande visibilité aussi bien aux pourvoyeurs qu'aux demandeurs de fonds.

Il y a lieu de préciser que le niveau élevé du taux d'intérêt, enregistré à la fin des années quatre-vingt, est dû aux interventions excessives du Trésor sur le marché

monétaire. Ces interventions, qui visaient à combler les besoins financiers de l'Etat, rendaient la liquidité rare, ce qui n'allait pas sans exercer une forte pression sur le loyer de l'argent.

La troisième variable non-fiscale est le taux de dépréciation économique du capital. A l'instar de King et Fullerton (1984, p. 29), nous déterminons la valeur de cette variable selon la formule suivante : $\delta = 2/L$ où L désigne la durée de vie de l'investissement. Puisque le matériel est amorti sur 10 ans et le bâtiment sur 20 ans, δ prendra la valeur de 20% pour le premier type d'actif et 10% pour le second.

2.1.2. Les variables fiscales

Examinons, à présent, certaines variables fiscales qui entrent dans le calcul du coût de capital. La figure 5 illustre l'évolution du taux d'imposition frappant les bénéfices des sociétés. Avant 1987, les entreprises étaient soumises à l'IBP (Impôt sur les Bénéfices Professionnels). Il s'agit d'un impôt progressif comprenant plusieurs taux en fonction du niveau du résultat fiscal dégagé par l'entreprise. Pour obtenir un taux moyen représentatif, nous avons calculé l'impôt implicite. Les résultats obtenus ne diffèrent pas significativement du taux de la dernière tranche, soit 25% entre 1960 et 1965 et 48% entre 1966 et 1986. Cela signifie que, durant cette période, la majorité des entreprises dégageaient un résultat fiscal qui les plaçait dans la dernière tranche de l'Impôt sur les Bénéfices Professionnels (IBP). Depuis 1987, les entreprises sont soumises à un nouveau impôt au taux unique, l'Impôt sur les Sociétés.

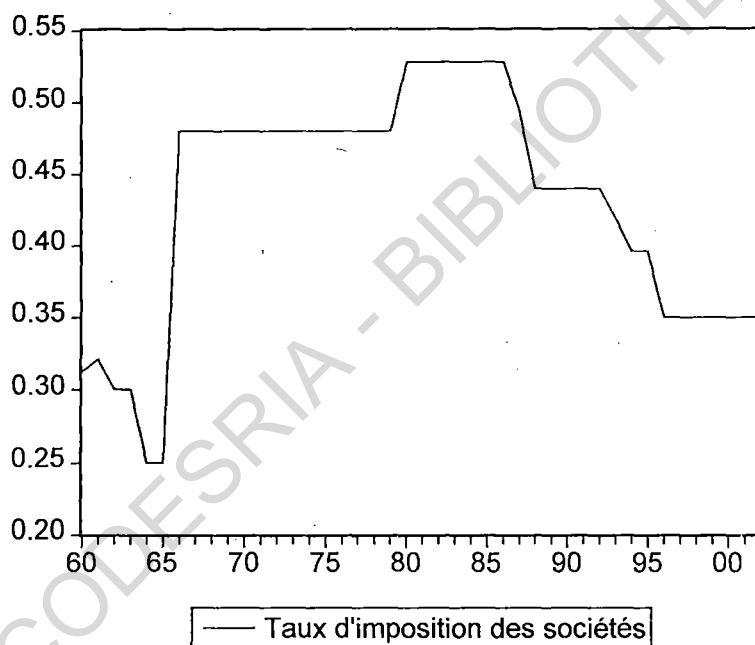
Outre l'IBP ou l'IS, les entreprises exerçant au Maroc devaient, durant plusieurs années, s'acquitter d'un impôt supplémentaire au titre de solidarité nationale. Ainsi, entre 1960 et 1963, les entreprises étaient tenues de payer, en plus de l'IBP un impôt additionnel pour faire face aux besoins des sinistrés de la ville d'Agadir suite au tremblement de terre de 1960. Son taux était fixé à 25% de l'IBP entre 1960 et 1961 et 20% entre 1962 et 1963. Cet impôt fut à nouveau appliqué, entre 1980 et 1995, au taux de 10%. Mais l'objectif, cette fois-ci, était de contribuer aux programmes de développement en faveur des provinces du Sud du Maroc.

La Figure 5 fait apparaître trois phases. Chacune correspond à la mise en place d'une nouvelle réforme fiscale. Avant 1966, l'impôt frappant les bénéfices des entreprises

était régi par la loi du 31 décembre 1959. Durant cette période, les entreprises n'étaient pas lourdement imposées. Le niveau d'imposition le plus élevé a été enregistré en 1962 et en 1963, soit 30%. Suite à la réforme de 1966, le taux-plafond de l'IBP a été ramené à 48%, auquel venait s'ajouter la PSN (Impôt de Solidarité Nationale) au taux de 10% à partir de 1980. Cela engendrait une forte pression fiscale sur les entreprises entre 1980 et 1986, soit 52,8%. Enfin l'entrée en vigueur de l'IS à partir de 1987, a donné lieu à un processus de baisse tendancielle de la charge fiscale pesant sur les entreprises. Ce processus ne s'est arrêté qu'en 1996. Depuis lors, le taux de l'IS est fixé à 35%.

Figure 5

Evolution du taux d'imposition des sociétés au Maroc



Par ailleurs, il convient de signaler qu'en vertu des Codes des investissements de 1973 et 1983 ainsi que la Charte de l'investissement de 1995, certaines entreprises, exerçant dans des secteurs particuliers ou implantées dans des zones géographiques particulières, profitaient d'une exonération, totale ou partielle, de l'impôt sur les bénéfices pour une durée déterminée. Pour ce type d'entreprises, on a supposé une répartition uniforme de la charge fiscale durant la durée de vie de l'investissement. Ainsi, dans le cadre du Code des investissements de 1973, entré en vigueur à partir de 1974, l'implantation dans deux zones géographiques (zone A et zone B) permettait aux

entreprises de bénéficier d'une exonération fiscale temporaire. Celle qui optaient pour l'investissement dans la zone A étaient totalement exonérées de l'IBP pendant les dix premières années d'exploitation. Dans ce cas, le taux d'imposition uniforme τ^* peut être estimé à partir de la formule suivante :

$$\tau^* = \tau \left[\frac{\int_0^{10} 0e^{-N^f u} du + \int_{10}^{\infty} \tau e^{-N^f u} du}{\int_0^{\infty} \tau e^{-N^f u} du} \right] = \tau e^{-10N^f} \quad (14.1)$$

où, à titre de rappel, N^f désigne le taux d'actualisation.

Pour les entreprises qui choisissaient d'investir dans la zone B, elles ne pouvaient bénéficier que d'une réduction de 50% de l'IBP au cours des dix premières années d'exploitation. Dans ces conditions, l'équation (14.1) deviendra :

$$\tau^* = \tau \left[\frac{\int_0^{10} \frac{\tau}{2} e^{-N^f u} du + \int_{10}^{\infty} \tau e^{-N^f u} du}{\int_0^{\infty} \tau e^{-N^f u} du} \right] = \frac{\tau}{2} (1 + e^{-10N^f}) \quad (14.2)$$

Le tableau 2 présente l'évolution du taux d'imposition uniforme pesant sur les bénéfices des entreprises durant l'application du Code des investissements de 1973.

Tableau 2
Evolution du taux d'imposition uniforme des entreprises
durant l'application du Code de 1973

	Casablanca	Zone A	Zone B
1974	0.4800	0.3101	0.3950
1975	0.4800	0.3101	0.3950
1976	0.4800	0.3101	0.3950
1977	0.4800	0.3101	0.3950
1978	0.4800	0.2753	0.3776
1979	0.4800	0.2753	0.3776
1980	0.5280	0.2591	0.3935
1981	0.5280	0.2591	0.3935
1982	0.5280	0.2455	0.3868

Le Code de 1983, révisé en 1989, a découpé le territoire national en quatre zones. Les entreprises installées dans les zones I et II n'avaient droit à aucune réduction fiscale. Celles installées dans la zone III pouvaient bénéficier d'une réduction de 50% de

l'impôt sur le résultat pendant les dix premières années d'exploitation. Cette durée a été ramenée à cinq ans en 1989. Quant aux entreprises installées dans la zone IV, elles étaient totalement exonérées dudit impôt pendant les dix premières années d'exploitation. A partir de 1989, cette durée a été ramenée à cinq ans seulement.

Précisons que, depuis 1988, même les entreprises totalement ou partiellement exonérées de l'impôt sur le résultat, sont appelées à verser une somme supplémentaire au fisc (contribution sur l'IS). Sa valeur a été fixée, en vertu de la loi des finances de 1988 à 25% de l'impôt théorique quel que soit le type d'exonération (totale ou partielle). Mais, depuis 1989, le taux de cet impôt a été ramené, pour les entreprises partiellement exonérées, à 10% de l'impôt théorique. Celles totalement exonérées demeurent passibles dudit impôt au taux de 25%.

Sur la base de ces informations, nous pouvons concevoir six formules de calcul du taux d'imposition uniforme (trois sous-périodes pour deux zones). Entre 1983 et 1987, le taux d'imposition uniforme supporté par les entreprises installées dans la zone II s'obtient à partir de la même formule que (14.2). En 1988, la formule de calcul devient :

$$\tau^* = \tau \left[\frac{\int_0^{10} \left(\frac{\tau}{2} + 0,25\tau \right) e^{-Nf'u} du + \int_0^{\infty} \tau e^{-Nf'u}}{\int_0^{\infty} \tau e^{-Nf'u} du} \right] = \tau (0,75 + 0,25e^{-10Nf}) \quad (14.3)$$

Pour la période 1989-1995, la formule de calcul du taux d'imposition uniforme s'écrit :

$$\tau^* = \tau \left[\frac{\int_0^5 \left(\frac{\tau}{2} + 0,10\tau \right) e^{-Nf'u} du + \int_5^{\infty} \tau e^{-Nf'u}}{\int_0^{\infty} \tau e^{-Nf'u} du} \right] = \tau (0,60 + 0,40e^{-5Nf}) \quad (14.4)$$

Si nous considérons maintenant les entreprises installées dans la zone IV, les données de la période 1983-1987 permettent de calculer le taux d'imposition uniforme selon la formule (14.1). Pour l'année 1988, et en raison de l'instauration de l'impôt additionnel au taux de 25% de l'IS théorique, la formule de calcul devient :

$$\tau^* = \tau \left[\frac{\int_0^{10} 0,25\tau e^{-Nf u} du + \int_0^{\infty} \tau e^{-Nf u} du}{\int_0^{\infty} \tau e^{-Nf u} du} \right] = \tau (0,25 + 0,75e^{-10Nf}) \quad (14.5)$$

Enfin, entre 1989 et 1995, les apports de la loi des finances de 1989 permettent de réécrire (14.5) comme suit :

$$\tau^* = \tau \left[\frac{\int_0^5 0,25\tau e^{-Nf u} du + \int_5^{10} \left(\frac{\tau}{2} + 0,1\tau \right) e^{-Nf u} du + \int_{10}^{\infty} \tau e^{-Nf u} du}{\int_0^{\infty} \tau e^{-Nf u} du} \right] \quad (14.6)$$

ou encore :

$$\tau^* = \tau (0,25 + 0,35e^{-5Nf} + 0,4e^{-10Nf}) \quad (14.7)$$

Le tableau 3 présente l'évolution du taux d'imposition uniforme pesant sur les bénéfices des entreprises durant l'application du code des investissements de 1983.

Tableau 3
Evolution du taux d'imposition uniforme des entreprises
durant l'application du Code de 1983

	Zones I et II	Zone III	Zone VI
1983	0.5280	0.3868	0.2455
1984	0.5280	0.3868	0.2455
1985	0.5280	0.3663	0.2046
1986	0.5280	0.3663	0.2046
1987	0.4950	0.3418	0.1886
1988	0.4400	0.3707	0.2321
1989	0.4400	0.3762	0.2796
1990	0.4400	0.3805	0.2890
1991	0.4400	0.3805	0.2890
1992	0.4400	0.3766	0.2805
1993	0.4180	0.3571	0.2651
1994	0.3960	0.3431	0.2617
1995	0.3960	0.3516	0.2809

En application depuis 1996, la charte de l'investissement a retenu trois catégories d'entreprises : celles ne pouvant bénéficier d'aucune exonération fiscale, celles pouvant bénéficier d'une réduction de 50% de l'impôt sur les sociétés pendant les cinq premières années de leur exploitation et enfin les entreprises pouvant bénéficier d'une

exonération totale dudit impôt pendant les cinq premières années de leur exploitation et d'une réduction de 50% au-delà de cette période. La charte a également prévu une contribution égale à 25% de l'impôt théorique à charge des entreprises totalement exonérées de l'impôt sur les sociétés. Cette contribution est venue remplacer la PSN (Participation à la Solidarité Nationale).

Les entreprises rangées dans la première catégorie (celles ne bénéficiant d'aucune réduction de l'IS), sont naturellement soumises au taux standard en vigueur, soit 35%. Quant à celles rangées dans la seconde catégorie (les entreprises qui s'installent dans les préfectures et provinces exigeant un traitement fiscal préférentiel et les entreprises artisanales), elles sont assujetties à un taux d'imposition uniforme selon la relation mathématique suivante :

$$\tau^* = \tau \left[\frac{\int_0^5 0,50\tau e^{-Nf u} du + \int_5^\infty \tau e^{-Nf u} du}{\int_0^\infty \tau e^{-Nf u} du} \right] = \frac{\tau}{2} (1 + e^{-5Nf}) \quad (14.8)$$

Enfin, les entreprises rangées dans la troisième catégorie (les entreprises exportatrices) sont soumises à un taux d'imposition uniforme, exprimé selon la relation suivante :

$$\tau^* = \tau \left[\frac{\int_0^5 0,25\tau e^{-Nf u} du + \int_5^\infty \frac{\tau}{2} e^{-Nf u} du}{\int_0^\infty \tau e^{-Nf u} du} \right] = \frac{\tau}{4} (1 + e^{-5Nf}) \quad (14.9)$$

L'évolution du taux d'imposition uniforme (impôt sur les bénéficiaires des sociétés) pour ces trois catégories d'entreprises est synthétisée dans le tableau suivant :

Tableau 4

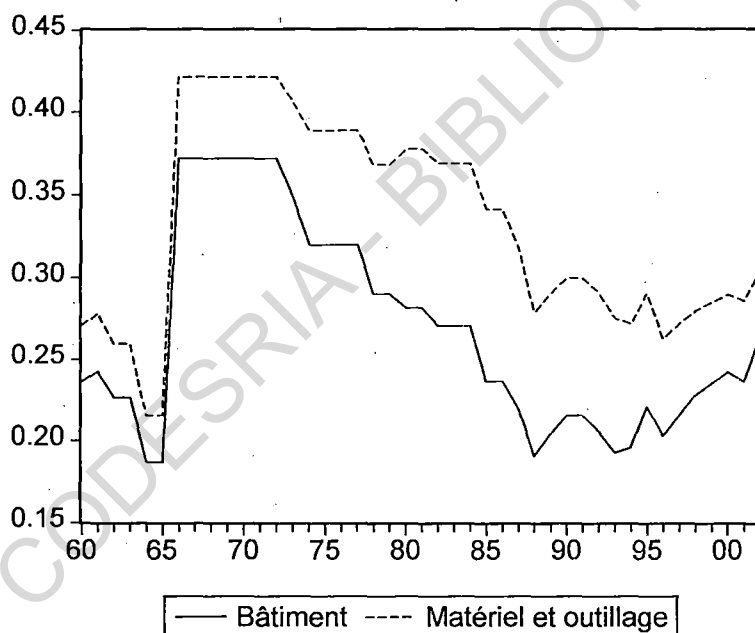
Evolution du taux d'imposition uniforme des entreprises entre 1996 et 2002

	1^{ère} catégorie d'entreprises	2^{ème} catégorie d'entreprises	3^{ème} catégorie d'entreprises
1996	0.3500	0.3042	0.1521
1997	0.3500	0.3090	0.1545
1998	0.3500	0.3136	0.1568
1999	0.3500	0.3160	0.1580
2000	0.3500	0.3186	0.1593
2001	0.3500	0.3166	0.1583
2002	0.3500	0.3260	0.1630

La Figure 6 illustre l'évolution de la valeur actuelle des déductions pour amortissement linéaire de un *dirham* d'investissement. Les chiffres présentés concernent deux catégories d'actifs : le matériel et outillage et le bâtiment. Ils ont été obtenus à partir de l'équation (13.8). Il ressort immédiatement du graphique qu'en valeur actuelle, les économies fiscales résultant de l'amortissement ont évolué de façon parallèle et profitent davantage à l'investissement en matériel et outillage. A l'évidence, cela s'explique par le fait que seule la durée de vie distingue les deux équations de calcul de ces économies. Les investissements en bâtiment durent plus longtemps (20 ans) et se déprécient ainsi moins vite comparativement au matériel et outillage (10 ans).

Figure 6

Evolution de la valeur actuelle de l'économie fiscale résultant de l'amortissement linéaire au Maroc



Une deuxième remarque concerne la tendance des économies fiscales issues de l'application de l'amortissement linéaire. Elle était baissière jusqu'en 1966, date à laquelle elle a enregistré une progression sensible en raison notamment de l'entrée en vigueur d'un nouveau système fiscal prévoyant des taux d'imposition beaucoup plus élevés (le taux d'imposition est passé de 30% à 48%). Après sept ans de constance, de 1966 à 1972, les économies fiscales résultant de l'amortissement linéaire ont accusé une baisse tendancielle jusqu'en 1988. Cette perte s'explique par le processus de

révision à la baisse du taux d'imposition des sociétés, accompagnée d'un accroissement d'une année à l'autre de la valeur du taux d'actualisation. Enfin, à partir de 1989, la tendance est devenue à nouveau haussière. Ce dernier comportement n'est pas dû à la variation du taux d'imposition des entreprises, resté globalement stable, mais au fléchissement soutenu du taux d'actualisation.

Si nous raisonnons, à présent, en termes de contenu des différents codes d'investissements (Code de 1960, Code de 1973 et Code de 1983) et de la Charte de l'investissement (1995), certaines spécificités, à caractère géographique ou sectoriel, apparaissent. De telles spécificités méritent une attention particulière.

Ainsi le Code des investissements de 1960 a prévu l'application du régime d'amortissement accéléré dans la limite du double des taux généralement admis dans la pratique fiscale. Les économies fiscales qui en résultent peuvent être formalisées comme suit :

$$\hat{A} = \tau \left[a \int_0^{L/2} e^{-(N^f + a)u} du + e^{-\frac{L}{2}a} a \int_{L/2}^L e^{-N^f u} du \right] \quad (14.10)$$

où $a = 2/L$

Après résolution de (14.10), on obtient :

$$\hat{A} = \tau \left(\frac{a}{N^f + a} \right) (1 - e^{-\frac{L}{2}(N^f + a)}) + a\tau \frac{e^{-\frac{L}{2}a}}{N^f} \left[(e^{-\frac{L}{2}N^f}) - e^{-N^f L} \right] \quad (14.11)$$

Les résultats issus des calculs sont présentés dans le tableau 5. Deux remarques se dégagent rapidement de ce tableau. En premier lieu, quel que soient le type d'actifs et le régime d'amortissement appliqué, l'économie fiscale générée par les déductions pour amortissement a traversé deux phases : une phase baissière entre 1961 et 1965 et une phase de stagnation entre 1966 et 1973. Ce changement de tendance trouve son origine dans le rythme de variation des taux d'imposition uniforme. Il était baissier durant la première phase et constant durant la seconde. En deuxième lieu, le régime d'amortissement accéléré n'a offert aucun avantage fiscal significatif comparativement

au régime linéaire. Au cours de la période considérée, l'écart n'a jamais dépassé 0,02 *dirham* pour chaque *dirham* supplémentaire d'investissement.

Tableau 5

Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement fiscal durant l'application du Code de 1960

	Amortissement linéaire		Amortissement accéléré	
	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment
1961	0.2782	0.2426	0.2859	0.2492
1962	0.2595	0.2261	0.2670	0.2561
1963	0.2595	0.2261	0.2670	0.2387
1964	0.2153	0.1869	0.2225	0.2387
1965	0.2153	0.1869	0.2225	0.1988
1966	0.4215	0.1869	0.4368	0.1988
1967	0.4215	0.3722	0.4368	0.3899
1968	0.4215	0.3722	0.4368	0.3899
1969	0.4215	0.3722	0.4368	0.3899
1970	0.4215	0.3722	0.4368	0.3899
1971	0.4215	0.3722	0.4368	0.3899
1972	0.4215	0.3722	0.4368	0.3899
1973	0.4067	0.3480	0.4176	0.3899

Le code de 1973 a également prévu l'application de l'amortissement accéléré, mais uniquement au profit d'entreprises installées dans la préfecture de Casablanca. L'économie fiscale correspondante s'obtient à partir de l'équation (14.11). En revanche, les entreprises installées dans les zones A et B ne pouvaient opter que pour l'amortissement linéaire. L'économie fiscale procurée par l'application de ce dernier régime s'obtient à partir des équations (14.12) et (14.13) :

$$\hat{A}_A = \int_0^L 0 \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} + \int_0^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du = \frac{\tau}{LN^f} [e^{-10N^f} - e^{-LN^f}] \quad (14.12)$$

$$\hat{A}_B = \int_0^L \frac{\tau}{2L} e^{-N^f u} + \int_0^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du = \frac{\tau}{LN^f} [0,5 - e^{-LN^f} - 0,5e^{-10N^f}] \quad (14.13)$$

Le tableau 6 présente les résultats issus des différents scénarios possibles en matière d'avantages fiscaux procurés par les deux régimes d'amortissement durant l'application du Code des investissements de 1973. Il en ressort que, contrairement à la période précédente, la tendance de l'économie fiscale procurée par l'enregistrement

comptable des amortissements était d'abord constante avant d'accuser une légère baisse à partir de 1978. Ce résultat trouve son explication dans la stabilité du taux de l'IBP entre 1974 et 1979 et son élévation de 4,8 points en 1980, mais aussi dans l'accroissement du taux d'actualisation enregistré à partir de 1978.

Tableau 6

**Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement
fiscale durant l'application du Code de 1973**

	Amortissement linéaire dans la zone de Casa		Amortissement linéaire dans la zone A		Amortissement linéaire dans la zone B		Amortissement accéléré dans la zone de Casa	
	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment
1974	0.3889	0.3200	0.0000	0.1256	0.1944	0.2228	0.4051	0.3463
1975	0.3889	0.3200	0.0000	0.1256	0.1944	0.2228	0.4051	0.3463
1976	0.3889	0.3200	0.0000	0.1256	0.1944	0.2228	0.4051	0.3463
1977	0.3889	0.3200	0.0000	0.1256	0.1944	0.2228	0.4051	0.3463
1978	0.3682	0.2897	0.0000	0.1056	0.1841	0.1976	0.3877	0.3211
1979	0.3682	0.2897	0.0000	0.1056	0.1841	0.1976	0.3877	0.3211
1980	0.3777	0.2815	0.0000	0.0927	0.1888	0.1871	0.4032	0.3210
1981	0.3777	0.2815	0.0000	0.0927	0.1888	0.1871	0.4032	0.3109
1982	0.3689	0.2702	0.0000	0.0858	0.1844	0.1871	0.3961	0.3109

Le tableau 6 fait également apparaître une forte corrélation entre le niveau d'imposition et la valeur de l'économie fiscale issue de l'amortissement. En l'absence du régime d'amortissement différé¹, comme ce fut le cas au Maroc entre 1974 et 1982, les entreprises qui bénéficiaient d'une exonération fiscale perdaient partiellement ou totalement l'avantage des déductions pour amortissement fiscal. Certes, les entreprises réalisant un investissement en matériel et outillage dans la zone A, avaient profité d'un congé fiscal durant 10 ans, mais elles étaient aussi contraintes à renoncer à la totalité de l'économie d'impôt procurée par la comptabilisation des amortissements. A l'évidence, plus l'exonération fiscale est importante plus l'ampleur de la perte des déductions pour amortissement est élevée. Les deux variables sont négativement corrélées. Aussi, comme pour la période précédente (Code de 1960), l'application du régime d'amortissement accéléré n'a pas procuré un avantage significatif aux

¹ Ce régime permet aux entreprises exonérées, en partie ou en totalité, de l'impôt sur les bénéfices de reporter la comptabilisation des charges d'amortissement à la fin du congé fiscal.

entreprises comparativement au régime linéaire. C'est ce qui explique d'ailleurs le nombre limité d'entreprises marocaines adoptant ce régime au cours de la période 1974-1982.

Le code de 1983 n'a pas prévu l'utilisation de l'amortissement accéléré. Les entreprises ne pouvaient appliquer que le régime linéaire. L'économie fiscale qui en résulte diffère selon le lieu de localisation des entreprises. Ainsi, les entreprises installées dans les zones I et II n'avaient droit à aucune réduction de l'impôt sur les bénéfices. Elles pouvaient déduire la totalité de l'amortissement fiscal de la base imposable. La valeur de cette économie s'obtient à partir de l'équation (14.9). En revanche, les entreprises installées dans les zones III et IV étaient exonérées, totalement ou partiellement, durant une période maximale de 10 ans. Cette exonération les privait naturellement d'une partie voire de la totalité de l'économie fiscale générée par la comptabilisation des amortissements linéaires.

Tenant compte des spécificités fiscales de chaque zone, telles que présentées précédemment, nous pouvons calculer l'économie fiscale résultant de l'application de l'amortissement linéaire. Pour les entreprises installées dans la zone III, cette économie s'écrit :

$$\hat{A}_3 = \int_0^0 \frac{\tau}{2} e^{-N^f u} + \int_0^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du = \frac{\tau}{LN^f} [0,5 + 0,5e^{-10N^f} - e^{-LN^f}] \quad (14.14)$$

En revanche, pour les entreprises installées dans la zone IV, on aura :

$$\hat{A}_4 = \int_0^0 0 \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} + \int_0^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du = \frac{\tau}{LN^f} [e^{-10N^f} - e^{-LN^f}] \quad (14.15)$$

Par ailleurs, il convient de rappeler qu'en vertu de la loi des finances de 1988, même les entreprises exonérées, totalement ou partiellement de l'IS, étaient tenues de s'acquitter d'un impôt au taux de 25% de l'IS théorique (contribution sur l'IS). Dans ces conditions les équations (14.14) et (14.15) peuvent s'écrire :

$$\hat{A}_3 = \int_0^0 (0,50 + 0,25\tau) \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} + \int_0^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du \quad (14.16)$$

$$\hat{A}_4 = \frac{\tau}{LN^f} [0,25\tau + e^{-10N^f} - 0,25e^{-10N^f} - e^{-LN^f}] \quad (14.17)$$

Après développement, on obtient :

$$\hat{A}_3 = \frac{\tau}{LN^f} \left[0,50 + 0,25\tau + 0,50e^{-10N^f} - 0,25\tau e^{-10N^f} - e^{-LN^f} \right] \quad (14.18)$$

$$\hat{A}_4 = \int_0^{10} 0,25\tau \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} + \int_{10}^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du \quad (14.19)$$

A partir de 1989, seules les entreprises totalement exonérées étaient soumises à la contribution sur l'IS au taux de 25%. Celles partiellement exonérées sont dorénavant imposées au taux de 10%. De plus la durée d'exonération pour les entreprises installées dans la zone IV a été réduite de moitié (5 ans au lieu de 10 ans). Les équations (14.14) et (14.15) peuvent se réécrire :

$$\hat{A}_3 = \int_0^5 (0,50 + 0,10\tau) \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} + \int_5^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du \quad (14.20)$$

$$\hat{A}_4 = \int_0^5 0,25\tau \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} + \int_5^{10} (0,50 + 0,10\tau) \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du + \int_{10}^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du \quad (14.21)$$

La résolution de ces deux intégrales donne :

$$\hat{A}_3 = \frac{\tau}{LN^f} \left[0,50 + 0,10\tau - 0,50e^{-5N^f} - 0,10\tau e^{-5N^f} - e^{-LN^f} \right] \quad (14.22)$$

$$\hat{A}_4 = \frac{\tau}{LN^f} \left[0,25\tau - 0,15\tau e^{-5N^f} + 0,50e^{-5N^f} + 0,50e^{-10N^f} - 0,10\tau e^{-10N^f} - e^{-LN^f} \right] \quad (14.23)$$

Les résultats issus de ces différentes formules sont synthétisés dans le tableau 7. Les actifs amortissables (matériel et outillage et bâtiment) ont donné droit à des déductions fiscales moins importantes que celles enregistrées dans le cadre de l'application des Codes de 1960 et 1973. Puisque le Code de 1983 n'a pas prévu l'application de l'amortissement différé, on s'aperçoit que plus l'exonération au titre de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (IS) est importante plus l'économie fiscale issue de ces déductions est faible. Ce sont les entreprises qui ont payé la totalité de l'impôt qui ont profité le mieux de la comptabilisation des charges d'amortissement. En outre, la tendance de ces déductions était globalement baissière sauf dans la zone IV où l'évolution était tantôt haussière, tantôt baissière. Cette divergence s'explique par le fait que les taux d'imposition uniformes dans les zones I, II et III avaient régressé

d'une année à l'autre, alors que celui observé dans la zone IV avait enregistré des hauts et des bas.

Tableau 7

Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement linéaire durant l'application du Code de 1983

	Zones I et II		Zone III		Zone IV	
	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment
1983	0.3689	0.2702	0.1845	0.1780	0.0000	0.0858
1984	0.3689	0.2702	0.1845	0.1780	0.0000	0.0858
1985	0.3412	0.2367	0.1706	0.1520	0.0000	0.0662
1986	0.3412	0.2367	0.1706	0.1520	0.0000	0.0662
1987	0.3175	0.2192	0.1588	0.1399	0.0000	0.0605
1988	0.2788	0.1910	0.1701	0.1371	0.0307	0.0669
1989	0.2900	0.2039	0.1663	0.1420	0.0809	0.0993
1990	0.2995	0.2153	0.1704	0.1507	0.0846	0.1079
1991	0.2995	0.2153	0.1704	0.1507	0.0846	0.1079
1992	0.2908	0.2049	0.1666	0.1428	0.0813	0.1001
1993	0.2749	0.1930	0.1593	0.1353	0.0755	0.0933
1994	0.2712	0.1958	0.1576	0.1390	0.0746	0.0975
1995	0.2903	0.2204	0.1648	0.1577	0.0822	0.1164

Toujours dans le cadre du Code des investissements de 1983, l'entrée en application du régime d'amortissement accéléré ne date que de 1989. Néanmoins, seules les entreprises localisées dans les zones III et IV pouvaient en profiter.

Pour les entreprises installées dans la zone III, les économies fiscales engendrées par l'application de l'amortissement accéléré peuvent être évaluées à partir de l'équation (14.11). Pour celles installées dans la zone IV, la règle de calcul des ces économies peut s'écrire :

$$\hat{A}_4 = \tau \left[a \int_0^L 0,25\tau e^{-(N'+a)u} du + a \int_{\frac{L}{2}}^L e^{-(N'+a)u} du + ae^{-a\frac{L}{2}} \int_{\frac{L}{2}}^L e^{-N'u} du \right] \quad (14.24)$$

où, à titre de rappel, $a = \frac{2}{L}$

Après résolution de (14.24), on obtient :

$$\hat{A}_4 = \tau \left[\frac{a}{N^f + a} \left(0,25 + 0,75e^{-5(N^f + a)} - e^{-\frac{L}{2}(N^f + a)} \right) \right] + a\tau \frac{e^{-\frac{L}{2}a}}{N^f} \left[\left(e^{-\frac{L}{2}N^f} \right) - e^{-LN^f} \right] \quad (14.25)$$

A partir de 1994, le régime d'amortissement accéléré va céder la place au régime dégressif. Ce dernier s'appliquera désormais uniquement aux investissements en matériel et outillage réalisés dans les zones III et IV. Ceux réalisés dans le bâtiment continueront à être régis par le système linéaire.

Le régime d'amortissement dégressif procurait aux entreprises installées dans la zone III une économie fiscale estimée à partir de l'équation (14.11). Quant à celles installées dans la zone IV, elles tiraient profit de cet avantage selon la relation mathématique suivante :

$$\hat{A}_4 = \tau \left[a \int_0^6 0,25\tau e^{-(N^f + a)u} du + a \int_6^{2L/3} e^{-(N^f + a)u} du + a e^{-\frac{a}{3}2L} \int_{2L/3}^{L} e^{-N^f u} du \right] \quad (14.26)$$

où le paramètre a prend la valeur $\frac{3}{L}$ (le coefficient multiplicateur de l'amortissement dégressif d'un investissement dont la durée dépasse six ans a été fixé par la loi à 3).

Après résolution de (14.26), on obtient :

$$\hat{A}_4 = \tau \left[\frac{a}{N^f + a} \left(0,25 + 0,75e^{-5(N^f + a)} - e^{-\frac{2L}{3}(N^f + a)} \right) \right] + a\tau \frac{e^{-\frac{a}{3}2L}}{N^f} \left[\left(e^{-\frac{2L}{3}N^f} \right) - e^{-LN^f} \right] \quad (14.27)$$

Le tableau 8 synthétise l'évolution de l'économie fiscale générée par l'application des régimes d'amortissement non linéaires (accéléré et dégressif) dans les zones III et IV. Il fait apparaître deux remarques. La première confirme l'observation, déjà signalée, à savoir que le régime d'amortissement accéléré n'offre qu'un avantage fiscal limité comparativement avec le régime linéaire. Quant à la seconde remarque, elle concerne le comportement chronologique de l'économie fiscale procurée par l'application de l'amortissement accéléré dans les zones III et IV. Ce comportement n'a obéi, pendant la période 1989-1995, à aucune tendance. Trois principaux facteurs ont été à l'origine de ce type de comportement : l'adoption du régime d'amortissement dégressif en 1994, la réduction du délai du congé fiscal en 1989 et la variation erratique du taux d'actualisation.

Tableau 8

Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement accéléré entre 1989 et 1995

	Zone III		Zone IV	
	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment
1989	0.3153	0.2398	0.1412	0.1288
1990	0.3232	0.2501	0.1466	0.1343
1991	0.3232	0.2501	0.1466	0.1343
1992	0.3159	0.2412	0.1415	0.1293
1993	0.2994	0.2273	0.1342	0.1222
1994	0.3144	0.0000	0.1159	0.0000
1995	0.3938	0.0000	0.1226	0.0000

En vertu des dispositions fiscales de la Charte de l'investissement, en vigueur depuis 1996, les entreprises ont la liberté de choisir leur régime d'amortissement : linéaire ou dégressif. En adoptant le régime linéaire, elles auront droit à une économie fiscale qui varie en fonction du taux d'imposition appliqué. Ainsi, les entreprises astreintes à payer la totalité de l'impôt sur les sociétés (1^{ère} catégorie), profitent d'une économie fiscale importante, évaluée selon la formule (13.8). Quant aux entreprises bénéficiant d'une réduction de 50% de l'IS pendant les cinq premières années de leur exploitation (2^{ème} catégorie), elles auront droit à une économie fiscale moins importante, évaluée à partir de l'équation suivante :

$$\hat{A} = \int_0^5 0,50 \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} + \int_5^L \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du = \frac{\tau}{LN^f} [0,5 + 0,5e^{-5N^f} - e^{-LN^f}] \quad (14.28)$$

Enfin, les entreprises bénéficiant d'une exonération totale de l'IS pendant les cinq premières années d'exploitation et d'une réduction de 50% au-delà de cette période (3^{ème} catégorie), ne peuvent bénéficier que d'une économie fiscale modeste. Elle s'obtient à partir de l'équation suivante :

$$\hat{A} = \int_0^5 0,25 \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} + \int_5^L 0,5 \frac{\tau}{L} e^{-N^f u} du \quad (14.29)$$

Le développement de cette intégrale donne le résultat suivant :

$$\hat{A} = \frac{\tau}{LN^f} [0,25\tau + 0,50e^{-5N^f} - 0,25\tau e^{-5N^f} - 0,50e^{-LN^f}] \quad (14.30)$$

Tenant compte des équations (13.8), (14.28) et (14.0), nous pouvons calculer l'évolution de l'avantage fiscal procuré par l'utilisation du régime d'amortissement linéaire entre 1996 et 2002. Les résultats sont présentés dans le tableau 9.

Tableau 9

Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement linéaire durant la période 1996-2002

	1 ^{ère} catégorie d'E ^{ses}		2 ^{ème} catégorie d'E ^{ses}		3 ^{ème} catégorie d'E ^{ses}	
	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment
1996	0.2625	0.2028	0.1868	0.1650	0.0690	0.0703
1997	0.2712	0.2151	0.1945	0.1768	0.0723	0.0759
1998	0.2797	0.2277	0.2016	0.1886	0.0755	0.0816
1999	0.2845	0.2348	0.2055	0.1953	0.0772	0.0849
2000	0.2893	0.2422	0.2098	0.2025	0.0791	0.0883
2001	0.2853	0.2361	0.2065	0.1967	0.0776	0.0855
2002	0.3032	0.2646	0.2199	0.2229	0.0845	0.0988

Il ressort du tableau 9 que les économies fiscales générées par la déduction des charges d'amortissement linéaire ont enregistré une progression modérée entre 1996 et 2002. Cette tendance s'explique essentiellement par la baisse sensible du taux d'actualisation (N^f), elle-même due à la baisse tendancielle du taux d'intérêt. En revanche, l'effet des autres éléments qui interviennent également dans le calcul de N^f , en particulier l'IS, la Taxe sur les Produits des Actions (TPA) et la Taxe sur les Produits de Placements à Revenu Fixe (TPPRF) est nul en raison de leur constance durant ladite période (1996-2002). En outre, les entreprises qui se sont acquittées de la totalité de l'IS ont eu droit à des déductions fiscales plus importantes au titre des charges d'amortissement linéaire. A l'instar des anciens codes d'investissements, cela paraît évident dans la mesure où la Charte de 1995 n'a pas prévu l'application du régime d'amortissement différé.

Supposons maintenant que les entreprises choisissent de comptabiliser les charges d'amortissement selon le régime dégressif lequel régime ne concerne que l'investissement en matériel et outillage. Dans ce cas, elles auront droit à une économie fiscale légèrement supérieure à celle procurée par le régime linéaire. Cette économie s'obtient pour la première catégorie d'entreprises (celles qui ne bénéficient

d'aucune exonération de l'IS) à partir de l'équation (13.10). Quant aux entreprises rangées dans la deuxième catégorie (celles qui bénéficient d'une exonération de l'IS pendant les cinq premières années d'exploitation et d'une réduction de 50% au delà de cette période), elles auront droit à une économie fiscale évaluée à partir de l'équation suivante :

$$\hat{A} = a \int_0^5 0,50\tau e^{-(N^f+a)u} du + a \int_5^{2L_3} \tau e^{-(N^f+a)u} du + ae^{-\frac{a2L}{3}} \int_{2L_3}^L \tau e^{-N^f u} du \quad (14.31)$$

La solution de cette intégrale est donnée par l'équation suivante :

$$\hat{A} = \frac{a\tau}{N^f + a} \left[0,50 + 0,50e^{-5(N^f+a)} - e^{-\frac{2L}{3}(N^f+a)} \right] + a\tau \frac{e^{-\frac{a2L}{3}}}{N^f} \left[e^{-\frac{2L}{3}N^f} - e^{-LN^f} \right] \quad (14.32)$$

Enfin, les entreprises rangées dans la troisième catégorie (exonération totale de l'IS pendant les cinq premières années d'exploitation et d'une réduction de 50% au delà de cette période), elles profitent de l'utilisation du régime d'amortissement dégressif selon la relation mathématique suivante :

$$\hat{A} = \tau \left[a \int_0^5 0,25\tau e^{-(N^f+a)u} du + a \int_5^{2L_3} 0,50e^{-(N^f+a)u} du + ae^{-\frac{a2L}{3}} \int_{2L_3}^L 0,50e^{-N^f u} du \right] \quad (14.33)$$

En résolvant cette intégrale, on obtiendra :

$$\hat{A} = \frac{a\tau}{N^f + a} \left[0,25\tau + 0,50e^{-5(N^f+a)} - 0,25\tau e^{-5(N^f+a)} - 0,50e^{-\frac{2L}{3}(N^f+a)} \right] + a\tau \frac{e^{-\frac{a2L}{3}}}{N^f} \left[e^{-\frac{2L}{3}N^f} - e^{-LN^f} \right] \quad (10.34)$$

Le tableau 10 présente l'évolution de l'économie fiscale obtenue à partir des équations (13.9), (14.32) et (10.34). Ces chiffres ne concernent naturellement que l'investissement en matériel et outillage ; l'investissement en bâtiment est exclu du champ d'application de l'amortissement dégressif depuis 1994. Ainsi, l'évolution de l'économie fiscale générée par l'amortissement dégressif obéit aux mêmes règles que celles de l'amortissement linéaire.

Tableau 10

Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement dégressif durant la période 1996-2002

	1^{ère} catégorie d'entreprises	2^{ème} catégorie d'entreprises	3^{ème} catégorie d'entreprises
1996	0.2931	0.1713	0.0464
1997	0.2991	0.1758	0.0481
1998	0.3048	0.1788	0.0497
1999	0.3086	0.1827	0.0505
2000	0.3122	0.1870	0.0526
2001	0.3087	0.1831	0.0513
2002	0.3207	0.1918	0.0554

Quel que soit la catégorie d'entreprises, la tendance de cette économie fiscale était haussière et elle a profité essentiellement aux entreprises non exonérées. Aussi, l'avantage fiscal procuré par l'amortissement dégressif n'était pas substantiel. L'écart par rapport au régime linéaire est resté très faible.

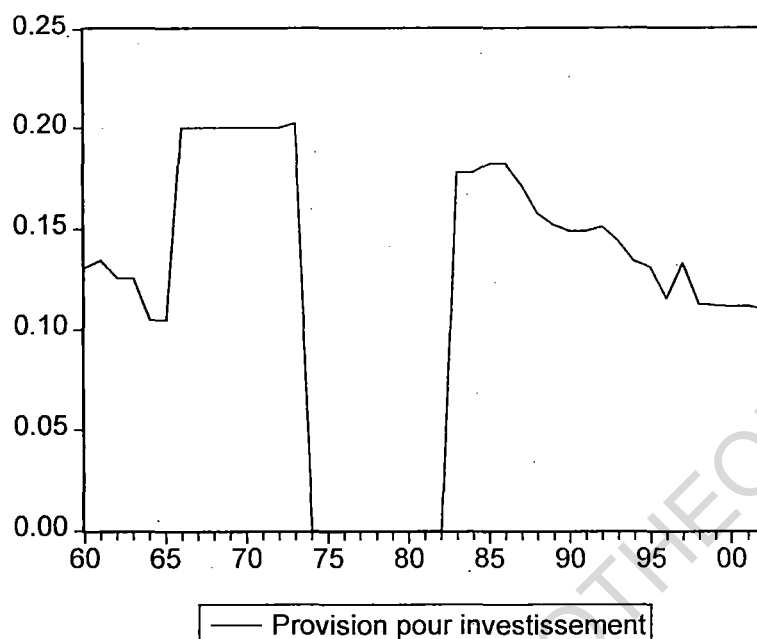
Outre l'économie fiscale procurée par l'enregistrement comptable des amortissements, les Codes de 1960 et 1983 de même que la Charte de l'investissement de 1995 ont prévu, sous certaines conditions, la constitution d'une provision pour investissement en biens d'équipement et constructions à usage professionnel. Cette provision constitue un véritable cadeau fiscal puisqu'elle viennent en déduction de la base imposable.

La valeur actualisée de l'économie fiscale engendrée par l'enregistrement comptable de la provision pour investissement est estimée à partir de L'équation (13.11). Néanmoins, il convient de signaler qu'en vertu des dispositions fiscales du code de 1960, le montant de cette provision ne pouvait pas excéder 40% du montant de l'investissement. Ce taux a été ramené à 30% dans le cadre du Code de 1983 et de la charte des investissements. En outre, entre 1983 et 1995, seules les opérations d'investissement effectuées dans les zones III et IV étaient concernées par cet avantage.

La figure suivante illustre l'évolution de l'économie fiscale procurée par la constitution de la provision pour investissement.

Figure 7

Evolution de la valeur actuelle de l'économie fiscale résultant de la provision pour investissement au Maroc



On peut déduire de la Figure 7 qu'au cours de la période 1974-1982, l'économie fiscale liée à l'enregistrement comptable de la provision pour investissement était nulle. La raison tient au fait que le code de 1973 n'avait pas prévu ce type d'avantage. Pour les autres périodes, la valeur de cette économie fiscale était fortement conditionnée par le niveau du taux d'imposition sur les bénéfices des entreprises. Ainsi, avant 1966, le taux de l'IBP (Impôt sur les Bénéfices Professionnels) était faible. Ceci a engendré une économie fiscale également faible au titre de provision pour investissement. En 1966, le taux de l'IBP a presque doublé (48% au lieu de 25% antérieurement). En conséquence, la valeur de l'économie fiscale résultant de la constitution de la provision pour investissement a enregistré une augmentation sensible, passant de 0,1047 en 1965 à 0,1999 en 1966, soit un coefficient multiplicateur de 1,909. L'économie fiscale en question ne connaîtra aucune évolution entre 1966 et 1973 en raison de la constance de l'IBP et du taux d'actualisation.

Entre 1983 et 2002, l'économie fiscale procurée par la provision pour investissement a accusé une tendance baissière. Sa valeur est passée de 0,1780 en 1983 à 0,1097 en 2002, soit une régression moyenne de l'ordre de 2,51% par an. Trois facteurs se sont conjugués pour donner lieu à cette situation : la révision progressive à la baisse du taux

d'imposition sur les bénéfices des entreprises, la chute du taux d'actualisation et enfin la réduction du pourcentage d'investissement pouvant être provisionné (30% au lieu de 40% prévu par le Code de 1960).

Notons qu'avant 1996, l'octroi de cet avantage fiscal a été sélectif. C'est ainsi que dans le cadre du Code de 1960, la constitution de la provision pour investissement n'était pas cumulable avec quatre autres avantages : la réduction du droit d'enregistrement, l'amortissement accéléré, la réduction de l'impôt de patente et la réduction des droits de douane. De même, dans le cadre du Code de 1983, seules les entreprises installées dans les zones III et IV pouvaient en profiter. Par souci de réduire les distorsions économiques, la charte de l'investissement, en application depuis 1996, a généralisé l'utilisation de cette mesure fiscale à l'ensemble des entreprises.

2.2. Présentation des résultats

Nous avons choisi de présenter les résultats de deux manières. Dans un premier temps, nous considérons le coût du capital au sens du Droit commun, c'est-à-dire le coût supporté par les entreprises qui ne bénéficient d'aucun avantage prévu par les différentes lois spécifiques à l'investissement. C'est le cas, généralement, des entreprises installées dans la région de Casablanca ou opérant dans des secteurs d'activité non prioritaire. Par la suite, nous procédons à l'évaluation du coût de capital en tenant compte des avantages spécifiques dont profitent certaines entreprises installées dans des zones géographiques moins développées ou opérant dans des secteurs prioritaires.

2.2.1. Le coût du capital en application des dispositions fiscales de Droit commun

La figure 8 présente nos estimations du coût de capital au Maroc pour un investissement ne bénéficiant d'aucun avantage fiscal autre que celui prévu par les textes fiscaux de Droit commun. La lecture de cette figure fait ressortir un certain nombre de remarques.

En premier lieu, il paraît que malgré les mesures prévues par les dispositions fiscales de Droit commun, en particulier la baisse progressive du taux d'imposition sur les

sociétés, le coût du capital reste globalement élevé. En 2002, nous l'avons estimé à 23,98% pour le matériel et outillage et 12,74% pour le bâtiment. Ces chiffres s'interprètent comme le taux de rendement brut minimum requis pour que l'investisseur accepte d'engager ses fonds, respectivement dans le matériel et outillage et dans le bâtiment.

En deuxième lieu, le coût du capital d'un investissement en matériel et outillage est supérieur à celui du bâtiment. Autrement dit, le rendement minimum exigé par un investisseur en matériel et outillage est plus important que celui exigé par un investisseur en bâtiment. En moyenne, pour chaque *dirham* investi, l'écart se situe aux alentours de 0,10 *dirham*. Par ailleurs, les deux types de coûts ont évolué de façon presque parallèle. Ce constat n'est guère étonnant en raison du caractère commun de la plupart des variables entrant dans la composition des coûts du capital des deux types d'actifs, en particulier le taux d'intérêt réel, le taux d'imposition et le prix relatif du capital. Seules deux variables distinguent les deux formules de calcul : l'économie fiscale résultant des déductions pour amortissement et le taux de dépréciation du capital. La première profite légèrement au matériel et outillage. Quant à la seconde, elle favorise largement le bâtiment. Que ce soit au niveau économique ou comptable, l'investissement en bâtiment dure généralement plus longtemps et se déprécie donc moins vite que le matériel et outillage (20 ans contre 10 ans). Or comme l'indique l'équation du coût de capital présentée précédemment, un rythme rapide de dépréciation économique se traduit par un coût d'usage élevé.

En troisième lieu, quel que soit le type d'actifs, la figure 8 fait apparaître trois phases nettement distinctes. Avant 1978, entre 1978 et 1987 et entre 1988 et 2002. Au cours de la première phase, qui va de 1961 à 1977, le coût du capital était globalement faible et sa tendance était baissière. Sa valeur est passée pour un investissement en matériel et outillage de 22,65% en 1961 à 11,73% en 1977, soit une baisse annuelle moyenne de l'ordre de 4,03%. Quant au coût du capital associé à un investissement en bâtiment, il est passé de 12,55% en 1961 à 1,45% en 1977, soit une baisse annuelle moyenne de 12,62%. Mais c'est en 1974 que le coût du capital a atteint son plus bas niveau, soit 6,32% pour le matériel et outillage et moins 4,14% pour le bâtiment. Ce dernier chiffre (- 4,14%) signifie qu'en 1974, un investisseur n'exigeait aucun rendement préalable

pour investir en bâtiment. Il était même prêt à déboursier 0,414 *dirham* pour chaque *dirham* investi.

La tendance baissière du coût de capital, qui a caractérisé cette première phase, est concomitante au comportement favorable de trois variables : le prix relatif du capital, le taux d'intérêt réel et l'économie fiscale générée par les déductions pour amortissement. Ainsi, comme nous l'avons déjà signalé, le prix des biens d'équipement, exprimé en termes d'indices, a enregistré une baisse continue entre 1962 et 1977. De même, l'accroissement du niveau général des prix au cours de la décennie soixante-dix, a sensiblement réduit le loyer de l'argent. D'après les données de la Banque Mondiale¹, la part du crédit au secteur privé dans le PIB est passée de 11,99% en 1960 à 27,32% en 1977, soit une augmentation annuelle moyenne de 4,97%. Enfin, la réforme fiscale de 1966 a permis aux entreprises de doubler l'économie fiscale générée par les déductions pour amortissement. Ce doublement a eu comme effet la compensation, au moins partielle, de la révision à la hausse du taux de l'IBP (Impôt sur les Bénéfices Professionnels).

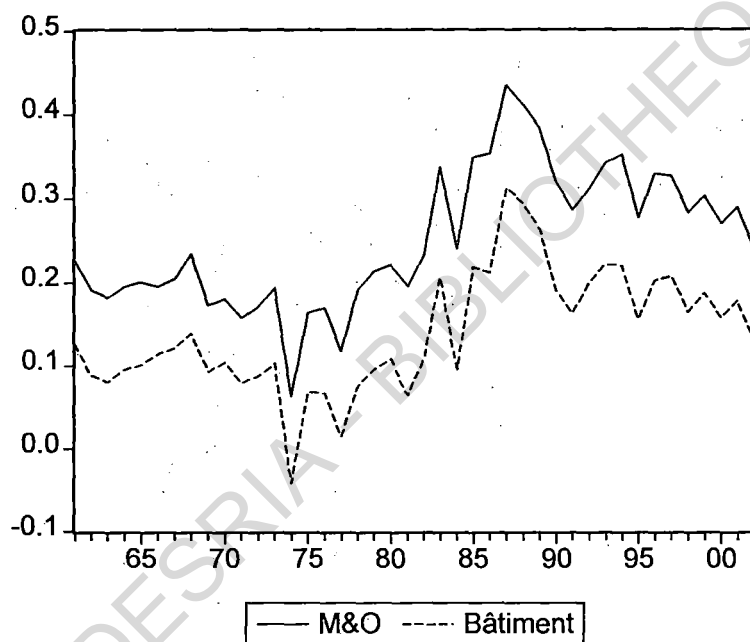
Entre 1978 et 1987, le coût du capital a complètement changé de tendance. D'une tendance baissière, on est passé à une tendance fortement haussière. Pour un investissement en matériel et outillage, le coût du capital a été multiplié par 3,71 passant de 11,73% en 1977 à 43,51% en 1987. De même, le coût du capital associé à un investissement en bâtiment est passé de 1,45% en 1977 à 31,30% en 1987, soit un coefficient multiplicateur d'environ 22. Cette forte évolution témoigne de l'exigence, de plus en plus accrue, des investisseurs en matière de rendement. Elle est le résultat de la forte charge fiscale pesant sur les bénéfices des entreprises. Certes, l'avantage généré par les déductions pour amortissement était important, mais il ne permettait pas de compenser la perte issue de l'accroissement du taux d'imposition sur les bénéfices des entreprises, qui avaient atteint 52,8% en 1986. A cela, il convient d'ajouter la progression continue du prix des biens d'équipement et du taux d'intérêt réel. Ainsi, suite à une forte demande des biens d'équipement, le prix relatif du capital a considérablement augmenté. Il est passé de 0,88 en 1977 à 1,20 en 1987, soit une

¹ World Development Indicators (WDI), CD-ROM, 2002

progression annuelle moyenne de l'ordre de 3,15%. De même, dans le cadre du Programme d'Ajustement Structurel, le processus de dévaluation de la monnaie nationale a eu comme effet le renchérissement des biens d'équipement importés. Quant au taux d'intérêt réel, bien que négatif entre 1977 et 1984, sa tendance était globalement haussière. A l'évidence, cela s'expliquerait par la maîtrise de l'inflation conjuguée à la hausse progressive des taux d'intérêt nominaux. D'ailleurs, au cours de cette période, la demande intérieure des crédits a enregistré un net fléchissement. Elle n'a représenté que 13,58% du PIB en 1987 contre 27,32% en 1977.

Figure 8

Evolution du coût de capital au Maroc entre 1961 et 2002



Après le pic, observé en 1987 (43,51% pour le matériel et outillage et 31,30% pour le bâtiment), la courbe du coût de capital a de nouveau changé de tendance. Elle est devenue fortement baissière. En l'espace de 14 ans (entre 1988 et 2002), le coût du capital a enregistré une baisse de 41,77% pour un investissement en matériel et outillage et 56,73% pour le bâtiment. Cette performance constitue le fruit des programmes de réformes macroéconomiques et structurelles lancés à partir de 1983. Ainsi, la réforme de la fiscalité des entreprises en 1986 a permis l'allégement progressif de l'impôt sur les sociétés, dont le taux est passé de 49,50% en 1987 à 35% en 1996. Un tel allégement devait normalement réduire l'économie fiscale générée par

les déductions pour amortissement. Mais ce scénario ne s'est pas produit en raison de l'effet compensatoire exercé par l'accroissement du taux d'actualisation. Par ailleurs, la libéralisation progressive des taux d'intérêt a engendré une baisse continue du loyer de l'argent. Cette mesure a eu naturellement comme effet l'accroissement des crédits aux secteurs productifs. D'après les statistiques de la Banque Mondiale, la part des crédits domestiques au secteur privé dans le PIB est passée de 13,58% en 1987 à 58,64% en 2000, soit une augmentation annuelle moyenne de l'ordre de 11,91%. Hormis les années 1994 et 1996, la tendance du prix relatif du capital, était globalement baissière, ce qui n'a pas manqué d'inciter les entreprises à accroître leur demande en biens d'équipement.

La dernière remarque concerne la distinction entre le coût du capital associé à un investissement réalisé par une nouvelle entreprise et celui associé à une extension du programme d'investissement effectué par une entreprise déjà existante. A partir de 1996, les extensions supportent un coût de capital moins élevé que celui supporté par les créations. Cela est dû à la possibilité offerte aux entreprises ayant au moins trois ans d'existence de constituer une provision pour investissement quel que soit leur secteur d'activité et leur localisation. Selon nos estimations, l'application de cette mesure a eu comme effet la réduction d'environ 16% du coût de capital pour les investissements sous forme d'extensions par rapport au coût supporté par les nouvelles créations.

2.2.2. Le coût du capital en application des lois spécifiques à l'investissement

Outre les variables non-fiscales (taux d'intérêt, prix relatif du capital et taux de dépréciation du capital), lesquelles s'appliquent uniformément à toutes les régions et à tous les secteurs d'activités, les différentes lois spécifiques à l'investissement ont prévu des avantages supplémentaires profitant aux investissements réalisés dans des secteurs particuliers ou des régions moins développées. A l'évidence, certains de ces avantages sont de nature à alléger le coût du capital. Il s'agit, en particulier, de l'exonération fiscale, totale ou partielle, l'application du régime d'amortissement non linéaire (accéléré ou dégressif) et la constitution d'une provision pour investissement.

Le Code des investissements de 1960 a prévu l'application de deux parmi les trois avantages précités : l'utilisation du régime d'amortissement accéléré (Am. Acc) et la constitution d'une provision pour investissement. Ces avantages s'appliquaient indifféremment du secteur d'activité et du lieu de localisation. Cependant l'amortissement accéléré ne concernait que le matériel et outillage et ne pouvait être cumulé avec la constitution d'une provision pour investissement.

Le tableau 11 présente l'évolution du coût de capital durant l'application du Code de 1960. Il en ressort que, pour un investissement en matériel et outillage, l'amortissement accéléré n'a procuré qu'un avantage limité comparativement à l'amortissement de droit commun. En revanche, la constitution d'une provision pour investissement associée à l'amortissement linéaire a significativement allégé le coût du capital. En 1973 par exemple, cette mesure a permis de réduire le coût du capital de 51,64% pour le matériel et outillage et 45% pour le bâtiment. Mais, comme nous l'avons déjà souligné, la provision en question ne pouvait profiter qu'aux investissements réalisés par les entreprises ayant ou moins trois ans d'existence.

Tableau 11

Evolution du coût de capital durant l'application du Code de 1960

Actifs Incitants	Matériel et Outillage			Bâtiment	
	Am. Lin.	Am. Lin. et Provision	Am. Acc.	Am. Lin.	Am. Lin et Provision
1961	0.2265	0.1843	0.2241	0.1255	0.1033
1962	0.1906	0.1583	0.1887	0.0878	0.0735
1963	0.1818	0.1510	0.1800	0.0800	0.0671
1964	0.1946	0.1686	0.1928	0.0957	0.0834
1965	0.2004	0.1736	0.1985	0.1016	0.0885
1966	0.1946	0.1273	0.1894	0.1136	0.0774
1967	0.2045	0.1338	0.1991	0.1206	0.0822
1968	0.2336	0.1529	0.2275	0.1394	0.0950
1969	0.1728	0.1131	0.1682	0.0924	0.0630
1970	0.1803	0.1180	0.1756	0.1042	0.0710
1971	0.1576	0.1032	0.1535	0.0786	0.0536
1972	0.1703	0.1115	0.1658	0.0870	0.0593
1973	0.1938	0.1278	0.1840	0.1028	0.0709

Le Code de 1973 a découpé le territoire marocain en trois zones : la zone de Casablanca, la zone A et la zone B. Chaque zone se voyait appliquer un taux d'imposition spécifique. De plus, ce Code avait reconduit la possibilité pour les entreprises installées dans la zone de Casablanca d'appliquer le régime d'amortissement accéléré. En revanche, la constitution d'une provision pour investissement prévue par l'ancien Code, a été abrogée. Dans ces conditions, seules deux variables, en l'occurrence le taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés et l'amortissement accéléré, différenciaient le coût du capital de Droit commun de celui calculé à partir des avantages prévus par le Code de 1973.

Le tableau 12 présente les différents scénarios de nos estimations du coût de capital au cours de l'application du Code de 1973. Il fait apparaître deux remarques fondamentales. La première concerne l'effet des exonérations fiscales temporaires sur le niveau du coût de capital. Dans le cas d'un investissement en matériel et outillage, cet effet a été contraire aux attentes des décideurs publics. Bien que les entreprises implantées dans les zones A et B profitaient d'une exonération temporaire de l'IBP pendant les dix premières années d'exploitation (exonération totale pour zone A et réduction de 50% pour la zone B), le coût du capital associé à l'acquisition du matériel et outillage a légèrement dépassé le niveau observé dans la zone de Casablanca. Ce résultat paradoxal s'expliquerait par le fait que l'exonération fiscale faisait perdre aux entreprises l'avantage de la déductibilité des charges d'amortissement. Cette perte était tellement importante pour un investissement en matériel et outillage qu'elle ne pouvait être compensée par l'exonération partielle ou totale de l'IBP au cours des dix premières années d'exploitation.

Dans le cas d'un investissement en bâtiment, l'exonération fiscale appliquée dans les zones A et B a permis une légère réduction du coût de capital. Ce résultat n'est guère étonnant puisque le bâtiment dure plus longtemps que la matériel et outillage (20 ans contre 10 ans). Dans ces conditions, l'exonération fiscale totale (zone A) ou partielle (zone B) ne faisait perdre aux entreprises qu'une partie de la déductibilité des charges d'amortissement. Il s'agit de la partie constatée durant les dix premières années d'exploitation.

La seconde remarque concerne l'effet positif de l'amortissement accéléré sur le niveau du coût de capital dans la zone de Casablanca. Cet effet était quasi-insignifiant. A titre illustratif, l'écart par rapport au coût du capital calculé sur la base de l'amortissement linéaire est estimé en 2002 à 0,0101 point de pourcentage pour le matériel et outillage et 0,006 pour le bâtiment.

Tableau 12

Evolution du coût de capital durant l'application du code de 1973

Zones	Zone de Casablanca				Zone A		Zone B	
	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment	M&O	Bâtiment
Actifs	Am. Lin.	Am. Lin.	Am. Acc	Am. Acc	Am. Lin. et exon.	Am. Lin. et exon.	Am. Lin. et exon.	Am. Lin. et exon.
1974	0.0632	-0.0414	0.0615	-0.0398	0.0779	-0.0401	0.0690	-0.0407
1975	0.1633	0.0676	0.1589	0.0650	0.2014	0.0656	0.1785	0.0664
1976	0.1697	0.0658	0.1652	0.0633	0.2093	0.0638	0.1855	0.0646
1977	0.1173	0.0145	0.1142	0.0140	0.1447	0.0141	0.1282	0.0143
1978	0.1917	0.0749	0.1858	0.0716	0.2177	0.0677	0.2034	0.0707
1979	0.2131	0.0962	0.2065	0.0920	0.2420	0.0869	0.2261	0.0908
1980	0.2210	0.1072	0.2119	0.1013	0.2262	0.0862	0.2246	0.0943
1981	0.1959	0.0640	0.1879	0.0614	0.2006	0.0515	0.1992	0.0568
1982	0.2327	0.1075	0.2226	0.1015	0.2306	0.0842	0.2332	0.0932

En somme, la politique de zonage instaurée par le Code des investissements de 1973 n'a pas permis de réduire le coût du capital dans les régions où les investisseurs étaient appelés à payer moins d'impôts. Au contraire, la zone de Casablanca est restée moins coûteuse comparativement au reste du pays, surtout en matière d'acquisition du matériel et outillage.

La politique de zonage a été consolidée dans le cadre du Code des investissements industriels de 1983. Désormais, le Maroc est partagé en quatre zones : I, II, III et IV. La localisation dans les deux premières zones ne donnait droit à aucun avantage supplémentaire susceptible d'alléger le coût du capital. Dès lors, seules les dispositions prévues par les textes de Droit commun entraient dans la détermination du coût de capital dans ces deux zones. Le tableau suivant illustre son évolution entre 1983 et 1995.

Tableau 13

**Evolution du coût de capital pendant l'application du Code de 1983 :
Cas des investissements réalisés dans les Zones I et II**

	Matériel et Outillage	Bâtiment
1983	0.3376	0.2066
1984	0.2398	0.0954
1985	0.3491	0.2185
1986	0.3532	0.2120
1987	0.4351	0.3130
1988	0.4118	0.2944
1989	0.3837	0.2639
1990	0.3204	0.1908
1991	0.2866	0.1627
1992	0.3114	0.1986
1993	0.3420	0.2212
1994	0.3521	0.2194
1995	0.2769	0.1554

Il paraît ainsi que, pendant l'application du Code des investissements industriels de 1983, le coût du capital était très élevé dans les zones I et II, surtout au cours des premières années du PAS (Programme d'Ajustement Structurel). En 1987, il avait atteint son niveau record, soit 43,51% pour le matériel et outillage et 31,30% pour le bâtiment. Plusieurs facteurs se sont conjugués pour donner lieu à cette situation : l'augmentation continue du taux d'intérêt réel, l'accroissement d'une année à l'autre du prix des biens d'équipement et l'absence d'un système fiscal cohérent et moins onéreux pour les entreprises.

Rappelons que, pendant cette période, les conditions économiques au Maroc étaient globalement difficiles. Les autorités publiques avaient alors initié plusieurs réformes à caractère structurel, en particulier la réforme du système fiscal, la réformes du système financier et la libéralisation progressive des prix. Ces réformes n'avaient commencé à donner leurs fruits qu'à partir de 1988. Le processus de hausse du coût de capital a été arrêté et une nouvelle tendance baissière a commencé à se dessiner.

Pour le calcul du coût de capital dans les zone III et IV, il convient de faire la distinction entre les investissements sous forme de nouvelles créations et les investissements sous forme d'extensions. Dans le premier cas, le coût du capital est

allégé par l'exonération fiscale temporaire (totale ou partielle) et l'application du régime d'amortissement dégressif. Dans le second, une variable supplémentaire vient s'ajouter aux deux premières. Il s'agit de la constitution d'une provision pour investissement.

Le tableau 14 présente l'évolution du coût de capital dans les zones III et IV pour un investissement sous forme d'une nouvelle création d'entreprise. Il en ressort que, malgré l'importance des avantages fiscaux accordés par le code de 1983 aux nouvelles entreprises installées dans les zones III et IV, le coût du capital estimé ne diffère pas de façon significative de celui calculé dans les zones ne bénéficiant d'aucun avantage (zones I et II). Il ressort également de la comparaison entre le tableau 13 et le tableau 14 que l'évolution du coût de capital est passée par deux phases. Entre 1983 et 1988, l'exonération fiscale temporaire, combinée au régime d'amortissement linéaire, n'a entraîné qu'une légère baisse du coût de capital pour un investissement en matériel et outillage. Cela s'explique évidemment par le fait que les entreprises marocaines à l'époque n'étaient pas autorisées à appliquer le régime d'amortissement différé. Puisqu'on a procédé à l'actualisation du taux d'imposition sur les bénéfices des entreprises, l'exonération temporaire est contrebalancée par la perte de l'économie fiscale générée par les amortissements. En revanche, pour un investissement en bâtiment, l'utilisation des mêmes outils fiscaux (amortissement linéaire et exonération temporaire) a donné lieu à une baisse importante du coût de capital. La raison tient au fait que le bâtiment dure plus longtemps, ce qui a permis aux entreprises exonérées totalement ou partiellement, durant les dix premières années d'exploitation, de récupérer une partie de l'économie fiscale d'amortissement.

Entre 1989 et 1995, alors que le coût du capital associé à un investissement en bâtiment continue de favoriser les zones III et IV, celui relatif à un investissement en matériel et outillage a subi un changement radical. Bien qu'elles n'offrent aucun avantage spécifique, les zones I et II, favorisent l'investissement en matériel et outillage. Déjà observé dans le cadre de l'application du Code de 1973, ce paradoxe constitue le résultat de l'amendement apporté, en 1989, au Code des investissements de 1983. Comme nous l'avons déjà signalé, à partir de 1989, la durée de l'exonération fiscale temporaire au profit des entreprises nouvellement créées dans les zones III et IV

avaient été réduite. En contrepartie, ces entreprises ont été autorisées à appliquer le régime d'amortissement accéléré. Néanmoins, les calculs effectués (tableau 14), nous ont permis de constater que ce nouveau régime d'amortissement n'a profité qu'aux entreprises installées dans la zone III.

Tableau 14

**Evolution du coût de capital durant l'application du Code de 1983
dans les zones III et IV : Cas d'une création**

Zones	Zone III				Zone IV			
	M&O		Bâtiment		M&O		Bâtiment	
	Am. Lin et exon.	Am. Acc et exon.	Am. Lin et exon.	Am. Acc et exon.	Am. Lin et exon.	Am. Acc et exon.	Am. Lin et exon.	Am. Acc et exon.
1983	0.3358	np	0.1791	np	0.3346	np	0.1618	np
1984	0.2385	np	0.0824	np	0.2378	np	0.0745	np
1985	0.3273	np	0.1807	np	0.3144	np	0.1586	np
1986	0.3312	np	0.1754	np	0.3182	np	0.1539	np
1987	0.4115	np	0.2646	np	0.3968	np	0.2345	np
1988	0.4217	np	0.2795	np	0.4037	np	0.2476	np
1989	0.4046	0.3701	0.2554	0.2520	0.3862	0.3824	0.2322	0.2380
1990	0.3431	0.3096	0.1867	0.1824	0.3299	0.3255	0.1709	0.1755
1991	0.3068	0.2769	0.1592	0.1554	0.2950	0.2911	0.1457	0.1496
1992	0.3287	0.3004	0.1924	0.1896	0.3140	0.3109	0.1750	0.1794
1993	0.3590	0.3304	0.2145	0.2118	0.3453	0.3414	0.1968	0.2011
1994	0.3742	0.3312	0.2160	np	0.3657	0.3669	0.2015	np
1995	0.3036	0.2366	0.1564	np	0.3008	0.3009	0.1479	np

np = non prévu

Le tableau 15 présente nos estimations de l'évolution du coût de capital dans les zones II et III pour un investissement sous forme d'extension. Les résultats ainsi obtenus montrent que le dispositif incitatif du Code de 1983 était plutôt favorable aux investissements réalisés par les entreprises déjà existantes (les extensions). Outre l'exonération fiscale temporaire et l'application du régime d'amortissement accéléré (à partir de 1989), ces dernières avaient la possibilité de constituer, en franchise d'impôt, une provision pour investissement. Cette provision, qui ne pouvait excéder 30% du programme d'investissement constitue un véritable cadeau fiscal. Sa combinaison avec l'amortissement linéaire et l'exonération temporaire de l'impôt sur les sociétés avait

permis d'alléger le coût du capital d'environ 4 à 9 points de pourcentage pour le matériel et outillage et de 2 à 6 points de pourcentage pour le bâtiment.

A partir de 1989, les entreprises étaient autorisées à combiner la constitution de la provision avec l'amortissement accéléré et l'exonération fiscale temporaire. Une telle combinaison a eu un impact plus important sur le coût du capital que la précédente. Le différentiel d'allégement par rapport à un investissement sous forme de création était d'environ 6 à 12 points de pourcentage pour le matériel et outillage, et de 3 à 6 points de pourcentage pour le bâtiment.

Tableau 15

**Evolution du coût de capital durant l'application du Code de 1983
dans les zones III et IV : Cas d'une extension**

Zones	Zone III				Zone IV			
	M&O		Bâtiment		M&O		Bâtiment	
Actifs	Am. Lin	Am. Acc	Am. Lin	Am. Acc	Am. Lin	Am. Acc	Am. Lin	Am. Acc
Incitants	+ prov.+ exon	+ prov.+ exon.	+ prov.+ exon	+ prov.+ exon.	+ prov.+ exon	+ prov.+ exon.	+ prov.+ exon	+ prov.+ exon.
1983	0.2625	np	0.1403	np	0.2750	np	0.1304	np
1984	0.1865	np	0.0646	np	0.1954	np	0.0600	np
1985	0.2555	np	0.1420	np	0.2572	np	0.1277	np
1986	0.2585	np	0.1378	np	0.2603	np	0.1240	np
1987	0.3273	np	0.2117	np	0.3286	np	0.1915	np
1988	0.3414	np	0.2283	np	0.3379	np	0.2057	np
1989	0.3308	0.2879	0.2102	0.2017	0.3223	0.3148	0.1930	0.1965
1990	0.2815	0.2415	0.1540	0.1461	0.2762	0.2687	0.1423	0.1453
1991	0.2517	0.2115	0.1312	0.1246	0.2470	0.2403	0.1213	0.1239
1992	0.2692	0.2341	0.1585	0.1518	0.2624	0.2562	0.1456	0.1483
1993	0.2975	0.2625	0.1788	0.1723	0.2915	0.2846	0.1655	0.1681
1994	0.3147	0.2665	0.1824	np	0.3128	0.3113	0.1715	np
1995	0.2560	0.1854	0.1321	np	0.2579	0.2560	0.1260	np

Précisons qu'entre 1989 et 1995, un avantage supplémentaire a été accordé aux entreprises exportatrices pour leurs programmes d'investissement. Il s'agit de l'exonération de l'IS (impôt sur les sociétés) pendant les cinq premières années d'exploitation et d'une réduction de 50% dudit impôt au-delà de cette période. Le tableau 16 présente nos estimations du coût de capital associé à ce type d'investissement. On s'aperçoit que, quel que soit la combinaison retenue, le niveau du

coût de capital avait subi une baisse importante comparativement aux scénarios précédents. Comme nous l'avons observé dans les zones III et IV, il paraît que c'est la provision pour investissement qui a permis de mieux alléger le coût du capital, aussi bien pour le matériel et outillage que pour le bâtiment.

Tableau 16

**Evolution du coût de capital entre 1989 et 1995 :
Cas des entreprises exportatrices**

Actifs	Matériel et Outillage				Bâtiment			
	Am. Lin + exon	Am. Lin + prov.+ exon.	Am. Acc + exon	Am. Acc + prov.+ exon.	Am. Lin + exon	Am. Lin + prov.+ exon.	Am. Acc + exon	Am. Acc + prov.+ exon.
1989	0.3322	0.2786	0.3374	0.2839	0.2032	0.1702	0.2067	0.1739
1990	0.2819	0.2373	0.2867	0.2420	0.1498	0.1260	0.1509	0.1272
1991	0.2521	0.3120	0.2564	0.2164	0.1277	0.1075	0.1287	0.1084
1992	0.2699	0.2263	0.2730	0.2298	0.1533	0.1287	0.1547	0.1301
1993	0.2996	0.2541	0.3041	0.2585	0.1739	0.1474	0.1754	0.1489
1994	0.3179	0.2728	0.3236	0.2785	0.1789	0.1535	np	0.1561
1995	0.2582	0.2222	0.2654	0.2294	0.1309	0.1125	np	0.1149

Le dernier dispositif permettant d'alléger le coût du capital a été prévu par la Charte de l'investissement de 1995, entrée en vigueur à partir de 1996. Sa lecture nous a permis de constater que les avantages fiscaux sont ventilés en fonction de deux critères : le critère sectoriel et le critère géographique. Au total, nous avons relevé trois catégories d'investissements : les investissements ne bénéficiant d'aucune réduction de l'IS, les investissements réalisés dans les régions défavorisées ou dans le secteur de l'artisanat et enfin les investissements réalisés dans les secteurs à vocation exportatrice.

L'évolution du coût de capital associée à la première catégorie d'investissements est présentée dans le tableau 17. Quelle que soit la combinaison retenue en matière d'avantages fiscaux, on s'aperçoit que le coût du capital a subi une légère baisse comparativement aux résultats observés précédemment. Cette baisse s'explique essentiellement par le comportement favorable des variables non fiscales, en particulier le taux d'intérêt et le prix relatif du capital. En revanche, les variables fiscales n'ont subi aucune variation pendant la période 1996-2002.

Signalons également qu'en vertu des dispositions fiscales de la Charte de l'investissement, les entreprises ne sont plus autorisées à appliquer le régime d'amortissement dégressif au titre de leurs investissements en bâtiment. Malgré cette exclusion, le bâtiment reste largement avantage comparativement au matériel et outillage.

Tableau 17

Evolution du coût de capital en application de la Charte de l'investissement de 1995 : cas des investissements ne bénéficiant d'aucune réduction de l'IS

Actifs	Matériel et Outillage				Bâtiment			
	Am. Lin	Am. Lin et Prov.	Am. Dég	Am. Dég et Prov.	Am. Lin	Am. Lin et Prov.	Am. Dég	Am. Dég et Prov.
Incitants								
1996	0.3298	0.2784	0.3161	0.2647	0.2020	0.1728	np	np
1997	0.3268	0.2673	0.3143	0.2548	0.2072	0.1722	np	np
1998	0.2828	0.2386	0.2729	0.2287	0.1648	0.1407	np	np
1999	0.3030	0.2556	0.2928	0.2454	0.1868	0.1595	np	np
2000	0.2700	0.2276	0.2613	0.2189	0.1573	0.1342	np	np
2001	0.2891	0.2438	0.2796	0.2346	0.1783	0.1522	np	np
2002	0.2398	0.2021	0.2338	0.1960	0.1274	0.1084	np	np

Pour ce qui est des investissements réalisés dans les régions nécessitant un traitement fiscal préférentiel ou dans le secteur de l'artisanat, ils profitent d'un avantage fiscal supplémentaire : l'exonération de 50% de l'IS durant les cinq premières années d'exploitation. Or, les entreprises concernées par cette nouvelle mesure ne sont pas autorisées à différer l'enregistrement comptable des amortissements au delà de la période d'exonération. Il en résulte une certaine compensation entre le gain procuré par l'exonération fiscale et la perte générée par la non déductibilité des charges d'amortissement de la base imposable. Cette compensation se dégagent clairement de nos estimations présentés dans le tableau 18. A l'instar de ce qui a été observé dans les scénarios précédents, on s'aperçoit que, pour le matériel et outillage, l'économie fiscale issue de l'exonération temporaire de l'IS n'arrive pas à compenser la totalité de la perte générée par la non déductibilité des amortissements durant la phase d'exonération. C'est ce qui explique la légère hausse du coût de capital relatif au matériel et outillage dans les régions défavorisées et dans le secteur de l'artisanat

comparativement à celui observé dans les régions ou secteurs ne bénéficiant d'aucune exonération au titre de l'IS.

Tableau 18

Evolution du coût de capital en application de la Charte de l'investissement de 1995 : cas des investissements réalisés dans les régions défavorisées ou dans le secteur de l'artisanat

Actifs	Matériel et Outillage				Bâtiment			
	Am. Lin	Am. Lin et Prov.	Am. Dég	Am. Dég et Prov.	Am. Lin	Am. Lin et Prov.	Am. Dég	Am. Dég et Prov.
1996	0.3397	0.2917	0.3462	0.2981	0.1976	0.1704	np	np
1997	0.3398	0.2838	0.3477	0.2917	0.2044	0.1715	np	np
1998	0.2968	0.2549	0.3053	0.2634	0.1640	0.1412	np	np
1999	0.3198	0.2747	0.3290	0.2839	0.1867	0.1607	np	np
2000	0.2863	0.2460	0.2946	0.2542	0.1578	0.1358	np	np
2001	0.3053	0.2622	0.3143	0.2712	0.1783	0.1535	np	np
2002	0.2589	0.2225	0.2682	0.2318	0.1298	0.1115	np	np

S'agissant, enfin, des investissements réalisés par les entreprises exportatrices, l'exonération au titre de l'IS, instaurée en 1989, a été reconduite par la Charte de l'investissement (exonération de l'IS pendant les cinq premières années d'exploitation et réduction de 50% dudit impôt au delà de cette période). Cette exonération vient s'ajouter aux avantages fiscaux, en particulier la possibilité de pratiquer l'amortissement dégressif et la constitution d'une provision pour investissement.

Le tableau 19 résume nos estimations du coût de capital associé à un investissement réalisé par une entreprise exportatrice. Il en ressort que, quel que soit le type d'actifs et quelque soit la combinaison d'avantages fiscaux, le coût du capital a enregistré une baisse comparativement aux deux premiers scénarios. Néanmoins son ampleur reste insignifiante eu égard à l'importance de l'exonération fiscale accordée aux entreprises exportatrices.

Tableau 19**Evolution du coût de capital en application de la Charte de l'investissement de 1995 : cas des investissements réalisés dans le secteur de l'exportation**

Actifs	Matériel et Outillage				Bâtiment			
	Am. Lin	Am. Lin et Prov.	Am. Dég	Am. Dég et Prov.	Am. Lin	Am. Lin et Prov.	Am. Dég	Am. Dég et Prov.
Incitants								
1996	0.3192	0.2797	0.3269	0.2875	0.1806	0.1582	np	np
1997	0.3198	0.2741	0.3282	0.2824	0.1876	0.1606	np	np
1998	0.2798	0.2457	0.2876	0.2535	0.1511	0.1325	np	np
1999	0.3017	0.2651	0.3104	0.2738	0.1725	0.1514	np	np
2000	0.2705	0.2377	0.2782	0.2455	0.1463	0.1284	np	np
2001	0.2881	0.2532	0.2963	0.2614	0.1648	0.1447	np	np
2002	0.2447	0.2154	0.2525	0.2231	0.1212	0.1065	np	np

Il y a lieu également de préciser que parmi les dispositions fiscales prévues par la Charte de l'investissement, la constitution d'une provision reste de loin, la variable qui allège le mieux le coût du capital. Mais, faut-il le rappeler, seules les entreprises procédant à des extensions peuvent en profiter ; ce qui est de nature à créer une certaine injustice vis-à-vis des nouvelles entreprises.

Conclusion du chapitre 2

Tenant compte de l'apport des différentes formulations théoriques et des spécificités fiscales de l'économie marocaine, nous avons construit un modèle permettant d'appréhender le coût du capital au Maroc. A l'évidence, cette construction s'est faite sur le base d'un certain nombre d'hypothèses. Néanmoins, aussi fortes soient-elles, ces hypothèses n'affectent en rien la qualité empirique du modèle obtenu. D'ailleurs, ce dernier est moins complexe que les modèles du même type utilisés pour mesurer le coût du capital aux Etats-Unis, par exemple. La raison tient au fait que notre système fiscal est limité en matière de dispositions susceptibles d'alléger le coût du capital. Des pratiques, telles le crédit d'impôt à l'investissement et l'amortissement différé en cas d'exonération fiscale, n'ont jamais été appliquées au Maroc

Préalablement à l'estimation du coût de capital au Maroc, des calculs intermédiaires ont été effectués. Il s'agit en fait d'actualiser les paramètres fiscaux, en particulier le taux d'imposition sur les bénéfices des entreprises, l'économie fiscale résultant des déductions pour amortissement et la constitution, en franchise d'impôt, d'une provision pour investissement. Cette opération d'actualisation a concerné tous les scénarios envisagés par les différentes lois spécifiques à l'investissement (Codes de 1960, 1973 et 1983, ainsi que la Charte de l'investissement de 1995).

L'utilisation du modèle obtenu nous a permis d'estimer le coût du capital au Maroc depuis 1961. Deux résultats fondamentaux se dégagent de cette analyse. D'abord, malgré les mesures entreprises par les autorités publiques marocaines, en particulier l'allègement de la charge fiscale pesant sur les entreprises et leurs bailleurs de fonds, la libéralisation des taux d'intérêt et la baisse progressive des prix des biens d'équipement, le coût du capital reste globalement élevé. Il constitue a priori un obstacle à la relance de l'investissement. Ensuite, les résultats obtenus par secteur d'activité ou par zone géographique, font apparaître une relative neutralité des mesures prévues par les différents Codes et Charte de l'investissement vis-à-vis du coût de capital. Les avantages explicites, sous forme d'exonérations fiscales temporaires, sont souvent contrebalancés par des pertes implicites, en particulier la non déductibilité des charges d'amortissement en périodes d'exonération.

Conclusion de la 2^{ème} partie

Dans cette partie, nous nous sommes fixé comme principal objectif l'analyse du comportement dynamique du coût de capital au Maroc depuis 1961. Préalablement à cette analyse, il nous a semblé opportun de présenter une synthèse de l'évolution des principales mesures de politiques économiques adoptées par les autorités marocaines en vue d'alléger le coût du capital et améliorer le climat des affaires.

La synthèse de l'évolution des mesures visant l'allègement du coût de capital au Maroc nous a permis de dégager trois remarques. La première concerne le contenu même de ces mesures, lequel contenu a évolué parallèlement à l'évolution des structures économiques, politiques et sociales du Maroc. Il est beaucoup plus riche aujourd'hui qu'il ne l'était il y a 40 ans. Néanmoins, cette richesse reste encore handicapée par certaines pratiques fiscales, en particulier la multiplication des régimes dérogatoires, qui est de nature à créer une grande distorsion économique.

La deuxième remarque concerne le calendrier (*timing*) et la vitesse d'exécution des mesures visant l'allègement du coût de capital. Depuis l'Indépendance, la fiscalité de l'entreprise n'a été révisée que deux fois : en 1959 et en 1986/1987. Quant aux dispositions fiscales régies par les Codes des investissements, elles ont été révisées à quatre reprises : 1960, 1973, 1983 et 1995. Ayant nécessité plusieurs années de réflexion et de préparation, chaque révision s'est inscrite dans une vision de développement particulière donnant lieu à une réadaptation permanente des mesures fiscales au nouveau contexte. Dans le même ordre d'idées, l'amélioration des conditions de financement des entreprises est devenue un sujet de débat politique et technique dès le début des années quatre-vingt. Mais son application n'a été initiée que tardivement (les années quatre-vingt-dix) et elle n'a été effectuée que de façon progressive.

La dernière remarque concerne le séquençage (*sequencing*) des mesures prises en faveur de l'allègement du coût de capital. Dans le cadre des orientations du Programme d'Ajustement Structurel, entamées à partir de 1983, les réformes fiscales avaient précédé les réformes financières. La raison tient au fait que les premières étaient urgentes et moins coûteuses. Les décideurs publics étaient conscients de la

nécessité de moderniser le système fiscal le plus rapidement possible. En revanche, les réformes financières, en particulier la libéralisation des taux d'intérêt et la modernisation du marché financier, avaient pris un certain retard en raison du coût élevé de ce type de réformes. Ce retard est dû aussi à la pression du GPBM (Groupement Professionnel des Banques du Maroc) qui avait émis des réticences à propos de la désintermédiation financière.

En nous inspirant de la théorie néoclassique, nous avons construit un modèle permettant le calcul du coût de capital au Maroc. Certes, ce modèle ne diffère pas de façon significative des modèles standards, mais il présente l'avantage de tenir compte des spécificités de la législation fiscale marocaine. Lors des jeux de simulation, différents scénarios ont été envisagés en fonction de la substituabilité ou le cumul des mesures prévues par les Codes des investissements de 1960, 1973 et 1995 ainsi que la Charte de l'investissement de 1995.

Au regard des résultats obtenus, il paraît qu'en dépit de l'importance des mesures visant son allègement, le coût du capital au Maroc reste globalement élevé. De plus, l'investissement en bâtiment a toujours été plus attractif que le matériel et outillage. En 2002, le coût du capital associé à un investissement marginal en bâtiment a été estimé à 12,74% contre 23,98% pour le matériel et outillage. Aussi, nous avons relevé que quel que soit le secteur d'activité et le lieu de réalisation de l'investissement, le coût du capital converge toujours vers celui calculé à partir des dispositions de droit commun (les investissements réalisés dans la région de Casablanca par exemple). Ce faible différentiel explique, entre autres, l'échec des politiques incitatives basées sur la hiérarchisation des avantages fiscaux en fonction des critères sectoriel et géographique. Il confirme ainsi notre deuxième hypothèse. Enfin, l'évolution du coût de capital au Maroc depuis 1961 fait apparaître trois phases : une phase de légère baisse (entre 1961 et 1977), une phase de forte hausse (entre 1978 et 1987) et une phase de baisse soutenue (entre 1987 et 2002). Une telle tendance ne permet pas de confirmer notre première hypothèse de recherche, laquelle stipule que le coût du capital au Maroc n'a cessé de baisser depuis 1961. Considérons, à présent, la manière dont le coût du capital intervient dans l'explication du comportement de l'investissement.

3^{ème} partie

**La relation entre le coût du
capital et l'investissement**

Introduction

L'analyse du degré de sensibilité de l'investissement à une variation du coût de capital a toujours constitué l'une des préoccupations majeures des économistes. Si, au niveau théorique, les auteurs néoclassiques, en particulier Jorgensen (1963), insistent sur la solidité de cette relation, les études empiriques ont fait l'objet d'une grande controverse. Selon Auerbach et Hasset (1991), Commins et Hassett (1993) et Cummins, Hassett et Hunbard (1995), le coût du capital constitue un déterminant clé de l'investissement. Cette dernière étude analyse l'impact des réformes fiscales sur l'investissement dans plusieurs pays développés. Ses auteurs constatent que la réaction des réformes fiscales, aux Etats-Unis (1986) et au Canada (1987), était positive dans les deux cas. L'élasticité de la formation de capital productif à son coût d'usage fluctuent de façon significative entre 0,5 et l'unité selon les années considérées. A partir des données recueillies aux Etats-Unis, Commins et Hassett (1993) constatent qu'une hausse d'un point de pourcentage du coût de capital pourrait abaisser d'autant le taux d'investissement (l'investissement en proportion du stock de capital). De leur côté, Bua et alii (1991), Chirinko et Meyer (1997), Chirinko, Fazzari et Meyer (1999) et Bruno et Christian (2001) ont mis en évidence, à partir de données individuelles, une variation significative du capital à une variation de son coût d'usage.

Dans une étude macro-économétrique, Dormant (1997) n'a pas identifié de lien clair entre la demande des facteurs en France et le coût relatif capital/travail, encore moins avec le seul coût du capital. McKenzie et Thompson (1997) ont montré, à partir de données macroéconomiques, que les variations du capital aux Etats Unis et au Canada ont eu un effet peu marqué, mais statistiquement significatif sur le niveau relatif des investissements en machines et matériel. Crépon et Gianella (2001) ont récemment mis en évidence un impact significatif du coût de capital sur l'investissement en France. Ils ont distingué deux effets d'une variation du coût de capital : un effet de substitution et un effet de profitabilité. Une hausse du coût de capital devrait inciter les entreprises à substituer le travail au capital et la demande de travail devrait alors s'accroître (effet de substitution). Parallèlement, une hausse du coût de capital augmente le coût de production unitaire pour l'entreprise, ce qui alourdit ses prix, et risque *in fine* de

réduire la demande qui lui est adressée (effet de profitabilité). Les estimations proposées suggèrent que l'effet de profitabilité domine l'effet de substitution. Une hausse du coût de capital entraînerait donc une baisse de la demande pour les deux facteurs de production, capital et travail et pénaliserait l'emploi.

Concernant le cas marocain, peu d'études se sont intéressées à l'effet du coût de capital sur le niveau d'investissement. Dans une étude portant sur la période 1972-1988, Faini (1994) a conclu à l'existence d'une relation statistiquement significative entre le coût du capital et l'investissement privé. Ce résultat a été partiellement confirmé par une étude de la Banque Mondiale (1990) portant sur la même période. Selon cette étude, l'effet du coût de capital sur l'investissement au Maroc semble être moins important au niveau sectoriel qu'au niveau global. Bien que la signification au niveau individuel soit entravée par une forte collinéarité avec les autres variables explicatives, son influence est très faible pour les deux catégories d'investissement (les biens d'équipement et le bâtiment). Quelques années plus tard, Szwed, Mintz et Tsiopoulos (1995) ont démontré que les exonérations fiscales dans le cadre des Codes des investissements n'ont eu aucun effet incitatif notable sur certains types d'investissement. Enfin, dans une étude récente, Mansouri et ElMorchid (2003) n'ont relevé aucun lien significatif entre le niveau d'investissement privé et le coût du capital. Sur la base des tests statistiques effectués, il paraît que c'est l'investissement public qui semble constituer la locomotive de l'investissement privé au Maroc.

L'ambition de cette partie est double. Elle présente d'abord un aperçu sur l'évolution des différents types d'investissement au Maroc depuis 1960 (chapitre 1). Le second chapitre s'interrogera sur la pertinence du modèle néoclassique à expliquer le comportement de l'investissement au Maroc (chapitre 2).

Chapitre 1

Aperçu sur l'évolution de l'investissement au Maroc

Dans ce chapitre, nous nous proposons d'analyser le comportement dynamique de l'investissement au Maroc depuis 1960. Trois types d'investissement seront successivement analysés : l'investissement global (FBCF) et ses composantes, l'investissement industriel et l'investissement étranger. Mais avant d'entrer dans le détail, il nous paraît nécessaire de présenter une brève note méthodologique sur l'investissement au Maroc.

Les statistiques officielles marocaines ne permettent pas de donner une image claire et réelle du comportement de toutes les composantes de l'investissement. Ainsi, l'investissement privé inclut non seulement l'investissement réalisé par les entreprises privées, mais aussi celui des entreprises publiques et semi-publiques. Il s'agit là d'une pratique comptable courante dans plusieurs pays en voie de développement où les entreprises publiques sont regroupées par secteurs d'activités, au même titre que les entreprises privées, plutôt que dans les comptes publics. Quant aux données relatives à l'investissement industriel, elles sont extraites d'enquêtes annuelles régulières effectuées par le Ministère du Commerce et de l'Industrie. Malheureusement, ces enquêtes ne présentent que des intentions d'investissement (investissements industriels agréés). Les écarts entre les intentions et les réalisations effectives n'ont pourtant jamais été explorés. Enfin, les données sur l'investissement étranger paraissent plus crédibles puisqu'elles font l'objet d'enregistrement comptable auprès de l'Office des Changes. Mais là encore une difficulté subsiste. En effet les données officielles ne font pas de distinction entre l'investissement étranger spontané et l'investissement étranger provoqué, c'est-à-dire l'investissement étranger ayant fait l'objet d'une convention avec le gouvernement, en particulier les privatisations.

Nous distinguons quatre phases : la phase d'hésitation et de tâtonnement (1960-1972), la phase du décollage raté (1973-1982), la phase du Programme d'Ajustement Structurel (1983-1993) et la phase de consolidation des réformes (1994-2002). Pour chaque phase, nous commencerons par décrire le contexte général avant d'analyser l'évolution des différents types d'investissements.

1. La période d'hésitation et de tâtonnement : 1960- 1972

1.1. Le contexte général

La période 1960-1972 a été marquée par trois faits majeurs : la forte implication de l'Etat dans le processus de développement économique à travers un système de planification de type "indicatif", l'adoption d'une politique industrielle axée principalement, sur l'industrie de substitution aux importations et la promulgation d'un Code des investissements à caractère libéral (code de 1960).

1.1.1. L'adoption d'un système de planification hésitant et peu réaliste

Tant par les modalités de son élaboration que par ses objectifs, le Plan quinquennal 1960-1964 s'est distingué du Plan biennal 1958-1959 par son caractère volontariste et ambitieux. Il s'est présenté comme programme de développement, intégrant l'ensemble des secteurs économiques, auxquels il a fixé des objectifs précis.

Préalablement à son élaboration, les rédacteurs de ce Plan avaient procédé à une analyse critique du Plan précédant (1958-1959). Une telle analyse faisait apparaître certains dysfonctionnements de l'économie marocaine. Parmi ces dysfonctionnements, nous pouvons citer : l'existence d'une structure dualiste et désarticulée, la domination du secteur primaire, le déséquilibre régional, la mauvaise coordination et intégration des facteurs de production et enfin l'instabilité dans le fonctionnement de l'économie.

Sur la base de ce constat, les planificateurs se sont fixés comme principal objectif la libéralisation et la restructuration de l'économie nationale. Une série de mesures à caractère structurel, fut adoptée¹ :

- La mise en place d'une industrie de base. L'Etat a été appelé à promouvoir cette industrie par l'intermédiaire de deux organismes : le BEPI (le Bureau d'Etudes et de Participations Industrielles) et la BNDE (la Banque Nationale pour le Développement Economique).
- La réforme de l'Etat entendue dans le sens de la transformation des structures administratives.

¹ Plan quinquennal 1960-1964, pp. 22-27.

- La restructuration du système de l'enseignement et de la formation conformément aux nouvelles exigences de développement économique.
- La réorganisation du système productif et la réorientation du commerce extérieur.

Toutes ces actions devraient permettre d'atteindre un taux de croissance estimé à 6,2% durant la période 1960-1964. Mais, suite à l'accumulation des déficits budgétaires, une nouvelle équipe gouvernementale fut installée ouvrant la voie à la révision du Plan en 1963 et surtout à l'entrée en scène des organismes financiers internationaux (FMI et Banque mondiale). Le Maroc signa, pour la première fois depuis son Indépendance, une convention avec le FMI lui accordant une facilité de 1,3 millions de dollars.

Dans ce contexte de crise et d'assistance financière internationale, le Maroc a adopté le Plan triennal 1965-1967. Il s'agit d'un Plan de stabilisation se fixant un objectif de croissance modeste (3,7% par an) et accordant la priorité à l'accroissement de la production agricole, au secteur touristique et à la formation des cadres¹. Quant à l'industrialisation, elle a été reléguée au second Plan et surtout déléguée au secteur privé. Le rôle de l'Etat se résume désormais à l'incitation et la création des conditions nécessaires pour stimuler l'investissement privé.

Le Plan quinquennal 1968-1972 se situait dans la lignée du Plan précédent. Il a retenu les mêmes priorités, mais s'est fixé comme objectif un taux de croissance annuel moyen relativement élevé (4,3%). Ce Plan 1968-1972 a été élaboré avec la participation des experts de la Banque Mondiale, ce qui n'a pas manqué de conditionner les objectifs de la politique économique y afférents. C'est ainsi que, dans le domaine agricole, la construction des barrages a été rendue possible grâce aux prêts consentis par la Banque Mondiale. Dans le domaine industriel, il a été recommandé que le Maroc se spécialise dans les productions pour lesquelles la dotation en facteurs est importante (l'industrie par substitution aux importations et dans une moindre mesure l'industrie d'exportation).

En somme, il y a lieu de reconnaître que le contenu des Plans 1965-1967 et 1968-1972 a constitué une réponse à l'échec du Plan quinquennal 1960-1964. En proposant des

¹ Plan triennal 1965-1967, pp. 22-30

Plans moins ambitieux et plus réalistes, les pouvoirs publics tentaient de corriger les dysfonctionnements issus des erreurs de politiques économiques remontant au début des années soixante.

1.1.2. La prédominance de l'industrie de substitution aux importations

Afin de favoriser la croissance économique, le Maroc a adopté, au cours de la période 1960-1964, une politique de développement industriel fondée exclusivement sur la substitution aux importations. Un tel modèle de développement a été retenu afin de faciliter l'émergence d'une classe d'entrepreneurs dynamiques et parvenir à une structure industrielle intégrée et complète. A cela, il convient d'ajouter la rareté des devises et la difficulté croissante d'exporter des produits manufacturés vers les pays industrialisés (barrières douanières).

Le processus de mise en œuvre de l'industrie de substitution aux importations comportait deux phases : une phase d'industrie légère et une phase d'industrie lourde.

Durant la première phase, le Maroc a développé une industrie légère orientée vers le marché interne. Cette industrie a concerné les branches pour lesquelles le pays disposait d'importantes dotations en facteurs de production : textile et agroalimentaire. Dans ce cadre, il fallait empêcher les importations de certains biens que le Maroc pouvait produire localement, et maintenir les importations de biens d'équipement et de matières premières pour permettre à l'industrie nationale de se développer.

Durant la deuxième phase, le Maroc a tenté d'orienter sa politique de développement vers l'industrie industrialisante afin de produire les biens d'équipement nécessaires à l'industrie légère. Les investissements devaient être de plus en plus lourds et le recours à la technologie de pointe de plus en plus croissant.

Suite à l'échec du Plan 1960-1964 et l'implication croissante des organismes financiers internationaux dans l'élaboration de ses stratégies de développement, le Maroc a été amené à équilibrer son choix. Désormais le choix porte à la fois sur l'industrie de substitution aux importations et l'industrie d'exportation. Cette dernière stratégie marque un tournant vers le libéralisme, qui sera d'ailleurs consolidé pendant la deuxième phase 1973-1982.

1.1.3. La promulgation d'un Code des investissements à caractère libéral

En vue de concrétiser les orientations du Plan quinquennal 1960-1964, des avantages particuliers furent prévus par le Code des investissements du 31 décembre 1960. Ces avantages ont eu un caractère exclusivement fiscal (réduction de droits de douane, attribution d'une prime d'équipement, exonération partielle de l'impôt des patentes, constitution d'une provision pour investissement, garantie de retransfert des produits de l'investissement étranger, etc.).

Par ailleurs, la liste des secteurs susceptibles de bénéficier des avantages du code de 1960 a été définie par un Arrêté du Ministère de l'Economie nationale et des Finances. Ces secteurs comprenaient les industries de base (sidérurgie, industrie chimique, industrie de synthèse organique, raffinage et traitement des hydrocarbures, etc.) qui pouvaient bénéficier de la totalité des avantages et les industries des secteurs prioritaires ne pouvant bénéficier que d'une partie des avantages prévus par le Code. Deux types d'industrie ont été classés dans cette dernière catégorie : les industries de valorisation des matières premières d'origine marocaine et les industries utilisant les fournitures du marché national ou incorporant une valorisation suffisante de travail réalisé au Maroc.

1.2. Le comportement dynamique de l'investissement

1.2.1. Evolution de la FBCF et de ses composantes

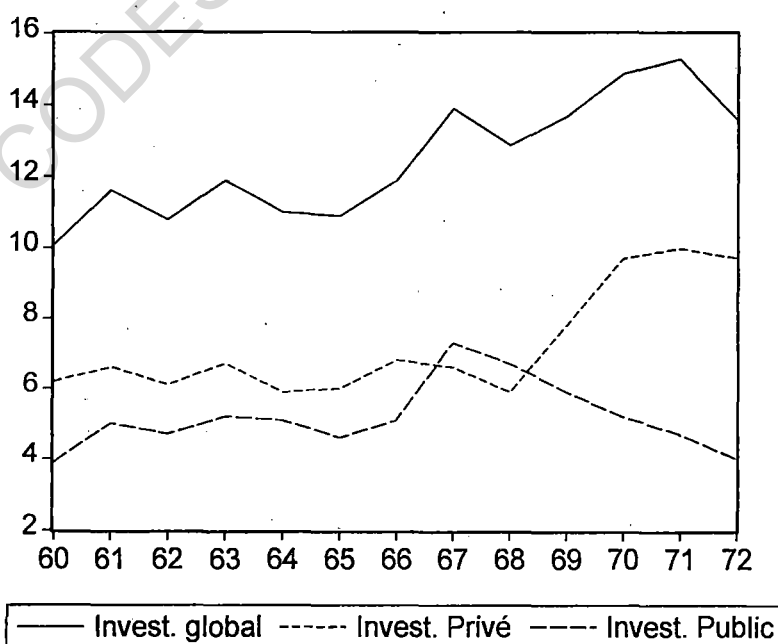
Pendant la période 1960-1972, la FBCF a progressé à un rythme modéré. Elle est passée de 920 millions de *dirhams* en 1960 à 3177 millions de dirhams en 1972, soit une évolution annuelle moyenne de 11,64%. Mais, rapportée au PIB, la FBCF n'a progressé durant ladite période que de 2,53% (10,10% en 1960 contre 13,60% en 1972). Cette faiblesse s'explique naturellement par le fait que le PIB s'est accru à un rythme plus accéléré que celui de l'investissement. Elle témoigne de l'échec des politiques de développement post coloniales, qui s'est traduit, entre autres, par une sortie massive de capitaux. Selon certaines estimations (Belal, 1964), l'investissement global de 1962 n'a représenté que 60% du volume de l'année 1952¹.

¹ Belal A. (1968) "L'investissement au Maroc :1912-1964", Editions Maghrebines, p. 179

La figure 9 illustre l'évolution des taux d'investissement global, public et privé. Nous constatons qu'avant 1967, les trois taux ont évolué de façon presque constante et comparable. En outre, le taux d'investissement privé était légèrement supérieur au taux d'investissement public, et ce malgré la forte présence de l'Etat dans tous les circuits économiques. Cette suprématie s'explique essentiellement par des considérations comptables. Comme nous l'avons déjà signalé, l'investissement réalisé par les entreprises publiques et semi publiques est considéré, au sens de la comptabilité nationale, comme investissement privé. Or, ce type d'investissement était florissant à la fin des années cinquante et au début des années soixante. A cela, il convient d'ajouter l'incertitude relative au climat des affaires et l'absence d'une classe d'entrepreneurs marocains capable de courir le risque d'investir. Les années 1967 et 1968 ont été marquées par une surchauffe de l'investissement public. C'est d'ailleurs la seule période, dans l'histoire du Maroc, au cours de laquelle le taux d'investissement public a pris le dessus sur le taux d'investissement privé. Cela s'explique, entre autres, par l'importance accordée par l'Etat aux travaux d'hydraulique et d'irrigation, financés essentiellement par des prêts de la Banque Mondiale.

Figure 9

**Evolution de l'investissement global au Maroc
entre 1960 et 1972 (en % du PIB)**

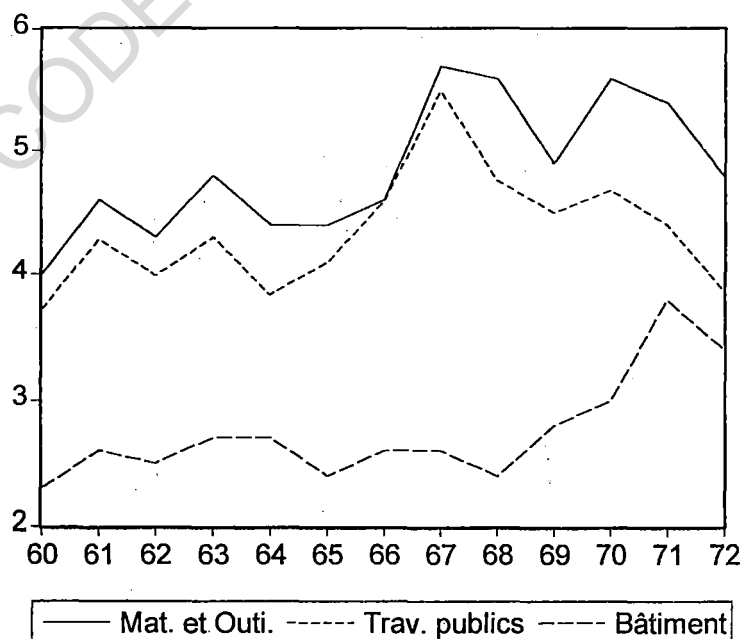


A partir de 1969, nous avons assisté à un changement radical de tendance. Le taux d'investissement privé s'est accru de façon significative, dépassant à nouveau le taux d'investissement public. Cette performance du secteur privé est due, en partie, à la relance de l'investissement étranger (2,71% de la FBCF en 1968 contre 4,68% en 1972). Elle est également due à l'accroissement soutenu des crédits au secteur privé, lesquels ont enregistré une progression de 5,05% par an passant de 12% du PIB en 1960 à 21,60% en 1972.

Pour ce qui est de la composition de la FBCF, si nous écartons "l'aménagement et plantation" et "le bétail", les autres composantes ont évolué à peu près de façon comparable. La figure 10, qui illustre cette évolution, fait apparaître la prédominance de l'investissement en matériel et outillage et de l'investissement en travaux publics. Ces deux types d'investissement ont subi une forte variation positive, surtout entre 1966 et 1968, période qui a coïncidé avec l'augmentation considérable de l'investissement public dans le secteur agricole (constructions de barrages) et d'infrastructure en général. En revanche, l'investissement en bâtiment, qui était relativement faible avant 1968, a connu un certain dynamisme à la fin des années soixante et le début des années soixante-dix.

Figure 10

**Evolution des composantes de la FBCF au Maroc
entre 1960 et 1972 (en % du PIB)**



Soulignons que cette première période (1960-1972) a été marquée par une certaine faiblesse en matière de mobilisation de l'épargne nationale. Son taux (Epargne nationale rapportée au PIB) était jugé très faible au cours de la décennie soixante (7,90% en 1961, 9,00% en 1962 et 10,80% en 1966). Le besoin de financement, qui en a découlé, n'a pu être comblé qu'en recourant à l'endettement extérieur.

1.2.2. Evolution de l'investissement industriel

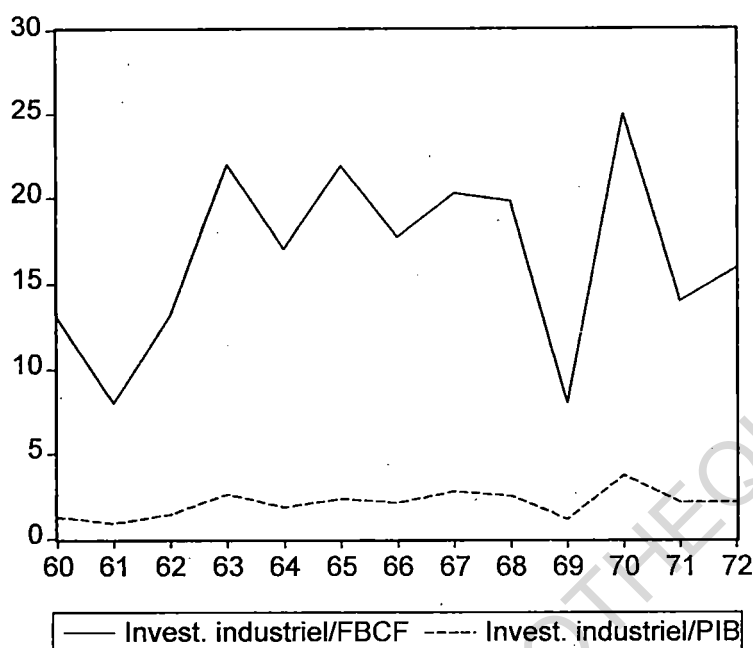
Au cours de la période 1960-1972, l'investissement industriel a enregistré une évolution modérée en termes absolus. Il est passé de 119 millions de dirhams en 1960 à 508 millions de dirhams en 1972, soit une évolution annuelle moyenne de 12,8%. Mais, par rapport à la FBCF ou au PIB, cette évolution devient faible : 5,8% si nous considérons l'investissement industriel rapporté à la FBCF et 5,9% si nous retenons l'investissement industriel rapporté au PIB.

Par ailleurs, cette évolution masque deux faits majeurs : le niveau très faible de l'investissement industriel et son caractère irrégulier. Comme le montre la figure 11, l'investissement industriel n'a jamais dépassé le quart de l'investissement global. Par rapport au PIB, cette part est encore plus insignifiante (2% en 1972 contre 1% en 1960). Cette faiblesse n'est guère étonnante si l'on considère le taux de réalisation des investissements industriels dans le cadre du Plan quinquennal 1960-1964, qui n'a pas dépassé 16%. La lecture de la figure 11 fait également apparaître une forte irrégularité dans l'évolution de l'investissement industriel rapporté à la FBCF. Les sauts enregistrés en 1963, 1965 et 1970 sont souvent imputés à l'agrément de certains grands projets capitalistiques, en particulier les sucreries, la COMANAV et la RAM. D'ailleurs, le nombre de projets agréés dans le cadre du Code des investissements de 1960 a été jugé très faible (105 projets en 1960, 110 en 1967 et 105 en 1972).

La répartition de l'investissement industriel par secteur laisse apparaître un déséquilibre au profit des activités traditionnelles et légères, en particulier le textile et les produits agroalimentaires. Ainsi, les investissements encouragés par le Code de 1960 dans le secteur du textile ont atteint en 1960 un montant de 67 millions de dirhams, soit 40% du montant total des investissements industriels agréés.

Figure 11

**Evolution de l'investissement industriel au Maroc
entre 1960 et 1972 (en % de la FBCF et du PIB)**



Après l'entrée en vigueur du Code des investissements de 1960, les investissements agréés dans la branche textile ont connu une forte croissance. Suite aux mesures protectionnistes prises par les autorités marocaines, cette croissance s'est amplifiée à partir de 1964. Mais durant la période 1968-1972, ces investissements ont sensiblement chuté en raison de la décision de la Commission des investissements de ne plus encourager les industries de textile nouvellement créées.

S'agissant des investissements agréés dans le secteur agroalimentaire, ils ont enregistré une forte croissance de 59% entre 1963 et 1972. Cette croissance est due à l'agrément de quelques projets hautement capitalistiques dans le secteur des sucreries et de minoteries. Il convient, toutefois, de signaler que le développement de ces deux secteurs n'est pas à mettre à l'actif de la politique d'incitation. La quasi-totalité de ces investissements relevait de l'initiative publique ou semi-publique.

Les investissements dans les autres secteurs de l'industrie n'ont pas connu la même performance. Les investissements agréés dans le secteur mécanique, électrique et métallurgique n'ont, par exemple, représenté que 8,35% du total des investissements agréés au cours de la période : 1959-1972. De leur côté, les investissements dans le

secteur chimique et para-chimique ont concerné principalement l'extension des deux raffineries du royaume : SAMIR et SCP (Société Chérifienne de Pétrole).

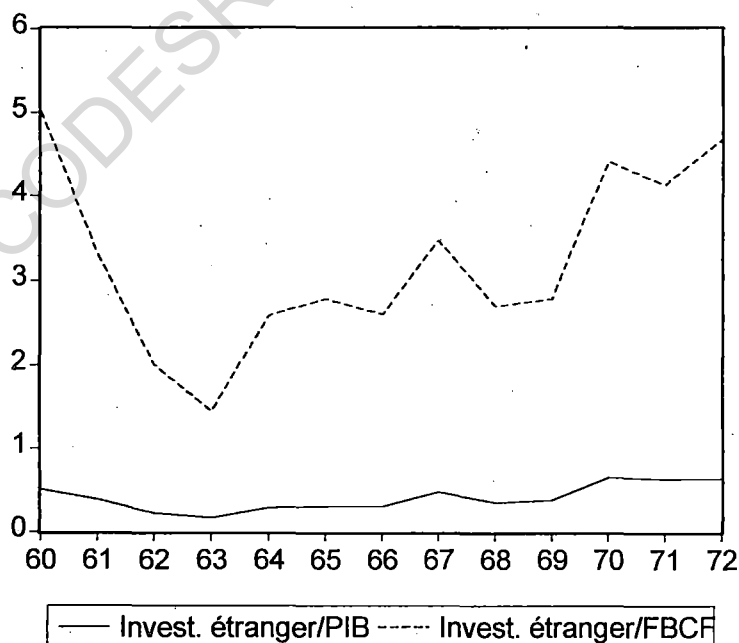
1.2.3. Evolution de l'investissement étranger

L'examen de la figure 12 montre clairement que la politique de promotion de l'investissement, en particulier le Code de 1960, n'a pas permis la relance de l'investissement étranger. Au contraire, on a assisté à une accélération du processus de fuite de capitaux, déclenché à l'aube de l'Indépendance. Cette hémorragie s'est poursuivie jusqu'en 1963. Un certain ajustement haussier a été par la suite enregistré, en raison notamment du retour progressif de la confiance des investisseurs étrangers. Entre 1963 et 1972, le taux d'investissement étranger (investissement étranger rapporté au PIB) a évolué à un taux annuel moyen de 15,8%.

Malgré cette forte variation, le niveau de l'investissement étranger est resté globalement faible. En 1972, il a représenté 0,64% du PIB contre seulement 0,17% en 1963. De même, en rapportant le volume de l'investissement étranger à la FBCF, on abouti également à un taux faible estimé à 1,45% en 1963 et 4,68% en 1972.

Figure 12

Evolution de l'investissement étranger au Maroc entre 1960 et 1972 (en % de la FBCF et du PIB)



Concernant les orientations sectorielles des investissements étrangers, la participation est prédominante dans les activités à caractère industriel. D'après Belal (1976), les investissements des entreprises privées, à capitaux strictement marocains, n'ont représenté que 27% du total des investissements agréés par la Commission des investissements en 1960, y compris les investissements des sociétés à participation publique¹. En 1970, la part du capital étranger dans les branches industrielles était encore élevé : 60% dans l'industrie mécanique et métallurgique, 50% dans le raffinage sucrier, 70% dans le papier et carton, 60% dans l'énergie et 30% dans les minoteries².

Trois catégories d'investisseurs d'origine étrangère ont été recensées au Maroc durant les années soixante³. La première était constituée de ressortissants étrangers présents au Maroc depuis le Protectorat et qui avaient décidé de ne pas quitter le pays qu'ils considéraient comme le leur. Cette catégorie d'investisseurs étrangers détenait généralement des exploitations agricoles ou des petites entreprises industrielles. La deuxième catégorie comprenait les grandes entreprises, datant elles-aussi du protectorat, mais ayant un poids économique important. Cette catégorie a rapidement compris que le maintien de son activité au Maroc devait passer par une plus grande ouverture sur le capital marocain. La dernière catégorie était composée d'investisseurs européens, arrivés pour la première fois au Maroc. Ces nouveaux investisseurs étaient à la recherche de la meilleure combinaison "rentabilité-sécurité".

2. La période du décollage économique raté : 1973-1982

2.1. Le contexte général

La période 1973-1982 marque une certaine rupture avec la période précédente. Cette rupture se manifeste à travers l'abandon de la politique de substitution aux importations au profit de la valorisation des exportations, la promulgation d'un code des investissements à caractère sectoriel, l'adoption de la politique de marocanisation et l'accomplissement de l'intégrité territoriale du Maroc. Pour ce qui est de la politique de planification, il paraît que les décideurs marocains n'avaient pas vraiment tiré les

¹ Belal A (1976), Op. Cit. p. 220

² Elharras M. L. (2001) "Attraction de l'investissement étranger et dynamique de l'économie marocaine", Imprimerie de Fédala, p. 95

³ Lamodière J. (1977) "L'évolution du droit des investissements étrangers au Maroc", CNRS, Aix-Marseille, pp. 21-24.

enseignements nécessaires de l'exécution des Plans précédents. Aussi, la distorsion du système des prix s'est considérablement amplifiée au cours des années soixante-dix.

2.1.1. La poursuite d'une politique de planification toujours hésitante

Les mêmes erreurs de planification constatées pendant la première période 1960-1972 ont été reproduites entre 1973-1982. Après l'échec, du moins partiel, du Plan volontariste 1973-1977, un Plan de correction et de stabilisation fut adopté (1978-1980). Au lieu de continuer sur la même voie, les planificateurs avaient à nouveau opté pour un programme ambitieux dans le cadre du Plan quinquennal 1981-1985. Cette dernière initiative était d'autant plus étonnante qu'elle avait coïncidé avec une conjoncture économique défavorable : sécheresse, tensions sociales ou encore crise financière.

Le Plan quinquennal 1973-1977 a été présenté comme un Plan de décollage (taux de croissance prévisionnel de 7,5% par an). Il s'est basé sur un modèle volontariste destiné à produire et à reproduire des structures productives capables de générer et d'entretenir la croissance économique par le dépassement de certains seuils¹. Tant par ses objectifs que par les moyens mis en œuvre, ce Plan avait fortement marqué l'évolution de l'économie marocaine dans les années soixante-dix. L'accélération de la croissance et l'instauration d'une véritable justice sociale ont été les principaux objectifs de ce Plan. Pour les atteindre, les planificateurs avaient proposé, entre autres, une politique d'investissement intensive. Le taux d'investissement devrait, au terme de la période quinquennale, dépasser le quart du PIB.

Quant aux orientations sectorielles, l'industrialisation est devenue, aux yeux des planificateurs, un impératif national. Cette idée marque un changement dans l'attitude de l'Etat vis-à-vis de l'industrie. L'Etat a été appelé à intervenir de manière plus décisive en tant que promoteur et entrepreneur, par le biais de *l'Office de Développement Industriel (ODI)*.

Cette nouvelle stratégie a pu être concrétisée et amplifiée grâce à la forte hausse du cours des phosphates intervenue en 1974, lequel cours a plus que quadruplé en une

¹ Elmalki H. (1989), "Trente ans d'économie marocaine", Editions du CNRS, p. 20

année, passant de 14\$ la tonne en 1973 à 63\$ en 1974)¹. Les objectifs du Plan en cours d'exécution furent révisés à la hausse en 1975 et les investissements du secteur public et semi public furent pratiquement triplés.

Le programme ambitieux d'investissement résultant de cette révision a été basé sur un financement aléatoire lié à une conjoncture internationale instable. Ce qui est étonnant, c'est que la révision à la hausse des objectifs a été réalisée à un moment où le retournement défavorable de la conjoncture internationale a été déjà déclenché : baisse des recettes des phosphates et augmentation du prix des biens d'équipement et des produits pétroliers.

Le Plan 1973-1977 s'est achevé dans des conditions difficiles : l'aggravation du chômage, la hausse généralisée des prix, la détérioration du solde de la balance commerciale ou encore l'augmentation du taux d'endettement. C'est dans ce contexte de crise qu'un Plan de transition et de réflexion a été élaboré. C'est le Plan triennal 1978-1980.

Ce nouveau Plan a marqué un temps d'arrêt. "C'est un Plan de stabilisation qui vise à consolider les acquis et à poursuivre l'action sociale dans le cadre d'une répartition plus équitable des fruits de la croissance"². Il rappelle à plusieurs égards celui de 1965-1967. Les similitudes ne sont pas négligeables : durée, croissance raisonnable et politique budgétaire restrictive. Bref, les deux Plans peuvent être qualifiés d'amortisseurs de chocs issus de l'exécution des Plans qui les ont précédés (Plan 1960-1964 et Plan 1973-1977).

Deux objectifs ont été assignés au Plan triennal 1978-1980 : la réduction du déficit de la balance des paiements courants et le maintien d'un niveau d'investissement susceptible d'assurer une croissance économique soutenue³. Quant au taux de croissance annuel, il a été estimé à 4,9%. Certes, il s'agit d'un taux inférieur à celui prévu par le Plan précédent, mais il reste relativement élevé pour un Plan de stabilisation.

¹ Oualalou F. (1980) "Propos d'économie marocaine", SMER, p.38.

² Hamdouch B. (1990) "Politiques de développement et d'ajustement au Maroc à l'épreuve de la crise", SMER, p. 37

³ Plan de développement économique et social 1978-1980, volume 1, p.136 à 138.

Le bilan du Plan triennal 1978-1980 a été globalement positif. Ainsi, l'écart entre le taux de croissance réalisé et le taux prévu n'a été que de 0,8% (4,1% contre 4,9%). De même, l'achèvement du bilan a marqué le retour aux équilibres fondamentaux. Le déficit budgétaire a nettement baissé, passant de 15,2% du PIB en 1977 à 10,3% du PIB en 1980. Le taux de couverture des importations par les exportations a progressé de 40,7% à 57,4% pour la même période¹. Toutefois, la situation était préoccupante pour la dette extérieure. L'encours de la dette extérieure rapporté au PIB est passé de 14% en 1974 à 28% en 1980. De même le service de la dette rapporté aux exportations totales a atteint le seuil de 30% alors qu'il n'était que de 10,7% en 1977.

Le Plan quinquennal 1981-1985 se voulait un Plan de relance. Il s'est situé dans une vision, à long terme, optant pour un modèle de croissance plus ambitieux. Le taux de croissance retenu s'élevait à 6,5% par an. En même temps, le Plan visait la poursuite de la recherche des équilibres fondamentaux, la réduction des disparités sociales et le développement régional. Quant aux orientations sectorielles, la priorité a été accordée à l'agriculture, suivie de l'industrie, la pêche et l'énergie. Par ailleurs, l'Etat a été appelé à renforcer son interventionnisme concernant l'infrastructure de base et les secteurs d'activité où l'initiative privée est défailante ou peu dynamique.

Les moyens préconisés pour mettre en œuvre les objectifs du Plan 1981-1985 relèvent de la manipulation monétaire (variation des taux d'intérêt) et financière (actions volontaristes sur les recettes et les dépenses publiques pour couvrir le besoin de financement du trésor). Mais dans la réalité, la structure générale du mode de financement ne connaîtra pas de changement majeur : le recours à l'étranger reste une constante.

Au début des années quatre-vingt, sous l'impulsion de plusieurs facteurs (sécheresse, erreurs de politiques économiques, chocs pétroliers, baisse du cours des phosphates, appréciation du dollar, hausse des taux d'intérêt sur le marché international), le Maroc allait connaître l'une des phases les plus dures de son histoire. La crise s'est manifestée à plusieurs niveaux : la détérioration des équilibres macroéconomiques, la

¹ Hamdouch B. (1990), Op. Cit. p. 68

dégradation de la balance des paiements, la flambée des prix et la naissance de tensions sociales.

S'agissant des équilibres macroéconomiques, la dette extérieure avait atteint un niveau préoccupant. Son encours rapporté au PIB est passé de 28% en 1980 à 96% en 1983. De même, le service de la dette rapporté aux exportations totales a atteint le seuil de 45,4% alors qu'il n'était que de 6,7% en 1975. Le problème est devenu tellement grave que le Maroc était dans l'incapacité d'honorer ses engagements vis-à-vis de ses créanciers.

Cette situation de cessation de paiement reflétait, entre autres, la détérioration de la position extérieure du Maroc. Les réserves de change avaient atteint un seuil alarmant ne dépassant pas un jour d'importations en 1983. Le déficit de la balance des paiements courants rapporté au PIB avait enregistré 12,5% en 1981 contre 3,1% en 1973. Quant à la balance commerciale, elle avait affiché un déficit structurel et le taux de couverture n'a guère dépassé les 48% en 1982.

Sur le Plan interne, le déficit budgétaire n'a cessé de s'amplifier passant de 2,8% en 1973 à 16,7% en 1981. Les dépenses publiques avaient progressé à un rythme rapide marquant la fin des politiques budgétaires prudentes suivies autrefois. De 18,2% du PIB en 1973, les dépenses publiques étaient passées à 38,4% en 1977. Pour ce qui est du niveau des prix, les tensions inflationnistes ont été fortes (12,5% en 1981). Plusieurs facteurs se sont conjugués pour expliquer cette flambée des prix : l'effet-sécheresse, la libéralisation des prix de certains produits industriels et la réduction des subventions aux produits de base.

Dans cette situation de crise, le Plan quinquennal 1981-1985 fut définitivement abandonné en 1983, ouvrant la voie à l'application du Programme d'Ajustement Structurel.

2.1.2. La mise en place de la loi sur la "marocanisation"

Avant 1973, les entreprises étrangères désireuses de s'installer au Maroc subissaient de multiples pressions, discrètes mais efficaces, afin d'admettre en leur sein des associés

marocains¹. Ces pressions étaient notamment exercées par des hauts fonctionnaires ou des personnes proches des centres de décision politique à leur profit ou à celui des membres de leurs familles.

En 1973, ces pressions allaient prendre force de loi avec l'institution de la "marocanisation". Elle consiste en l'obligation d'un contrôle d'au moins 50% du capital des entreprises opérant au Maroc par des personnes de nationalité marocaine. Officiellement, la "marocanisation" avait un but social et économique. Elle visait à corriger la répartition des revenus largement défavorable aux nationaux. Elle visait également à réduire le pouvoir des entreprises étrangères sur l'économie marocaine. *"Les marocains sont devenus capables d'agir et d'entreprendre des initiatives dans lesquelles ils ont subi quelques revers et réalisé de multiples succès ; leur compétence est devenue une réalité, ce qui va leur permettre d'agir efficacement dans le domaine des réalisations économiques sans de graves risques et d'échec"*².

En pratique, la "marocanisation" a joué un rôle considérable dans la promotion d'une nouvelle génération d'entrepreneurs issus non plus de couches sociales traditionnelles aisées mais de classes plus modestes. Ce sont généralement des personnes proches des centres de décision ou entretenant des relations politiques, économiques et familiales avec les décideurs chargés de la formulation et de la conduite de la politique économique.

N'ayant aucun sens des affaires, mais plutôt un comportement de rentier, la nouvelle élite n'avait pas réussi à relever le défi de l'entrepreneuriat. D'ailleurs, ce qui importait, ce n'était pas l'existence d'une élite d'entrepreneurs, mais sa transformation en une classe agissant sur le plan économique, dotée d'une culture d'entreprise et du goût du risque intervenant dans les secteurs productifs plutôt que dans des activités à profit immédiat. Dans le domaine de l'emploi, la "marocanisation" a amplifié les disparités en matière de recrutement et de salaires. Les modalités de recrutement dépendaient largement de considérations familiales, relationnelles et politiques. Dès lors, cette politique a eu pour effet de renforcer le caractère excluant du système socio-économique marocain.

¹ Lamoinière J. (1973) "Le droit des Investissements étrangers au Maroc", CRESM-Aix-Marseille

² Hassan II (1973) Discours du Roi Hassan II, in " *Inbiaath Ummah* ", Publications du Palais Royal.

2.1.3. La prédominance de l'industrie de promotion des exportations

Face aux défaillances qu'avait engendrées la stratégie de substitution aux importations, l'Etat marocain a déclaré officiellement, dans le cadre du Plan quinquennal de 1973-1977, sa décision d'opter pour une nouvelle stratégie industrielle d'inspiration libérale : l'industrie de promotion des exportations. Elle consiste en l'utilisation d'avantages particuliers (main d'œuvre bon marché, transformation de matières premières, zones franches, exonérations fiscales, etc.) pour installer une industrie tournée exclusivement vers le marché extérieur.

Fondée sur l'intégration dans la division internationale du travail, cette stratégie aurait pu constituer une bonne solution pour le pays. D'une part, la valorisation des exportations ne nécessitait aucune réforme structurelle, lesquelles réformes sont souvent douloureuses. D'autre part, la transformation des produits primaires rapportait une valeur ajoutée substantielle au profit du pays exportateur. Néanmoins, la mise en application de ce modèle de développement industriel s'est heurtée à de sérieux obstacles. Citons, à titre d'exemple, la politique protectionniste des pays importateurs et la faiblesse de la marge bénéficiaire due à la nécessité d'importer des intrants à prix, souvent élevés.

Pendant la période considérée 1973-1982, les pouvoirs publics marocains avaient accordé un intérêt particulier à trois types d'industrie : les industries de sous-traitance internationale (textile et cuir), les industries de valorisation des matières premières (en particulier les phosphates et produits dérivés) et les industries agroalimentaires.

2.1.4. La promulgation d'un Code des investissements à caractère sectoriel

Afin de répondre au souci des décideurs publics d'encourager l'initiative privée, jugée trop faible, un nouveau Code des investissements fut promulgué le 13 août 1973. Le nouveau code a marqué une relative rupture avec le Code de 1960. En premier lieu, Il ne s'agissait plus d'un code unique, mais plutôt d'un ensemble de textes traitant chacun d'un secteur particulier (cinq codes sectoriels et un code destiné à la promotion des exportations). En deuxième lieu, le nouveau code a introduit, pour la première fois, le principe de l'automaticité dans l'octroi de plein droit des avantages. Les dossiers d'investissement n'étaient plus subordonnés à l'étude et à l'accord préalable de la

Commission d'investissement. Seul suffisait le dépôt de formulaires auprès de l'administration de tutelle du secteur éligible à l'investissement. En troisième lieu, les avantages accordés par le Code de 1973 étaient plus nombreux et plus intéressants (cf. la liste de ces avantages au premier chapitre de la deuxième partie). En dernier lieu, les avantages étaient mieux hiérarchisés en fonction de l'éloignement du centre.

Par ailleurs, les entreprises ayant un programme d'investissement dont le montant est supérieur ou égal à 30 millions de dirhams ne pouvaient bénéficier, totalement ou partiellement, de tout ou partie des avantages prévus par le Code de 1973 que dans le cadre d'une convention avec l'Etat. Ce dernier pouvait, en outre, s'engager à accorder d'autres types d'avantages. Enfin, il y a lieu de souligner que le Code de 1973 s'inspirait d'une philosophie ultra-libérale. Cela peut paraître étonnant, si l'on sait que la promulgation de ce code avait coïncidé avec l'adoption de la loi sur la marocanisation.

2.1.5. La pratique d'une grande distorsion dans le système des prix

Au cours de la période considérée (1973-1982), le système des prix et de tarification souffrait d'une grande distorsion. Une telle distorsion s'est manifestée essentiellement à travers trois aspects : les prix des biens et services non monétaires, la valeur de la monnaie nationale et les taux d'intérêt.

Pour les biens et services non monétaires, il convient de relever qu'en vertu de la loi de 1971, les prix pouvaient être contrôlés par le gouvernement à n'importe quel stade de la commercialisation et sous n'importe quelle forme. De plus, les prix étaient contrôlés par le gouvernement central (liste A), par les gouverneurs des provinces (liste B) ou par les municipalités (liste C). Cette répartition dépendait en général de l'importance économique et sociale du produit ou service considéré. En vertu de la législation en vigueur, le contrôle pouvait s'exercer soit en fixant le prix de vente légal soit en contrôlant la marge bénéficiaire ou commerciale.

Une autre forme de contrôle des prix concernait la protection de la production industrielle nationale. A ce propos, le comportement du gouvernement marocain à l'époque était contradictoire. Le protectionnisme, dont l'objectif était de protéger la production nationale, conduisait en réalité à la hausse des prix et à la dégradation du

pouvoir d'achat des consommateurs. Le gouvernement n'hésitait pas à recourir au contrôle des prix intérieurs afin de sauvegarder ce pouvoir d'achat.

Pour ce qui est de la valeur de la monnaie nationale, le Maroc a opté à partir de 1973 pour le rattachement du dirham à un panier *ad hoc* de devises. L'objectif était d'éviter les fluctuations erratiques du taux de change pouvant ruiner l'évolution des exportations et des investissements. Le risque était d'autant plus élevé que les possibilités de couverture étaient à la fois limitées et chères. Ce nouveau système s'est soldé par la stabilité du taux de change effectif, alors que les taux de change bilatéraux avaient enregistré de fortes fluctuations.

Puisque le taux de change était considéré comme signe de stabilité économique, les autorités monétaires s'opposaient à tout ajustement de la valeur du dirham. Or, la politique monétaire expansionniste et les tensions inflationnistes, observées à l'époque, devraient en principe entraîner une dépréciation de la valeur du dirham. Mais, c'est le contraire qui s'est produit. Le taux de change avait accusé une surévaluation surtout en valeurs réelles et un désalignement de la parité. Les taux de désalignement de la parité entre 1973 et 1980 se sont chiffrés à 31,6 % du taux d'équilibre de la balance commerciale. Cette surévaluation a détérioré la compétitivité de l'économie marocaine en rendant les exportations plus chères et en décourageant aussi bien les transferts des MRE (Ressortissants Marocains à l'Étranger) que l'afflux des touristes.

Par ailleurs, la rigidité de la politique de change a aussi favorisé l'émergence d'un marché de change parallèle. Son développement était justifié par l'existence d'une marge de fluctuations qui dépendait de l'offre et de la demande de devises. Il était alimenté par différentes sources d'approvisionnement telles les recettes touristiques détournées, les transferts informels des MRE et la minoration ou majoration des facteurs d'exportation et d'importation. Ces ressources servaient à financer des besoins en devises émanant des circuits d'évasion (contrebande, dotations touristiques illégales, fuites de capitaux etc.).

Dans un pays où la stratégie d'industrialisation par promotion des exportations avait du mal à s'installer, la surévaluation de la monnaie nationale stimulait les

importations. Pour contrecarrer cet effet, les pouvoirs publics ont été appelés à utiliser l'arme de la protection commerciale à travers l'augmentation des droits de douane et des restrictions aux importations dont les licences obéissaient, généralement, à des considérations extra-économiques (considérations politiques et familiales).

S'agissant des taux d'intérêt, ils étaient directement contrôlés par les autorités monétaires. La distorsion, qui en a découlé, apparaissait surtout au niveau des conditions d'octroi des crédits. Ainsi, le système de taux bonifiés a été toujours maintenu en faveur de certains secteurs. C'est le cas du taux de mobilisation des créances sur l'étranger fixé à 3% et du taux de réescompte des effets représentatifs des crédits à moyen terme réescomptables (CMTR) porté de 3,625% à 4%. Il en va de même du taux de refinancement du papier commercial représentatif des avances consentis à certains organismes pour la commercialisation des céréales qui a été établi à 3,5%. De plus, il a été procédé en 1976 à l'application de l'encadrement des crédits afin d'en stopper l'expansion.

2.1.6. L'accomplissement de l'intégrité territoriale

Au-delà de sa portée géopolitique, le parachèvement progressif de l'unité territoriale (1975-1979) a eu, certainement, des répercussions considérables sur l'économie marocaine. Malgré le mutisme officiel sur le coût des opérations militaires, la guerre coûtait, selon des estimations de sources occidentales, 1 million de dollars par jour au début des années quatre-vingt, au moment où elle battait son plein (Dalle 1995). Outre les dépenses militaires, le Maroc a beaucoup investi dans cette région. Des milliers de logements, des équipements portuaires pour la pêche et d'autres infrastructures sociales sont parmi les réalisations les plus marquantes. Ces investissements ont été d'autant plus indispensables que la population estimée, en 1975, à 75.000 personnes n'a cessé d'augmenter.

Si beaucoup de ces investissements ont été rentables, d'autres ont coûté cher au Trésor marocain comme le maintien en activité de Phos-Boucraa (mine de phosphates héritée du colonialisme espagnol) qui faisait vivre des milliers de personnes. Pendant longtemps, la tonne de phosphate revenait au double de son prix de vente.

Les efforts déployés en direction des provinces sahariennes, à niveau de développement déplorable avant 1975, avaient contraint les autorités à puiser dans les caisses des contribuables (institution de la PSN) et à couper dans les dépenses de certains ministères à vocation sociale.

Certes le processus d'accomplissement de l'intégrité territoriale a contribué à la détérioration des finances publiques et à l'aggravation du déficit budgétaire, mais il a, aussi, contribué à l'accroissement de l'investissement public. Il a également contribué au renforcement de la légitimité du pouvoir par l'institution d'un consensus autour de la marocanité du Sahara.

2.2. Le comportement dynamique de l'investissement

2.2.1. Evolution de la FBCF et de ses composantes

Au cours de la période 1973-1982, la FBCF a enregistré une augmentation considérable. Elle est passée de 3471 millions de dirhams en 1973 à 25376 millions de dirhams en 1982, soit un taux d'accroissement annuel moyen de 24,74% ; chiffre deux fois supérieur à celui enregistré durant la période 1960-1972. Par rapport au PIB, l'investissement global est passé de 13,5% en 1973 à 27,3% en 1982. Mais, c'est au cours des années 1976 et 1977 que le taux d'investissement a atteint son niveau le plus élevé, 30% et 32% respectivement. A l'évidence, cette performance s'explique par la hausse du cours des phosphates, principale source de devises pour le Maroc, enregistrée en 1974. Cela s'est traduit par la révision à la hausse des objectifs du Plan 1973-1977. D'ailleurs, comme il ressort de la figure 13, la plus grande part de la FBCF a été le fait du secteur public. Par rapport aux prévisions du Plan quinquennal 1973-1977, le taux de réalisation de ce type d'investissement a largement dépassé le seuil de 100%.

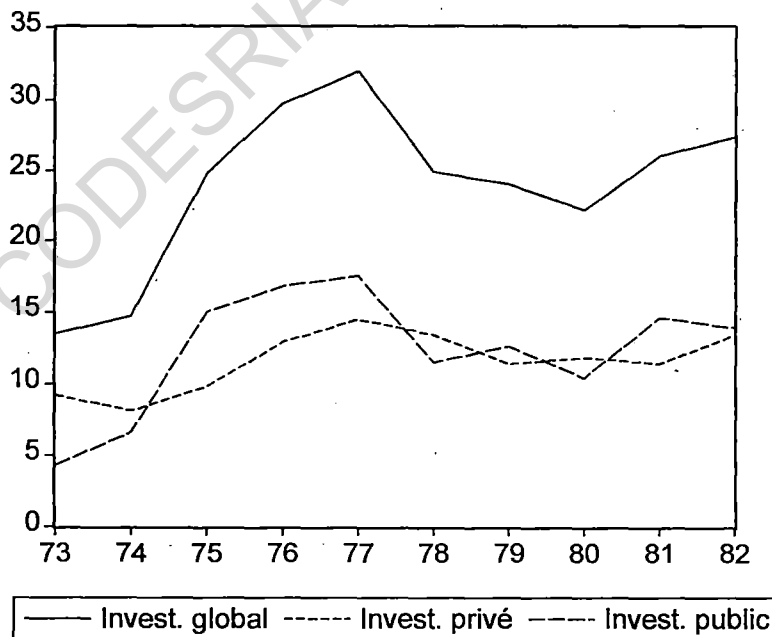
Malgré la chute du cours des phosphates, à partir de 1977, le Maroc a réussi à maintenir le taux d'investissement à un niveau acceptable. Cela s'explique essentiellement par le recours massif à l'endettement extérieur, notamment suite à la baisse du loyer de l'argent sur le marché mondial.

Par ailleurs, il convient de préciser que l'accroissement de l'investissement global n'a pas été soutenu par une mobilisation de l'épargne nationale. Le taux de cette épargne s'est situé à un niveau moyen de 16,79%, avec un record de 19,75%, atteint en 1975. Ces chiffres traduisent le caractère accidentel de la bonne performance de l'investissement enregistrée entre 1973 et 1977.

La figure 13 fait également ressortir une relative passivité dans le comportement dynamique de l'investissement privé. Entre 1973 et 1982, le taux d'investissement privé n'a évolué en moyenne que de 3,4%. Aussi faible soit-elle, cette performance ne pouvait être imputée qu'à l'effort d'investissement des entreprises publiques et semi-publiques, puisque, rappelons le, ce type d'investissement est considéré, au sens de la comptabilité nationale, comme investissement privé. Ce résultat n'est guère étonnant si nous le comparons à celui enregistré dans d'autres pays à niveau de développement similaire. A titre illustratif, au cours de la même période (1973-1982), le taux d'accroissement annuel moyen du taux d'investissement privé était de 3,8% en Tunisie et de moins 1,7% en Turquie¹.

Figure 13

**Evolution de l'investissement global au Maroc
entre 1973 et 1982 (en % du PIB)**



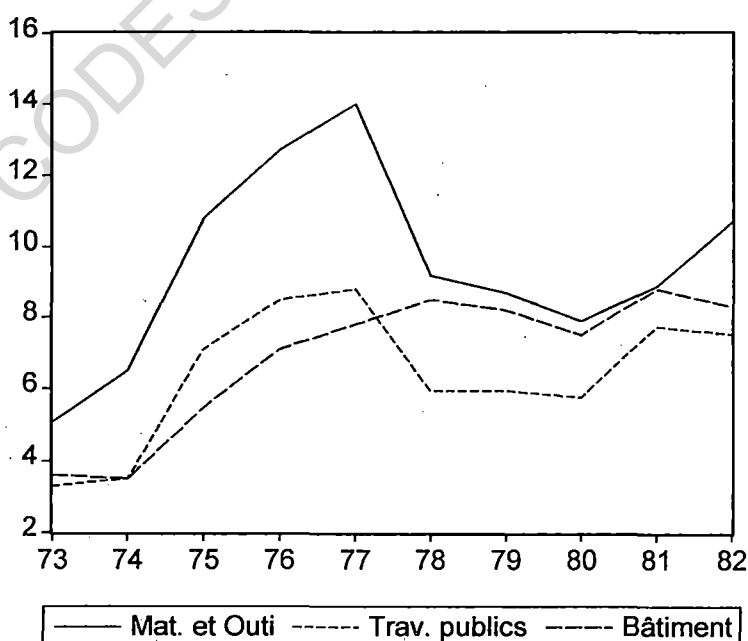
¹ La Banque Mondiale (2000), www.ifc.org/legal

Concernant la structure de la FBCF, il ressort de la figure 14 que, durant la période d'application du Plan quinquennal (1973-1977), toutes les composantes ont enregistré un bond spectaculaire. L'investissement en matériel et outillage est passé de 1316 millions de dirhams en 1973 à 7014 millions de dirhams en 1977, soit une augmentation annuelle moyenne de 433%. Sa part dans l'investissement global a également progressé de 6 points durant la même période (44% en 1977 contre 38% en 1973). Cette performance fut tributaire de l'accroissement considérable des dépenses publiques en matière d'équipement civil, consécutif à la hausse du cours de phosphates. A cela, il convient d'ajouter l'importation massive de biens d'équipement militaire pour la défense de l'intégrité territoriale du Maroc.

L'investissement en travaux publics a enregistré, pendant la même période (1973-1977) une variation positive de l'ordre de 425%, passant de 841 millions de dirhams à 4417 millions de dirhams. Quant à la part de cet investissement dans la FBCF, elle est passée de 24% à 28%. Ce résultat témoigne de l'effort considérable déployé par l'Etat en matière d'offre de biens publics, en particulier les infrastructures routière et hydraulique.

Figure 14

**Evolution des composantes de la FBCF au Maroc
entre 1973 et 1982 (en % du PIB)**



Enfin, l'investissement en bâtiment est passé de 925 millions de dirhams en 1973 à 3885 millions de dirhams en 1977, soit un coefficient multiplicateur de 4,2. Il s'agit là encore d'un résultat traduisant la volonté de l'Etat à faire du bâtiment un secteur-leader de l'économie nationale. L'objectif consistait, entre autres, à satisfaire une demande de logement de plus en plus croissante, dans un contexte caractérisé par une certaine amélioration du niveau de vie des ménages. Toutefois, malgré l'évolution considérable de l'investissement en bâtiment, sa part dans l'investissement global n'a pas vraiment suivi la même tendance. Au contraire, elle a régressé de 2,2 points passant de 26,6% en 1973 à 24,4% en 1977.

Suite au changement de la conjoncture (baisse du cours des phosphates accompagnée d'une forte hausse du cours de pétrole) entre 1977 et 1978, on a assisté à une baisse considérable de l'investissement en matériel et outillage (7014 millions de dirhams en 1978 contre 5098 millions de dirhams l'année précédente, soit une baisse de 27,37%) et de l'investissement en travaux publics (3282 millions de dirhams en 1978 contre 4417 millions de dirhams en 1977, soit une baisse de 25,69%). En revanche, la crise n'a pas touché l'investissement en bâtiment qui, après une progression remarquable entre 1973 et 1977, a enregistré une sorte de stagnation en termes relatifs (par apport au PIB) et une augmentation en termes absolus.

2.2.2. Evolution de l'investissement industriel

Après une certaine stagnation entre 1960 et 1972, l'investissement industriel a enregistré une forte progression entre 1973 et 1977. Ainsi, le nombre de dossiers d'investissements est passé de 143 à 669, soit une progression annuelle moyenne de 47%. En volume, ce type d'investissement a enregistré une progression annuelle moyenne record de 75%, passant de 487,4 millions de dirhams en 1973 à 2606,5 millions de dirhams en 1976. Ce résultat est d'autant plus frappant que le taux de réalisation avait atteint 93,5% en 1976 contre 49% seulement en 1973.

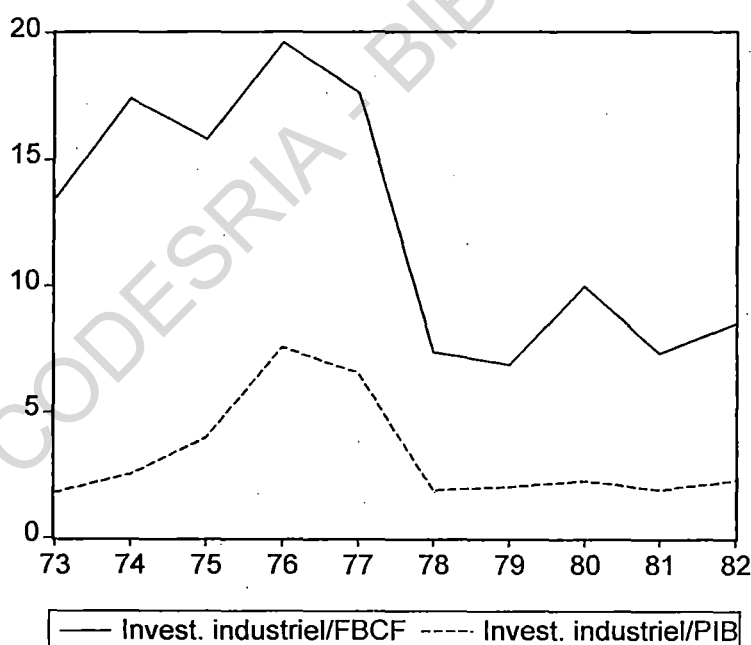
La figure 15 confirme ce premier constat. Ainsi, rapporté au PIB, le volume des investissements industriels agréés est passé de 1,8% en 1973 à 6,55% en 1977. De même, par rapport à l'investissement global, il avait atteint 17,63% en 1977 contre 13,45% seulement en 1973. Le pic enregistré en 1976 trouve son origine non pas dans

la hausse spectaculaire des investissements industriels, mais plutôt dans le niveau modéré du PIB et de la FBCF.

Par ailleurs, cette performance a coïncidé avec l'application du Plan quinquennal ambitieux :1973-1977. Elle s'explique naturellement par l'accroissement des recettes publiques, consécutives à la hausse du cours des phosphates. D'ailleurs, 40% des investissements réalisés entre 1973 et 1976 ont été le fait de 25 projets publics ou semi-publics. Parmi ces projets, il y a lieu de citer la création de Maroc phosphore I et II et du Ciments de l'Oriental (CIOR), ainsi que l'extension de la raffinerie SAMIR. Cette performance s'explique également par l'extension des avantages du Code de 1973 à des secteurs d'activités non encouragés dans le cadre du code de 1960 (travaux publics, boulangeries, etc.), ainsi que par l'automaticité dans l'octroi des avantages aux investisseurs.

Figure 15

Evolution de l'investissement industriel au Maroc entre 1973 et 1982 (en % de la FBCF et du PIB)



En 1978, les investissements industriels agréés ont considérablement chuté par rapport à l'année antérieure (moins 61,47%), avant d'accuser une relative stagnation durant les quatre dernières années du Code de 1973. Cette contre-performance se justifie par la très forte baisse de l'investissement public, qui est passé de 2783 millions de dirhams

en 1977 à 1580 millions de dirhams en 1978, soit une baisse annuelle moyenne de 43,22%.

La ventilation sectorielle de l'investissement industriel révèle un léger retournement de tendance par rapport à la période 1960-1972. En effet, les réalisations dans les secteurs traditionnels, en l'occurrence l'industrie de textile et cuir et l'industrie agroalimentaire, ont enregistré une baisse continue estimée respectivement à 34,32% et 15,4%. Le même sort a concerné les investissements réalisés dans le secteur métallique et métallurgique qui ont enregistré une baisse de 21,8%. Cette baisse, due en partie à l'accroissement du coût de la vie et la baisse des exportations, a été compensée par la progression remarquable des investissements dans le secteur chimique et para-chimique, estimée à 170,8%. En outre, la part de ce dernier type d'investissements dans l'investissement industriel global est passé à 54,55% en 1982 contre 16,67% pour le textile et cuir, 15,38% pour l'agroalimentaire et 13,40% pour l'industrie métallique et métallurgique.

Trois secteurs d'activités ont contribué à cette performance de l'industrie chimique et para-chimique : les phosphates et produits dérivés (Maroc Phosphore I et II), le raffinage (extension de SAMIR) et la cimenterie.

2.2.3. Evolution de l'investissement étranger

Au cours de la période 1973-1982, le volume de l'investissement étranger est passé de 85,8 millions de dirhams en 1973 à 838,1 millions de dirhams en 1982, soit une évolution annuelle moyenne d'environ 28,82%. Quant aux sorties de capitaux, la moyenne annuelle a atteint 190,27 millions de dirhams de 1973 à 1979 et 303,90 millions de 1980 à 1982. Ainsi se dégage clairement une tendance à la hausse du niveau des entrées de capitaux étrangers par rapport aux sorties.

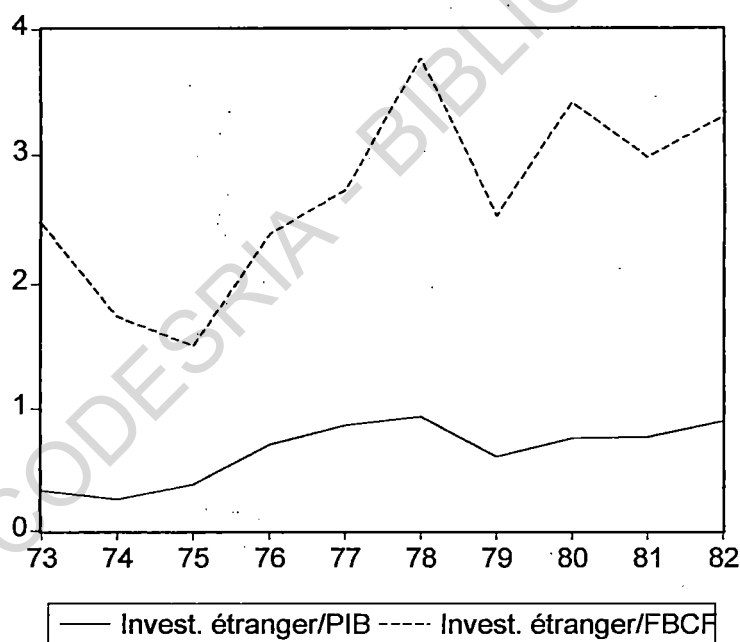
La figure 16 fait ressortir une faible contribution de l'investissement étranger aussi bien dans l'investissement global (FBCF), que dans le PIB. Ainsi, rapporté à la FBCF, l'investissement étranger n'a jamais franchi la barre des 4% entre 1973 et 1982. En outre, ce ratio a connu durant la période en question, des hauts et des bas. Il est passé de 2,47% en 1973 à 1,51% en 1975 avant de s'accroître rapidement pour atteindre son maximum (3,77%) en 1978. Après la baisse enregistrée en 1978, il a de nouveau

augmenté avant de se stabiliser à partir de 1980. Il convient de signaler que le pic de 1978 s'explique non seulement par l'accroissement du volume de l'investissement étranger, mais surtout par la baisse de l'investissement global (5098 millions de dirhams en 1978 contre 7014 millions de dirhams en 1977). Quant au creux observé en 1975, il peut être expliqué par la méfiance de certains opérateurs étrangers suite à la décision du Maroc de parachever son intégrité territoriale.

En rapportant l'investissement étranger au PIB, on constate que ce ratio se situe entre un minimum de 0,26% enregistré en 1974 et un maximum de 0,94% enregistré en 1978. Quant à sa tendance, elle est presque identique à celle du premier ratio, avec la particularité d'être plus régulière.

Figure 16

Evolution de l'investissement étranger au Maroc entre 1973 et 1982 (en % de la FBCF et du PIB)



S'agissant de la destination sectorielle des investissements étrangers, il ressort des statistiques officielles que la part de certaines activités a sensiblement diminué. C'est le cas des activités industrielles, minières et touristiques, dont la part est passée de 61% en 1973 à 38% en 1982. C'est le cas également du secteur des services (commerce, banque, assurance, etc.) dont la part est passée de 24% en 1973 à 8% en

1982. Seuls deux secteurs ont vu leur part sensiblement augmenter : l'immobilier et la pêche.

Quant à l'origine de ces investissements, les mêmes données statistiques font ressortir une certaine suprématie des pays européens, en particulier la France. Quoique sa part avait tendance à diminuer, passant de 56% en 1973 à 20% en 1982, la France a continué à occuper la première place. A partir de 1980, la part des pays arabes, en particulier le Koweït et l'Arabie Saoudite, a sensiblement augmenté (45% en 1982 contre 3% uniquement en 1973).

L'appréciation de l'investissement étranger par rapport aux politiques économiques poursuivies au cours de la période étudiée (1973-1982) fait apparaître deux remarques fondamentales. La première concerne la faible performance de ce type d'investissement eu égard à celle enregistrée dans d'autres pays à niveau de développement semblable. A ce niveau, signalons qu'en 1982, l'investissement étranger a représenté 4,18% du PIB en Tunisie contre 0,9% seulement au Maroc. Ce résultat témoigne de la faible attractivité du Maroc, en dépit de la mise en application du Code généreux de 1973 garantissant, entre autres, la liberté de transfert du capital et des dividendes. La deuxième remarque concerne l'effet de la politique de marocanisation sur l'évolution de l'investissement étranger. Certes l'afflux des capitaux étrangers était faible à l'époque, mais en tenant compte de son évolution depuis 1960, on se rend compte qu'il n'y a pas eu de retournement de tendance après l'entrée en vigueur de la marocanisation. Les étrangers se sont rapidement adaptés aux exigences du nouveau contexte, ce qui s'est traduit par l'apparition de nouvelles pratiques en matière de choix d'investissements. Parmi ces pratiques, il y a lieu de citer l'association entre capitaux marocains et étrangers et le drainage des investissements étrangers vers les activités non-marocanisables. L'association a été réalisée dans les grandes affaires. Quant aux petites, elles ont été dans leur quasi-totalité cédées aux marocains. L'ensemble du capital marocain dans les entreprises marocanisées s'est trouvé multiplié par 4,6 entre 1973 et 1975, passant de 92 millions de dirhams à 420 millions de dirhams¹.

¹ Elharras M. L. (2001), Op. Cit. p 102.

Pour ce qui est des bénéficiaires de la marocanisation, El Aoufi (1990) aboutit à la conclusion suivante : “la marocanisation a, en définitive, profité principalement aux fractions fortes de la bourgeoisie, c’est-à-dire, celles qui comme, la haute bureaucratie, possèdent l’appui de l’Etat, et celles qui, comme l’oligarchie financière, entretiennent des liens étroits avec le capital international. Elle a profité secondairement à la bourgeoisie dite nationale ou moyenne dans les lieux secondaires de l’accumulation”¹.

3. La période de la première génération de réformes : 1983-1993

3.1. Le contexte général

A partir de l’été 1983, le Maroc a entamé une série de réformes à caractère macroéconomique et structurel. Les premières visaient le rétablissement des équilibres internes et externes alors que les secondes avaient pour objectif l’instauration d’une économie orientée vers les règles de régulation par le marché. Parallèlement à ces réformes, il a été procédé à la révision des mesures d’incitation à l’investissement et des mécanismes régissant le système de planification.

3.1.1. L’instauration des réformes macroéconomiques

Selon le diagnostic du FMI, les déséquilibres internes et externes sont dûs à un excès de la demande domestique (consommation privée, consommation publique, investissement, etc.). De toute évidence, rétablir les équilibres globaux exige la maîtrise de cette demande, notamment par le biais de l’austérité budgétaire et de la rigueur monétaire.

S’agissant du premier point, le déficit budgétaire avait atteint des seuils alarmants au début des années quatre-vingt (16,7% en 1981). Une loi de finances rectificative adoptée en juillet 1983 avait constitué le point d’amorçage d’une politique d’austérité budgétaire de longue haleine visant à réduire un tel déficit. L’objectif assigné dans le cadre du PAS (Programme d’Ajustement Structurel) était d’atteindre un déficit budgétaire de 3% dans l’horizon d’une décennie. Pour cela, il fallait rationaliser les dépenses publiques et améliorer les ressources de l’Etat.

¹ El Aoufi N. (1990) “La marocanisation”, Les Editions Toubkal, p. 148.

Au niveau des dépenses publiques, plusieurs mesures ont été prises. Citons, à titre d'exemples, la limitation des recrutements dans la fonction publique et la poursuite de la politique de gel des salaires, la réduction progressive des dépenses de la caisse de compensation, la révision à la baisse des dépenses d'investissement, le contrôle et la réorganisation des entreprises étatiques en vue de rentabiliser leurs activités et enfin la remise en cause du principe de gratuité de certains services publics.

Concernant les recettes publiques, les actions de l'Etat marocain avaient touché deux aspects :

- la maximisation des recettes fiscales par un meilleur recouvrement et un élargissement de l'assiette des impôts existants et la restructuration du système de taxation (introduction de la Taxe sur la Valeur Ajoutée TVA et de l'Impôt Général sur le Revenu (IGR).
- l'augmentation des tarifs des services commercialisés par certaines entreprises publiques (eau, électricité, chemin de fer, etc.) en vue d'une meilleure adaptation des prix aux nouvelles réalités économiques.

Cette politique d'austérité budgétaire est apparue dès la promulgation de la loi des finances rectificative de juillet 1983. Du côté des dépenses publiques, deux principales mesures ont été proposées. Il s'agit de la suppression de 19000 postes budgétaires sur les 44000 prévus pour l'année 1983 et la réduction des moyens financiers de l'administration (dépenses de matériel et dépenses diverses). Concernant les recettes, les décisions prises ont touché certains aspects fiscaux. Il s'agit du renforcement de la *Participation à la Solidarité Nationale* (PSN), l'augmentation du taux de la taxe sur les produits de 17 à 19% et l'institution d'un droit de sortie sur les voyages à l'étranger (500 dirhams). Sur le plan du recouvrement des recettes, le gouvernement a instauré des mesures jugées nécessaires pour assurer le recouvrement de ses créances et pour combattre la fraude et l'évasion fiscales.

Les implications de cette politique d'austérité se sont faites ressentir au niveau de l'évolution des dépenses publiques. Celles-ci n'avaient enregistré qu'un taux de croissance annuel modeste de 7,5% entre 1983 et 1992 et elles avaient même affiché des valeurs négatives de 15% et 4% respectivement en 1983 et en 1987. Quant au

taux de progression de ces dépenses, il a été de 33% en moyenne pour la période 1973-1977. La part des dépenses publiques dans le PIB n'a cessé de se détériorer passant de 32% à 27,3% pour les mêmes périodes.

La rigueur monétaire peut être considérée comme une réaction naturelle à l'expansion monétaire des années soixante-dix qui a contribué à la détérioration de la position externe du Maroc et à l'amorçage de la spirale inflationniste. Cette politique a permis de réduire la pression sur la balance des paiements et les réserves de change, et de maîtriser les tensions inflationnistes. Les principales mesures entreprises s'articulaient autour de trois points :

- la pratique d'une politique monétaire restrictive : le taux de croissance monétaire devrait être maintenu à un niveau compatible avec le taux de croissance du revenu national ;
- la mise en œuvre d'une politique de taux d'intérêt basée sur une certaine flexibilité : la fixation d'un maximum pour les taux débiteurs et d'un minimum pour les taux créditeurs ;
- la révision à la hausse des emplois obligatoires : le plancher d'effets publics qui était fixé à 30% des exigibilités bancaires en 1982, a été porté à 35% à partir du 1^{er} avril 1985. De même, un portefeuille des bons de la Caisse Nationale du Crédit Agricole de 3,5% a été institué en 1981 pour drainer les ressources financières bon marché vers le secteur agricole).

Ayant un caractère transitoire, ces mesures avaient comme principal objectif de procurer les fonds nécessaires au trésor public pour alléger le déficit budgétaire qui n'a cessé de s'accroître depuis le début des années quatre-vingt.

D'un autre côté, la surévaluation du dirham pendant les années soixante-dix et le début des années quatre-vingt a contribué à la détérioration de la balance des paiements courants et à la dégradation de la compétitivité des produits marocains sur les marchés mondiaux. Pour contrecarrer cette situation, une série de dévaluations s'est enchaînée entre 1983 et 1990. C'est ainsi que le dirham a subi une dévaluation de 15% en 1983, puis 14% en 1985, puis encore 10% en 1990. Il en a résulté une dévaluation nominale

avoisinant les 100% entre 1979 et 1993 et une baisse de la valeur réelle du dirham de 43% pour la même période.

3.1.2. L'initiation des réformes structurelles

Pour accompagner les efforts entrepris en matière de réformes macroéconomiques, plusieurs réformes structurelles ont été mise en œuvre. Ces réformes ont été supervisées par la Banque Mondiale qui en avait suivi l'exécution et assuré le soutien financier.

Au cours de la période 1983-1993, les réformes les plus marquées ont touché le commerce extérieur, les entreprises publiques, le système des prix et le système fiscal. C'est ainsi qu'au niveau du commerce extérieur, et suite aux recommandations des institutions financières internationales, une série de mesures a été mise en place pour libéraliser le secteur et favoriser une meilleure allocation des ressources. La structure du programme général d'importation a été modifiée dès l'adoption du PAS en renforçant davantage les listes des produits libres à l'importation (liste A) ou soumis à autorisation (liste B). La liste des produits prohibés à l'importation a été définitivement supprimée en 1986. A partir de 1992, il a été procédé à la constitution d'une liste unique de produits soumis à autorisation. Cette liste ne contenait à l'époque que 9,6% des produits importés au lieu de 57% en 1982.

Ce processus de libéralisation a été accompagné d'un réajustement des droits de douane. Le taux plafond de 400% appliqué en 1984 a été ramené, après une série d'ajustements, à 35% à la fin de 1992. Les restrictions quantitatives ont été remplacées par des mesures de sauvegarde. Bien que libérés à l'importation, certains produits devraient continuer à être soumis à des autorisations spéciales (bananes, céréales, etc.). Le manque à gagner en matière de rentrées fiscales a été partiellement compensé par l'élargissement de l'assiette imposable et la création d'impôts complémentaires tel le prélèvement fiscal à l'importation et le prélèvement.

Outre la libéralisation progressive du commerce extérieur, le Maroc s'est lancé dans un vaste programme de restructuration des entreprises publiques. Les principales actions entreprises durant la période étudiée (1983-1993) ont été les suivantes :

- la réduction des transferts de l'Etat aux entreprises publiques ainsi que la hausse de leurs tarifs ;
- la préparation d'un inventaire et d'un plan d'apurement des arriérés de paiement du secteur public ;
- la mise en œuvre d'opérations de restructuration dans certains secteurs (transports et mines) ;
- l'adoption, en 1987, d'un programme de rationalisation de la gestion des relations Etats-entreprises publiques ;
- L'adoption par le Parlement, le 11 décembre 1989, de la loi sur la privatisation. Néanmoins son application ne démarrera que trois ans plus tard.

Le troisième volet de la réforme structurelle a concerné la déréglementation des prix. Bien que le principe du contrôle au niveau des biens et services n'a pas été totalement abandonné, des ajustements automatiques des prix sans autorisation préalable furent instaurés. Dans certains cas, il s'agissait d'une sorte "d'accords de modération" entre le secteur considéré et le gouvernement qui fixait chaque année le montant maximum des augmentations. Dans d'autres cas, les ajustements automatiques s'opéraient en fonction de l'augmentation des coûts de facteurs de production. Au total, entre 1982 et 1985, la libéralisation a porté sur environ la moitié des produits réglementés considérés dans les indices des prix à la consommation et de gros (172 catégories de produits)¹.

S'agissant du loyer de l'argent, suite à un processus d'ajustement qui a duré sept ans (entre 1983 et 1990), il a été procédé à libéralisation quasi-totale des taux créditeurs. Seuls les taux appliqués aux comptes sur carnet et aux bons à échéance de trois mois demeurent fixés par la Banque Centrale. Quant aux taux débiteurs, ils n'ont été libéralisés que partiellement, en particulier pour les crédits d'une durée supérieure à deux ans. Par ailleurs, et afin de stimuler la concurrence interbancaire, l'encadrement des crédits a été définitivement levé à partir du 1^{er} janvier 1991.

¹ Rapport de la Banque mondiale n° 11557-MOR, 1993, annexe 2, p.6

Le dernier aspect de la réforme structurelle a touché la modernisation du système fiscal. Les réformateurs étaient partis du constat selon lequel le système en vigueur au début des années quatre-vingt était devenu de plus en plus complexe, disparate et régressif. Pour y remédier, une large réforme a été initiée, puis graduellement appliquée. Parmi les objectifs recherchés, citons la recherche d'une plus grande cohérence fiscale, la réduction de la pression fiscale, l'élargissement de l'assiette, la réduction du nombre d'impôts et taxes, la lutte contre la fraude et la modernisation de l'administration fiscale.

La loi-cadre de la réforme fiscale fut votée et adoptée par le Parlement en 1982 et promulguée seulement en 1984. Cette loi s'est limitée à tracer les contours de trois principaux impôts appelés à se substituer aux impôts déjà existants. Il s'agit de la TVA, l'IS et l'IGR

La TVA marocaine matérialise la fusion de deux précédentes taxes sur le chiffre d'affaires (la taxe sur les produits et la taxe sur les services). Elle a été adoptée en avril 1986 et son champ d'application s'est étendu à toutes les activités de nature industrielle et commerciale, les taux d'imposition ont été aménagés et l'administration de la taxe a été réformée (Akesbi, 1993). Cette importante refonte du système fiscal a doté le Maroc de taxes à la consommation plus efficaces, plus neutres et d'un meilleur rendement. Quant à l'IS et l'IGR, ils ont été adoptés respectivement en 1987 et 1990 en remplacement de l'Impôt sur les Bénéfices Professionnels (IBP) qui imposait indifféremment les revenus des personnes morales et physiques. L'institution de ces deux impôts traduit une volonté de synthèse, de simplification et d'harmonisation de la fiscalité directe.

3.1.3. Le réajustement des mesures d'encouragement aux investissements

Entre 1983 et 1988, le Maroc a promulgué une série de Codes d'investissements. Ils se situaient dans la droite ligne de ceux institués en 1973. Outre son caractère libéral, le nouveau dispositif reconduisait pratiquement les mêmes principes et les mêmes avantages. Seuls les critères d'affectation de ces avantages avaient subi un réajustement. Au total, cinq critères ont été retenus : le secteur d'activité, la taille des

entreprises, la nature du programme d'investissement (création ou extension), le nombre d'emplois créés et l'emplacement géographique.

Parmi tous ces critères, l'emplacement géographique a été certainement le plus important. Le pays a été découpé en quatre zones, économiquement homogènes. Chaque zone était constituée de provinces et préfectures ayant un niveau de développement comparable. Les avantages ont été hiérarchisés en fonction du niveau de développement de la zone d'implantation. A titre d'illustration, les préfectures et provinces regroupées dans la zone IV furent considérées "officiellement" comme nécessitant un traitement de faveur. Elles bénéficiaient alors des meilleurs avantages, en matière de promotion des investissements, comparativement aux autres préfectures et provinces formant les zones I, II et III.

Cette modulation des avantages en fonction des zones géographiques traduit une certaine volonté des autorités publiques à promouvoir la décentralisation des activités productives dans le pays.

Par ailleurs, l'appel aux capitaux étrangers a été à nouveau sollicité au moyen de deux mesures complémentaires : le renforcement des garanties de transfert des bénéfices et l'abrogation de la "marocanisation". Cette dernière condition n'est plus exigée pour bénéficier des avantages prévus par les codes des investissements¹.

Signalons enfin que les codes de 1983 prévoyaient l'obligation pour les investisseurs dont le montant d'investissement dépasse un certain seuil minimum de conclure une convention avec l'Etat. Ce seuil a été fixé à 50 millions de dirhams contre 30 millions dans le cadre du Code de 1973.

3.1.4. La redéfinition d'un nouveau système de planification

Après l'abandon du Plan quinquennal 1981-1985, le Maroc a vécu une période de quatre ans et demi sans Plan (de juin 1983 à 1987). Pendant toute cette période la notion de "Plan" s'est éclip­sée, cédant ainsi la place à la notion "d'ajustement", qui allait devenir le maître-mot de la nouvelle situation.

¹ La loi sur la marocanisation fut officiellement abrogée en 1989.

Cette période transitoire a été une occasion de réflexion sur les raisons de l'échec du système de planification. Les anciens Plans ont, en effet, échoué pour quatre raisons: le déphasage avec les mutations de l'environnement international, le manque de liaison entre le Plan et le Budget de l'Etat, l'absence de concertation et de dialogue entre les différents opérateurs économiques et sociaux et enfin l'absence d'un cadre de suivi annuel des réalisations du Plan.

A ces lacunes s'ajoute une forte centralisation dans la prise de décision au niveau de la programmation, la réalisation et la gestion de projets. Les acteurs économiques et sociaux n'avaient plus confiance dans le système de planification. Pour la rétablir, une nouvelle stratégie fut adoptée. Elle est basée sur le tracé d'un simple itinéraire d'objectifs à atteindre, mais sans effet sur les décisions économiques et financières qui restaient subordonnées à la logique du PAS.

Dans ce contexte, et parallèlement à l'exécution du PAS, le Maroc a adopté le Plan quinquennal 1988-1992. Contrairement aux Plans précédents qui visaient tantôt la relance tantôt la stabilisation, le nouveau Plan se voulait un simple programme d'orientation.

Les auteurs du Plan se sont fixés comme objectif un taux de croissance raisonnable estimé à 4%. Pour l'atteindre, l'accent a été fortement mis sur la mobilisation maximale des ressources financières et la rationalisation de leur affectation.

Au niveau de la mobilisation des ressources financières, le taux d'épargne intérieure a été appelé à gagner 3,5 points pour se fixer à 16,5% en 1992, contre 13% seulement en 1987. Deux instruments ont été préconisées : la réforme du secteur financier et la révision à la baisse des dépenses publiques de consommation. En même temps, il a été prévu la poursuite de la recherche d'emprunts intérieurs et extérieurs à des conditions favorables.

Concernant la rationalisation de l'affectation des ressources mobilisées, les auteurs du Plan avaient retenu trois priorités :

- l'instauration du critère de sélectivité dans le financement des investissements publics. Il a été ainsi prévu un choix plus rigoureux des projets d'infrastructure économique et sociale.
- la libéralisation progressive de l'économie marocaine sous réserve de préserver les intérêts du pays et tenir compte de son environnement économique et social.
- la poursuite de la réforme du secteur public afin de garantir une meilleure cohérence de l'intervention de l'Etat grâce à une redéfinition du rôle des entreprises publiques et une bonne maîtrise de leur développement.

Par ailleurs, au niveau des équilibres fondamentaux, les auteurs du nouveau Plan se sont fixés comme objectif la réduction du déficit budgétaire et du déficit de la balance des opérations courantes. Au niveau du budget, le but consistait à ramener le déficit à 3,2% du PIB. Pour cela, il a été prévu une limitation du rythme de progression des dépenses publiques, assortie d'une maximisation des recettes de l'Etat. Plus précisément, outre la sélectivité dans le choix des investissements publics, il s'agit de supprimer progressivement les subventions aux établissements publics et semi-publics et de créer un minimum d'emplois (15000 postes contre une moyenne de 45000 avant 1983). En même temps, il a été fait mention à la poursuite de la réforme fiscale, en particulier la mise en place de l'IGR.

En ce qui concerne la balance des opérations courantes, le Plan avait prévu un solde de 1,2% du PIB à l'horizon 1992. Pour cela, les exportations ont été appelées à croître à un rythme annuel moyen estimé 4,9% en volume. Le Plan avait également prévu la libéralisation progressive des régimes d'importations (élimination graduelle des restrictions quantitatives, réduction de la protection tarifaire et renforcement de la liste des produits libres à l'importation).

3.2. Le comportement dynamique de l'investissement

3.2.1. Evolution de la FBCF et de ses composantes

En dépit des exigences macroéconomiques et structurelles liées à l'application du Programme d'Ajustement Structurel, le volume de l'investissement global (FBCF) a été multiplié par 2,34 passant de 24233 millions de dirhams en 1983 à 56719 millions

de dirhams en 1993. Mais par rapport au PIB, la FBCF avait progressé à un rythme négatif (moins 0,67% en moyenne annuelle), passant de 24,4% à 22,8%. La figure 17 illustre clairement ce constat.

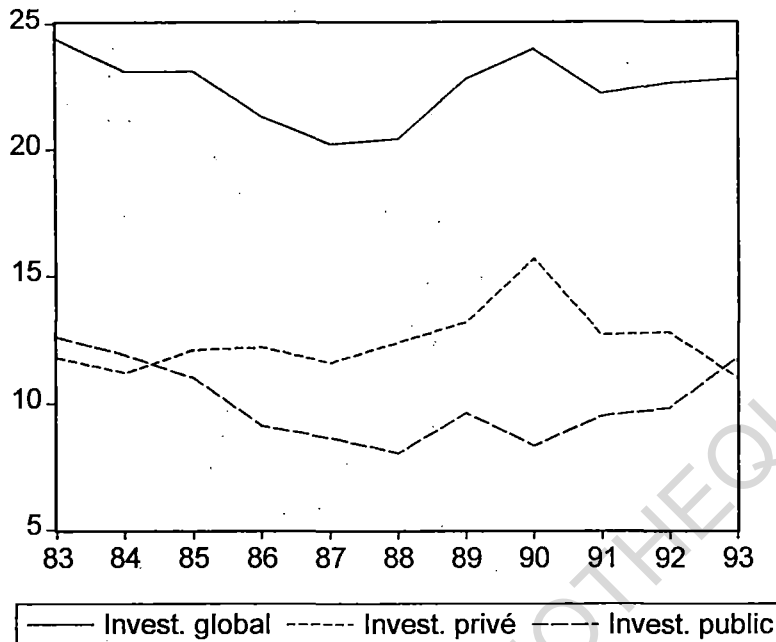
Cette variation négative s'explique par le fait que l'investissement global s'est accru de façon moins rapide que le PIB. En effet, le volume de la FBCF est passé de 24233 millions de dirhams en 1983 à 56719 millions de dirhams en 1993, soit une variation annuelle moyenne de 8,87%. Quant au PIB, il a enregistré une augmentation annuelle moyenne de l'ordre de 9,65%. La faible variation de la FBCF est concomitante à la quasi-stagnation du taux d'épargne nationale qui n'a varié en moyenne que 0,77% par an, mais surtout au déclin continu des investissements de l'Administration publique.

Comme le montre la figure 17, la tendance de l'investissement public durant la période 1983-1993 était globalement descendante. Cette baisse a coïncidé avec l'application PAS, caractérisé par l'adoption d'une austérité budgétaire et la rationalisation des dépenses des entreprises publiques. Parallèlement, un programme d'amélioration de l'efficacité des investissements publics et d'identification des projets qui y répondent a été lancé. Ce programme était basé sur trois critères : un faible degré capitalistique, une rentabilité immédiate et un effet net positif sur la balance des paiements. Cela explique, en partie, le désengagement progressif de l'Etat de certains secteurs à caractère sociaux (santé, éducation, etc.). A partir de 1990, on a assisté à un retour progressif de l'Etat comme opérateur économique. Néanmoins, ce retour s'inscrit dans le cadre d'une nouvelle approche qui vise non pas à concurrencer ou à se substituer au secteur privé, mais plutôt à lui préparer les meilleures conditions en matière d'investissements.

Quant au taux d'investissement privé, il avait, certes, enregistré une hausse durant la période 1983-1990, mais cette hausse s'explique davantage par la baisse progressive de la part de l'investissement public, que par la dynamique du secteur privé. D'ailleurs les conditions économiques générales étaient globalement difficiles au cours de la décennie quatre-vingt, ce qui ne permettait pas l'épanouissement d'un secteur privé dynamique et capable de se substituer au désengagement progressif de l'Etat.

Figure 17

**Evolution de l'investissement global au Maroc
entre 1983 et 1993 (en % du PIB)**



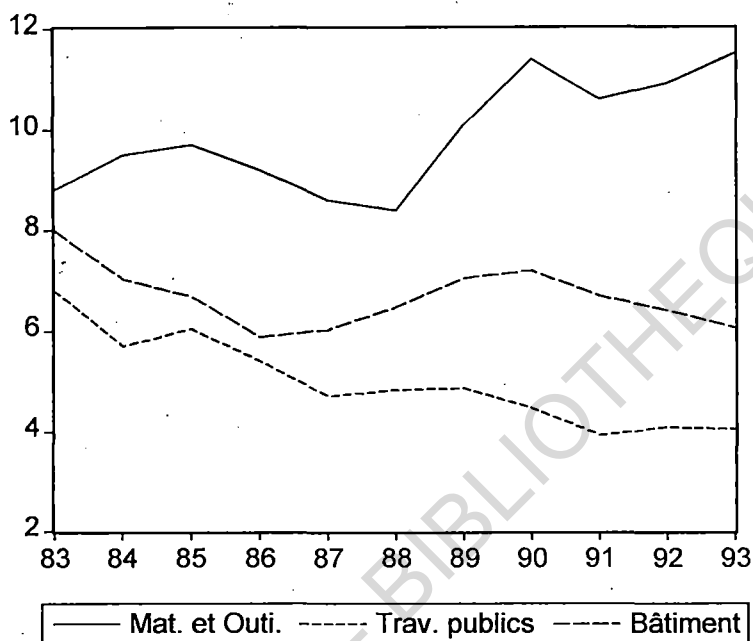
La ventilation sectorielle de la FBCF laisse apparaître, d'une année à l'autre, une croissance rapide au niveau des acquisitions en matériel et outillage. En effet, avec un montant moyen de 18140,72 millions de dirhams, ce type d'investissement a enregistré durant la période 1983-1993 une augmentation annuelle moyenne de l'ordre de 12,71%. Quant à sa part dans l'investissement global, elle a également évolué rapidement, passant de 35,87% en 1983 à 50,71% en 1993. Ces chiffres traduisent les efforts soutenus de rénovation et d'extension des équipements réalisés par les entreprises pour améliorer leur compétitivité et faire face à l'ouverture croissante de l'économie marocaine sur l'extérieur.

Les investissements dans le secteur du bâtiment et dans le secteur des travaux publics ont enregistré une croissance positive moins importante que le matériel et outillage. C'est ainsi, que les réalisations dans le bâtiment ont doublé entre 1983 et 1993, passant de 7918 millions de dirhams à 15123 millions de dirhams. Quant aux réalisations dans les travaux publics, elles n'ont évolué en moyenne que de 4,07% par an, passant de 6784 millions de dirhams en 1983 à 10099 millions de dirhams en 1993. Mais, en dépit de cette évolution, la part de ces deux types d'investissement dans la FBCF a sensiblement baissé, passant respectivement de 32,67% à 26,66% pour le bâtiment et

de 27,99% à 17,80% pour les travaux publics. La même remarque se dégage si l'on considère la part de chaque type d'investissement dans le PIB comme le démontre la figure 18.

Figure 18

**Evolution des composantes de la FBCF au Maroc
entre 1983 et 1993 (en % du PIB)**



3.2.2. Evolution de l'investissement industriel

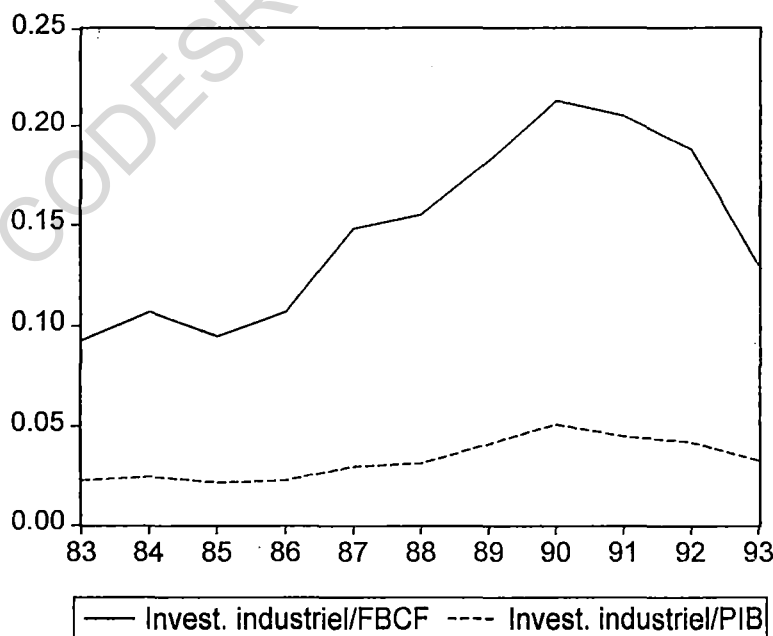
Au cours de la période d'ajustement structurel (1983-1993), l'évolution de l'investissement industriel était globalement ascendante, passant de 2265 millions de dirhams en 1983 à 6557 millions de dirhams en 1993, soit un coefficient multiplicateur d'environ 2,89. Ce trend haussier cache, néanmoins, un retournement de tendance observé au début des années quatre-vingt-dix. Ainsi, entre 1990 et 1993, l'investissement industriel a enregistré une baisse de l'ordre de 30,12%. Il paraît ainsi que l'entrée en vigueur du Code des investissements industriels de 1983 a suscité une mobilisation exceptionnelle des investisseurs curieux de découvrir concrètement les avantages prévus par le code. Or l'apprentissage progressif sur le terrain leur a permis de se rendre compte que les gains procurés par ces avantages n'étaient pas aussi intéressants qu'ils l'avaient cru initialement.

Le comportement dynamique de l'investissement industriel s'est répercuté naturellement sur l'évolution de sa part dans l'investissement global et dans le PIB (figure 19). Ainsi, après une baisse enregistrée à la fin des années quatre-vingt, la part de l'investissement industriel dans la FBCF a sensiblement augmenté entre 1982 et 1990, passant de 9,3% à 21,3%, puis elle a légèrement baissé au cours de années 1991 et 1992, avant d'atteindre 13% en 1993. La même remarque se dégage si l'on considère la part de l'investissement industriel dans le PIB. La figure 19 en est l'illustration. Evidemment, la variation est moins erratique dans ce dernier cas (2,28% comme minimum, observé en 1983 et 5,1% comme maximum, observé en 1990) en raison des valeurs très élevées du PIB comparées à celles de la FBCF.

La ventilation sectorielle des investissements industriels, laisse apparaître, d'une année à l'autre une croissance rapide des réalisations dans le secteur du textile et cuir (15,64% en moyenne), suivi de la chimie et para-chimie (15,34% en moyenne) et de l'agroalimentaire (6,28% en moyenne). En revanche, les investissements réalisés dans le secteur métallique et métallurgique et le secteur électrique et électronique n'ont évolué respectivement, en moyenne annuelle, que de 3,9% et 5,7%.

Figure 19

Evolution de l'investissement industriel au Maroc entre 1983 et 1993 (en % de la FBCF et du PIB)



Créée initialement dans la perspective de satisfaire la demande interne et constituant déjà, depuis le milieu des années soixante, un pôle privilégié de valorisation des ressources locales, l'industrie textile-cuir marocaine s'est réorientée dans la décennie quatre-vingt vers le marché international. Cette réorientation s'inscrit dans le cadre de la profonde transformation de la structure et des échanges des produits de la filière textile et cuir au niveau mondial. L'effort d'investissement, qui en a résulté, a été à l'origine d'une extension remarquable du parc de matériel existant, mais surtout de création de nouvelles unités. Ainsi, au cours de la période 1983-1993, le volume cumulé des investissements réalisés dans le secteur du textile et cuir a atteint 19,845 milliards de dirhams, soit le montant le plus élevé parmi les industries de transformations. En termes d'évolution, le montant des investissements est passé de 364 millions de dirhams en 1983 à 3583 millions de dirhams en 1990, soit un coefficient multiplicateur de 9,84. Cependant, malgré cette forte évolution, la part de ce type d'investissement dans l'investissement industriel global a connu des hauts et des bas, passant de 16,07% en 1983 à 45,98% en 1987, avant d'atteindre 23,73% en 1993.

Les investissements cumulés dans l'industrie chimique et para-chimique, sur la même période (1983-1993), ont atteint 19,756 milliards de dirhams. Environ la moitié de cette somme a été investie durant les trois premières années de la décennie quatre-vingt-dix. Cette dynamique est imputable essentiellement à la branche des matériaux de construction, en particulier les ciments et la branche des produits chimiques et para-chimiques. En revanche, les autres branches (bois, papiers, caoutchouc et plastique, etc.) n'ont enregistré qu'une faible variation. Par ailleurs, et contrairement au textile et cuir, la part des réalisations chimiques et para-chimiques dans l'investissement industriel global a enregistré une progression régulière, passant de 25,38% en 1983 à 36,54% en 1993. Rappelons qu'à partir de 1989, et suite à la chute brutale des exportations vers l'Inde, principal client du Maroc, les investissements réalisés en acide phosphorique ont connu un grand problème de rentabilité.

Attirés principalement par la demande interne, les investissements dans l'industrie agroalimentaire n'ont pas reçu la même importance que ceux réalisés dans le textile et cuir ou encore dans le secteur de la chimie et para-chimie. Leur montant cumulé entre

1983 et 1993 n'a pas dépassé 13,115 milliards de dirhams, soit 21,22% de la masse globale des investissements industriels. Cette moyenne cache néanmoins une certaine irrégularité dans le temps. De 43,31% enregistrée en 1983, la part de l'industrie agroalimentaire dans l'investissement industriel global est passée à 29,71% en 1986, puis à 31,71% en 1991 avant d'atteindre 27,52% en 1993. Alors que les investissements dans le secteur de la chimie et de la parachimie et dans le secteur du textile et cuir ont dépassé respectivement 3 et 4 milliards de dirhams en 1991, ceux réalisés dans l'agroalimentaire ont à peine atteint 1,3 milliards de dirhams. Il s'agit d'activités hétérogènes regroupant des produits diversifiés (tabac, boissons, conserves, sucre, farine, produits laitiers, etc.) et relevant principalement du secteur privé. La présence de l'Etat demeure concentrée dans deux activités stratégiques : les sucreries et le tabac.

Bien qu'elles constituaient un chaînon fondamental du développement industriel, les industries métalliques, mécaniques, électriques et électroniques n'ont pas réussi à attirer beaucoup d'investissements entre 1983 et 1993. Le montant cumulé de ces investissements n'ont pas dépassé 8,2 milliards de dirhams, soit 13% seulement de la masse globale des investissements industriels. De même, leur rythme d'évolution est resté globalement faible, soit 8,77% par an. En moyenne, sur la même période, 34% de l'effort d'équipement a été réalisé par les branches "ouvrages en métaux" contre 21% par la branche électrique et électronique et 19% par la branche du matériel de transport.

Signalons enfin qu'au cours de cette période d'analyse (1983-1993), le secteur industriel est resté dominé par les petites structures d'origine privée. S'il est difficile d'apprécier correctement l'impact de l'investissement public dans la croissance de l'industrie nationale durant la période étudiée (1983-1993), il faut néanmoins souligner l'importance de sa contribution à la couverture des besoins essentiels (sucre, lait, ciment, etc.), au redressement de la balance commerciale (engrais, acide) et à l'intégration du tissu industriel (filature, mécanique). Un autre aspect frappant est l'irrégularité constatée en matière de réalisation des investissements. Cette irrégularité témoigne de l'absence de visibilité et de stratégie claire de la part des opérateurs

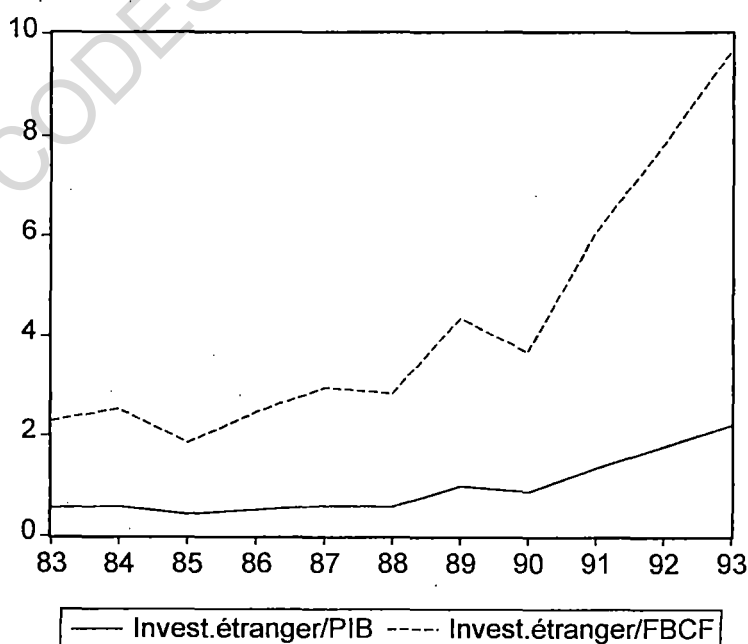
privés. Elle reflète également le poids élevé des facteurs exogènes dans la décision d'investir au Maroc (sécheresse, politique douanière, demande extérieure, etc.).

3.2.3. Evolution de l'investissement étranger

Entre 1983 et 1993, le volume de l'investissement étranger a été multiplié à peu près par 10, passant de 556 millions de dirhams à 5488 millions de dirhams. En rapportant l'investissement étranger à la FBCF, on s'aperçoit (figure 20) que ce ratio a sensiblement augmenté passant de 2,29% en 1983 à 9,68% en 1993, soit une variation annuelle moyenne de 15,51%. La même remarque se dégage en considérant le PIB. Ainsi, La valeur du ratio "investissement étranger sur le PIB" a enregistré durant la période 1983-1993 une variation annuelle moyenne de l'ordre de 14,66%, passant de 0,56% à 2,20%. Par ailleurs, la figure 20 fait apparaître deux phases distinctes. Au cours de la première, qui va de 1983 à 1989, l'investissement étranger a évolué de façon modérée. Quant à la seconde phase, qui inclut les trois premières années de la décennie quatre-vingt-dix, elle a été marquée par un fort afflux de capitaux étrangers. Environ 70% de la masse globale des investissements étrangers cumulés ont été réalisés au cours de cette deuxième phase.

Figure 20

Evolution de l'investissement étranger au Maroc entre 1983 et 1993 (en % de la FBCF et du PIB)



La forte présence du capital étranger au début des années quatre-vingt-dix est, en partie, la conséquence de l'augmentation sensible des investissements directs étrangers dans tous les pays en développement entre 1991 et 1993. Mais, elle a été aussi favorisée par le fait que le Maroc, au début des années quatre-vingt-dix, avait pris certaines mesures spécifiques à la promotion de ce type d'investissement. Parmi ces mesures, citons la convertibilité des comptes courants, la possibilité de rapatrier l'intégralité des bénéfices et des dividendes sans autorisation préalable. A cela s'ajoutent la levée de toute restriction quant à l'emploi du personnel étranger, l'abolition de tout contrôle sur les accords de licence, de marque, de gestion et d'assistance technique, la conclusion de conventions de non-double imposition avec les pays d'origine des capitaux investis et l'abrogation de la loi sur la marocanisation.

En matière d'orientation sectorielle des flux des investissements étrangers au Maroc, il ressort des données publiées par l'Office des Changes la suprématie des réalisations industrielles et immobilières. En effet, les investissements étrangers cumulés dans le secteur industriel ont atteint 4758,8 millions de dirhams contre 3316 millions de dirhams pour le secteur immobilier. Néanmoins, la part du secteur industriel dans la masse globale des investissements étrangers a enregistré une baisse sensible durant ladite période, passant de 34,87% en 1983 à 26,26% en 1991 pour atteindre 22,94% en 1993. En revanche, celle du secteur immobilier a enregistré une augmentation modérée entre 1983 et 1988 (27,84% en 1983 et 31,65% en 1988), avant de subir une chute considérable au début des années quatre-vingt-dix (7,77% en 1992 et 6,72% en 1993). La place cédée par ces deux secteurs traditionnels a été progressivement occupée par de nouvelles activités, en particulier le *holding*, la banque, le tourisme et le commerce. Mais c'est surtout la part étrangère dans les investissements bancaires qui a connu la plus forte progression, passant de 5,57% en 1983 à 27,84% en 1993.

Entre 1983 et 1993, à peu près 25% des investissements étrangers étaient français. Ce résultat traduit une inertie traditionnelle fondée sur de forts réseaux franco-marocains. Les entrepreneurs marocains préféraient se retourner d'abord vers leurs homologues français lorsqu'ils cherchaient des partenaires étrangers. Cette inertie a été renforcée par l'utilisation quasi-générale de normes et de conditions fondées sur les systèmes français, surtout en ce qui concerne les marchés publics et le système comptable. Les

investissements d'origine arabe (Arabie Saoudite et Emirats Arabe Unis) ont également accusé un accroissement soutenu durant ladite période, passant de 154,4 millions de dirhams en 1983 à 626,9 millions de dirhams en 1993, soit une augmentation annuelle moyenne de 15,04%. Ces investissements se sont orientés particulièrement vers l'immobilier, le tourisme et le secteur financier. Enfin, le début des années quatre-vingt-dix a connu l'émergence de nouveaux partenaires. C'est le cas de la Grande Bretagne, dont le montant des investissements réalisés a atteint 1074 millions de dirhams en 1993 contre 5,6 millions de dirhams seulement en 1983. C'est aussi le cas de l'Espagne et de la Suisse.

4. La période de la seconde génération de réformes : depuis 1994

4.1. Le contexte général

Pour parachever et accompagner le processus de restructuration de l'économie marocaine, entamé en 1983, le Maroc s'est lancé dans une nouvelle phase de réformes dites de "seconde génération". Le but était de créer les conditions favorables à l'émergence d'une économie de marché, d'assainir le paysage politique et social, et d'asseoir les règles d'une bonne gouvernance.

4.1.1. Le transfert des mesures incitatives dans le Droit commun

Par souci d'atténuer les distorsions nées de l'application des anciens codes des investissements, le Maroc a promulgué en 1995 un nouveau cadre juridique d'incitation à l'investissement. Il s'agit de la Charte de l'investissement qui a intégré les avantages accordés à l'investissement dans le Droit commun et aligné le traitement incitatif des entreprises publiques sur celui des entreprises privées. Elle comprend un dispositif fiscal moins généreux, moins complexe et surtout raisonnable.

En fait, les acteurs de la réforme avaient le choix entre deux méthodes de travail : le regroupement des avantages contenus dans les anciens Codes en un seul avec une petite modification des dispositions ou la refonte globale du système d'incitation à l'investissement. C'est cette seconde voie qui a été finalement choisie, fixant comme objectifs : simplicité, cohérence et transparence. La simplicité permet à l'investisseur de mieux comprendre la législation et surtout d'avoir des repères de comparaison.

Quant à la cohérence, il se manifeste à travers l'inscription du nouvel dispositif dans l'environnement juridique du pays. Enfin, la transparence doit permettre de clarifier le statut de l'investisseur et de définir de façon précise les avantages accordés.

Signalons au passage que l'essentiel du contenu de la Charte de l'investissement a déjà fait l'objet d'une description dans le cadre du premier chapitre de la deuxième partie. Précisons, pour compléter, que les décrets d'application de certains articles de ladite charte, en particulier les Articles 17 et 19 n'ont été adoptés qu'en novembre 2000, soit cinq ans après sa promulgation. D'autres articles attendent toujours de voir le jour.

Pour compléter l'arsenal juridique contenu dans la Charte de l'investissement et en raison des spécificités des PME et surtout leur poids dans le tissu productif marocain, le législateur leur a réservé un traitement préférentiel. Depuis 2000, il a été procédé à la promulgation de la loi n° 53-00 formant la Charte de la petite et moyenne entreprise. Cette Charte définit le cadre institutionnel de la PME ainsi que les mesures d'ordres financier, foncier et administratif dont ces entités peuvent éventuellement bénéficier.

S'agissant du cadre institutionnel, la charte prévoit la création de deux instances chargées d'encadrer et de venir en aide aux PME : l'Agence Nationale pour la Promotion de la PME qui est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière et les associations de soutien à la PME.

Au niveau des mesures d'encouragement, l'Article 22 de ladite Charte stipule que les PME peuvent bénéficier d'une prise en charge par l'Etat d'une partie des dépenses afférentes aux prestations de services qui leur sont rendues en matière d'information, de conseil, d'assistance technique, d'expertise et de formation en gestion. L'Etat peut également prendre en charge une partie des dépenses liées à l'aménagement, par les promoteurs, de terrains et locaux professionnels destinés aux PME, ainsi qu'à la création de pépinières d'entreprises et de parcs technologiques en vue d'accueillir les PME innovantes ou utilisant des technologies avancées. Les taux de cette prise en charge peuvent varier selon les zones définies ou à définir dans le cadre de la législation et la réglementation relatives à l'aménagement du territoire.

Pour faciliter le financement des PME, il est prévu la création de nouveaux organismes financiers, en particulier les fonds collectifs d'investissement en capital, les sociétés d'investissement en capital et les sociétés régionales de financement des PME.

4.1.2. La poursuite des réformes structurelles

Bien que le PAS se soit officiellement achevé en 1993, le processus de réformes structurelles ne s'est pas arrêté. Au contraire, il s'est poursuivi à un rythme plus accéléré. Le chantier s'est élargi à d'autres secteurs stratégiques, en particulier, la privatisation, le système fiscal, le système financier et l'environnement juridique de l'entreprise.

Votée en 1989, la loi sur la privatisation n'a été appliquée qu'à partir de 1993. Les objectifs officiels de cette loi peuvent être regroupés en deux catégories : les objectifs économiques et financiers, et les objectifs sociaux. Sur le plan économique et financier, l'enjeu était de dynamiser l'économie marocaine, de permettre une plus grande ouverture sur l'économie mondiale, de créer de nouveaux emplois, d'améliorer le niveau de vie des citoyens et enfin d'alléger les charges du budget de l'Etat par un soutien aux entreprises publiques. Sur le plan social, il en est attendu une certaine correction des déséquilibres régionaux et un effet d'atténuation de la concentration des richesses.

Entre 1993 et 1999, 78 opérations de privatisations ont été lancées. 56 ont été réalisées, dont 34 sociétés et 18 hôtels. Les engagements d'investissement pris par les acquéreurs avaient atteint 6,6 milliards de dirhams. Sur les 34 sociétés et les 18 hôtels privatisés, 16 sociétés et 4 hôtels ont été totalement ou partiellement cédés à des opérateurs étrangers. Seules deux entreprises transférées ont connu des difficultés : ICOZ (une filature de coton) et SIMEF (une fabrique de moteurs électriques et de moteurs de motocyclettes)¹.

¹ Pour ce qui est d'ICOZ, ses actionnaires marocains et étrangers l'ont repris à 10 millions de dirhams et se sont engagés à investir 300 millions de dirhams en trois ans. Ils n'ont pas tenu leurs engagements et ont procédé à sa fermeture et licencié ses employés. Quant à la SIMEF, les repreneurs s'étaient engagés à investir 32 millions de dirhams et à porter ses fonds propres à 18 millions de dirhams. Elle a connu des difficultés financières suite à un conflit entre ses actionnaires. L'Etat a porté plainte au tribunal qui a placé l'entreprise sous administration judiciaire.

Avec l'avènement du gouvernement d'alternance, les responsables se sont rendus compte de la nécessité de ne pas limiter le programme de privatisation dans le temps. Ce programme devient désormais un processus continu. En même temps, la privatisation prend une tonalité spéciale puisqu'elle est considérée comme une composante centrale d'un projet économique et social, faisant système avec une planification stratégique et une concertation sociale.

Après cette première vague de privatisations, le gouvernement a décidé de marquer une pause. L'objectif était d'instituer de nouvelles règles de conduite et de nouveaux mécanismes susceptibles de limiter le risque d'échec. La première expérience se voyait enrichie d'une dimension stratégique assignant à la privatisation, outre le respect des intérêts privés, la prise en compte de la compétitivité comme valeur collective de la Nation. La logique qui présidait aux transferts des entreprises publiques, dans une telle approche, ne pouvait plus être limitée à des objectifs budgétaires, encore moins à un transfert de risques du secteur public vers le secteur privé. Il ne s'agit plus de se limiter aux objectifs de réhabilitation et de croissance des unités productives, de sauvegarde et de promotion de l'emploi mais aussi d'assigner aux opérations de transferts la mise en place d'un système d'alliances stratégiques dont l'objectif fut le relèvement de la compétitivité nationale.

Après le discours du trône du 3 mars 1999, les décideurs publics ont relancé les opérations de transfert d'entreprises publiques au secteur privé. Bien que timide, cette nouvelle vague de privatisations a connu un grand succès. En témoignent les résultats des dernières opérations telles que Maroc Telecom, la Régie des Tabacs et le Crédit Central Populaire.

S'inscrivant dans une nouvelle logique de libéralisation des différents rouages de financement, le système financier a également fait l'objet d'une profonde restructuration. Cette restructuration a touché toutes les composantes du marché de capitaux. Au niveau de la finance directe, les mesures instituées (cf. chapitre 2 de la deuxième partie) vise à asseoir les conditions de fonctionnement d'un marché efficient. Cela suppose, outre une plus grande transparence, une information significative et accessible à tous les opérateurs investisseurs soient-ils ou épargnants.

Au niveau de la finance indirecte, le début de la période étudiée (1993-2002) a été marqué par la mise en application d'une nouvelle loi bancaire. Outre l'unification du cadre juridique, cette loi s'est fixée comme objectifs l'élargissement du cadre de concertation entre les autorités monétaires et la profession et le renforcement de la protection des déposants et emprunteurs.

En matière de change, après dix ans d'assouplissement progressif du contrôle, le Maroc a établi au début de 1993, une convertibilité totale des paiements courants. Trois ans plus tard, un marché de change interbancaire a été mis en place. L'objectif est d'améliorer l'efficacité de l'affectation des devises et réduire l'écart des taux de change entre le marché officiel et le marché parallèle. Il semble aussi répondre au souci de faire régner la concurrence, d'appliquer une réglementation prudentielle appropriée et réduire le volume des transactions illicites. Enfin, ce marché donne la possibilité aux banques de conserver et gérer des positions de change pour traiter, aussi bien entre elles qu'avec la clientèle, des opérations en devises.

Le dernier chantier de réforme qui mérite une attention particulière est celui de l'environnement juridique de l'entreprise. Partant du constat que les lois régissant le fonctionnement et les activités de cette entité étaient devenues obsolètes et non conformes à la logique libérale, le Maroc a lancé une série de réformes visant la modernisation desdites lois. Ces réformes, qui venaient compléter la réforme comptable, ont touché le droit commercial, le droit du travail et la concurrence.

Adopté en 1996, le nouveau Code de commerce reconnaît aux agents économiques la liberté de passer toutes les formes de contrats commerciaux. Ses apports aux opérateurs privés sont nombreux. Il a aménagé pour les entreprises en difficulté un dispositif de préventions, de même qu'une batterie de procédures de sauvetage destinées au traitement de ces difficultés. Des titres spécifiques ont été consacrés aux opérations de crédit-bail (mobilier et immobilier) et aux contrats bancaires et ceux d'affectation en garantie (gage commercial ; nantissement sans dépossession). Les nouveaux moyens de paiement telles les cartes bancaires, les transferts télématiques et les créances professionnelles sur supports informatiques constituent également des apports novateurs qui traduisent le souci du législateur de mettre des textes

commerciaux au diapason des évolutions techniques et technologiques. Le chèque n'a pas été oublié, notamment celui sans provision. Le nouveau Code a repris, en la rendant plus sévère, les dispositions de la convention interbancaire de 1989 sur la lutte contre les chèques sans provision. De même, une nouvelle loi sur les sociétés anonymes¹ a vu le jour en 1996 afin de permettre aux entreprises de se restructurer. Cette loi assure une plus grande protection aux actionnaires et introduit la notion de groupe. Elle introduit également un nouveau type de société anonyme basée sur une forme d'administration dualiste avec un directoire et un conseil de surveillance. Une année plus tard, les autres formes de société (Société en non collectif, SARL, société en commandite simple, société en commandite par action et société de participation) ont fait l'objet d'une restructuration². Parmi les innovations les plus importantes apportées, nous pouvons citer : l'acquisition de la personnalité morale à partir de l'immatriculation au registre de commerce, le droit à la communication des documents au profit des associés et le renforcement de la responsabilité civile et surtout pénale des gérants.

Dans le même ordre d'idées, et à l'issue de sept ans de travaux, il a été procédé en 1993 à la promulgation de quatre lois destinées à améliorer la comptabilité et la révision comptable au Maroc. Ces lois ont été conçues de façon à satisfaire les deux objectifs suivants : servir de base à l'information et la gestion de l'entreprise et fournir une image aussi fidèle que possible de ce que représente l'entreprise à tous les utilisateurs des comptes privés ou publics. Fondées sur les normes européennes, ces lois définissent clairement la profession d'expert comptable et donnent pouvoir à l'ordre de veiller au niveau des qualifications et des normes. Désormais, seuls les experts comptables agréés sont habilités à certifier les comptes des sociétés

Le code des douanes, en vigueur depuis 1977, a connu un certain nombre de modifications en juin 2000. Plusieurs nouveautés ont été introduites dont l'assouplissement des formalités de dédouanement, la standardisation de la terminologie douanière et la réduction de la charge du contentieux, laissant notamment aux opérateurs économiques le droit à l'erreur.

¹ Dahir n° 1-97-124 du 30 août 1996 portant promulgation de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes.

² Dahir n° 1-97-49 du 13 février 1997 portant promulgation de la loi n° 5-96 relative aux autres types de Société.

La loi sur la Propriété Industrielle, promulguée en 2000, représente elle aussi une révolution pour le monde des affaires. Tout a été revu et corrigé pour encourager l'investissement et la transparence dans les affaires. Cette nouvelle loi prévoit la redéfinition précise des différents titres de propriété industrielle (brevets d'invention, marques, dessins et modèles industriels). La loi vise aussi le renforcement des sanctions pénales en cas d'atteinte aux droits de propriété et la protection de nouveaux domaines qui ne sont pas prévus par l'ancienne législation (marques des services, marques collectives de certification, inventions des salariés ou produits pharmaceutiques).

Parallèlement, et par souci de combattre les pratiques anticoncurrentielles, le Maroc s'est doté le 5 juin 2000 de la loi n° 06-99 relative à la concurrence et la liberté des prix. Conçue pour empêcher certaines pratiques commerciales restrictives telles la fixation abusive des prix, la répartition des marchés et les concentrations, cette loi constitue un gage susceptible d'empêcher toute manœuvre déloyale. Ainsi, la liberté des prix devient la règle, la réglementation l'exception. Le seuil maximum de concentration toléré a été fixé à 40%. L'administration n'intervient plus que dans les situations où les mécanismes d'autorégulation sont défaillants.

Enfin, après un long débat entre patronat, syndicats et gouvernement, un nouveau code de travail est entrée en application à partir de 2004. Ce code s'attache aux grands principes de liberté syndicale, d'exercice des droits syndicaux au sein de l'entreprise et de liberté du travail. Il a non seulement le mérite de compiler l'ensemble des lois sur la législation du travail, mais d'introduire de grandes innovations. Il s'agit notamment de la création du comité d'entreprise, qui sera mis en place dans les établissements employant au moins 50 personnes. Ce comité dispose d'une fonction consultative par rapport aux restructurations technologiques et à la stratégie de l'entreprise. Pour la première fois, les salariés peuvent être associés aux décisions de l'employeur. Autre innovation de taille, la reconnaissance de la représentation syndicale. Le Code renforce les sanctions applicables en cas d'entrave à la liberté syndicale. Il protège, en outre, le représentant syndical et définit ses missions et les facilités qui lui sont accordées. Le Code du travail institutionnalise aussi la négociation collective. Cette dernière est jugée importante puisqu'elle présente des avantages pour les travailleurs et les

employeurs. Aux premiers, elle offre la possibilité de faire entendre leur voix collectivement. Aux seconds, d'établir des relations professionnelles durables dans un climat sain, permettant ainsi d'éviter les mouvements sociaux. Les conventions collectives sont encouragées. Les partenaires sociaux sont d'ailleurs unanimes sur leurs bienfaits : "Ce sont des outils de paix sociale". Ces conventions peuvent contenir des conditions plus avantageuses par rapport au Droit commun puisqu'elles viennent en complément et tiennent compte des spécificités sectorielles. Pour éviter les abus, le Code a prévu des verrous. C'est notamment le cas du contrat à durée déterminée (CDD), dont le recours ne peut s'effectuer que sous certaines conditions. Le CDD est fixé à une année renouvelable une seule fois. La liste des secteurs où ces contrats seront autorisés sera établie par décret. Le Code a aussi verrouillé la procédure relative à la résolution des conflits collectifs. Des délais sont fixés pour mener les discussions à terme. A noter qu'une batterie de mesures est prévue pour résoudre ces conflits dans la concertation et, à défaut, par le recours à une procédure judiciaire. L'objectif est d'éviter de mettre à plat les entreprises.

4.1.3. L'initiation des réformes à caractère institutionnel

Par souci d'accompagner les programmes de réformes économiques et surtout d'instaurer les conditions de leur réussite, le Maroc s'est engagé dans un processus de réformes politiques et institutionnelles. Entamé au début des années quatre-vingt-dix, ce processus est toujours en cours. Il reflète la conviction des dirigeants politiques et leur choix irréversible de démocratiser les institutions et d'œuvrer pour la moralisation de la vie publique. Il reflète également la prise de conscience de la société civile quant à la nécessité de réformes générales, susceptibles de parer à la morosité et au laxisme qui caractérisaient la vie politique jusqu'à lors.

D'autres facteurs, d'origine externe, ont contribué à l'accélération des réformes institutionnelles au Maroc. C'est la cas de la conditionnalité des aides au développement et de l'effet-contagion. Au cours de ces dernières années, la conditionnalité a toujours été présente lors de la rédaction des conventions de coopération liant le Maroc à certaines puissances économiques et financières, en particulier, la Banque Mondiale, l'Union Européenne et tout récemment les USA. La

déclaration de Barcelone a explicitement souligné que les pays partenaires du sud de la méditerranée doivent initier et activer des réformes aux niveaux politique, institutionnel et social pour préparer l'environnement propice à la coopération économique et à l'intégration régionale. De même, la signature de l'accord de libre échange avec les USA a été rendue possible, entre autres, grâce à l'effort du Maroc en matière de réforme politique et du respect des Droits de l'Homme. Il y a aussi l'effet de contagion, symbolisé par le succès de certains modèles de développement combinant réformes économiques et réformes institutionnelles. C'est le cas, par exemple du Mexique, de l'Argentine, de l'Indonésie ou encore des pays de l'Europe de l'Est. L'imitation de ces modèles est d'ailleurs vivement conseillée par les experts de la Banque Mondiale et la communauté des chercheurs en économie. A l'ensemble de ces facteurs, il convient d'ajouter la chute du mur de Berlin et le bouleversement idéologique qu'a connu le monde avec le démantèlement du camp communiste et le triomphe de la pensée libérale.

Les principales réformes entreprises à partir de 1993 sur le plan politique et institutionnel ont touché la constitution, la moralisation de la vie publique, les droits de l'Homme et le déroulement des élections.

La constitution de 1992 a suscité une certaine contestation au sein de l'opposition. Peu de changements y étaient inclus. Le Roi a proposé de faire accéder l'Opposition aux responsabilités sans que cela le prive de sa liberté de décision¹. Certains partis d'opposition choisissaient de boycotter les discussions entourant la constitution de 1992. L'échec de cette tentative a remis à l'ordre du jour la question des réformes et du changement politique et institutionnel au Maroc. Par ailleurs, le débat suscité par le rapport de la Banque Mondiale, sur la situation politique, économique et sociale du pays, rendu public en 1995, a consacré une certaine volonté d'ouverture du système. Pour la première fois, les grands problèmes du pays ont été étalés sans aucune censure. Le pays a ouvert la voie à l'ensemble des acteurs, des citoyens et des opérateurs de débattre officiellement des dysfonctionnements du système administratif et politique. C'est dans ce contexte de changement que la cinquième Constitution fut votée en

¹ Leveau, R (1998) "La monarchie, acteur central du système politique : Réussir la transition démocratique au Maroc", *Le monde diplomatique*, novembre 1998, p.14

1996. Acceptée unanimement par tous les acteurs politiques, cette nouvelle constitution représentait pour les observateurs un espoir de démocratisation réelle.

Les élections législatives de 1997 ont abouti à la nomination consensuelle d'un gouvernement de coalition d'obédience socialiste, inaugurant ainsi une nouvelle ère qualifiée "d'alternance politique". Le Code électoral a été réformé par l'institution du système de la liste électorale. L'objectif était de réduire les pratiques malsaines et lutter contre l'utilisation de l'argent sale lors des élections. L'expérimentation de cette méthode a aboutit en 2002 à la constitution d'un deuxième gouvernement de coalition issu des urnes sous la direction d'un premier ministre technocrate.

Au niveau des libertés politiques, des efforts ont été enregistrés suite à la libération d'anciens détenus politiques initialement opposés au pouvoir et l'autorisation des exilés à regagner le pays. Parallèlement, un nouveau Code de la presse et un nouveau Code des libertés publiques furent adoptés.

Des efforts ont aussi été constatés au niveau du discours visant l'instauration d'une moralisation de la vie publique par la lutte contre la corruption et les pratiques de clientélisme. Dans ce domaine, la société civile, dont le rôle s'affirme de plus en plus durant les dernières années, a joué un rôle de premier ordre en matière de sensibilisation. Au niveau réglementaire, un nouveau code des marchés publics a été adopté, renforçant la transparence au niveau de la passation des marchés de l'Etat et précisant certaines dispositions relatives à leur contrôle et à leur gestion. Pour régler les différends opposant les particuliers à l'Etat, une institution médiatrice a vu le jour sous le nom de *Diwan Almadhalim*.

La réforme du système judiciaire a été aussi à l'ordre du jour vu son importance dans la création d'un environnement favorable pour le bon fonctionnement de l'activité économique. A cet égard, les tribunaux administratifs et de commerce ont été mis en place pour accélérer les procédures judiciaires en matière commerciale et régler les litiges administratifs dans des délais raisonnables. A cela, il convient d'ajouter la révision du code pénal qui apporte, entre autres, des clarifications concernant le caractère pénal des délits de fraude fiscale et d'organisation d'insolvabilité.

4.1.4. L'initiation des réformes à caractère social

L'une des conséquences néfastes de l'application du PAS est l'aggravation du déficit social. Conscient de l'ampleur de ce problème, le Maroc s'est lancé dans un vaste programme d'offre de services publics à caractère social. Ces programmes s'articulent essentiellement autour de l'élargissement de l'accès des populations à l'éducation, aux soins de santé et aux infrastructures de base.

Absorbant une part importante du budget de l'Etat avec des résultats en-deçà des espérances, le secteur a fait l'objet d'une réforme régie par la *Charte de l'Education-Formation* adoptée en janvier 2000. Cette réforme, qui a concerné l'ensemble du système d'éducation et de formation, pose déjà un problème de mobilisation des moyens financiers. Certes, la charte a prévu une participation croissante des ménages à l'effort d'éducation. Or, dans un pays où le pouvoir d'achat est faible et où la population est habituée à la gratuité du service public, la mise en application de cette disposition présente un certain danger. Cela est d'autant plus vrai qu'aucune mesure compensatoire n'a été prévue par la Charte.

Dans le domaine de la santé, l'action publique vise à stimuler l'offre publique de soins de santé et à améliorer les indicateurs sanitaires. Mais, jusqu'à présent, les résultats de cette action sont nettement en-deçà des attentes de la population comme en témoigne l'état lamentable des conditions de soins et de l'infrastructure dans les hôpitaux publics. Par ailleurs, l'accès aux soins reste limité non seulement par la quantité et la qualité de l'offre, mais également par le coût. La problématique du financement de l'accès aux soins devrait en partie être résolue par l'extension de la couverture médicale de base. Une Loi-cadre a été adoptée par le Parlement pour la création de deux systèmes d'assurance maladie : un régime d'assurance maladie destiné à couvrir les salariés des secteurs public et privé et des titulaires de pension ainsi que leurs ayants-droit, et un régime d'assistance médicale couvrant les populations défavorisées.

Outre l'éducation et la santé, le bien-être de la population nécessite la garantie de conditions de vie décentes. Malgré les efforts publics dans les domaines sociaux, le taux de pauvreté est passé de 13% en 1990/91 à 19% en 1998/99, notamment suite à

plusieurs années de sécheresse. Une nouvelle politique de développement social a été mise en place pour répondre aux déficits sociaux croissants.

En plus des actions "classiques" de lutte contre la pauvreté, comme la gratuité de l'enseignement et la compensation des prix de certains produits de première nécessité, d'autres mesures visent à améliorer les infrastructures de base et faciliter l'insertion économique des populations défavorisées. Citons, à titre d'exemple, le renforcement des programmes d'alphabétisation et l'institution de micro-crédits.

Les pouvoirs publics ont créé de nouvelles institutions pour appliquer et coordonner cette politique, notamment l'*Agence de Développement Social* qui a été appelé à renforcer le partenariat avec la société civile et le secteur privé. De même, l'*Entraide Nationale*, qui offre des services de proximité au profit des personnes défavorisées, a fait l'objet d'une restructuration pour mieux cibler ses actions et les étendre vers le milieu rural et péri-urbain.

Concernant les infrastructures sociales, le Maroc a lancé, au cours des ces dix dernières années, d'importants programmes d'amélioration des conditions de vie, tant en milieu rural qu'en milieu urbain. En milieu rural, ces programmes ont ramené le taux d'accès à l'eau potable à près de 48% et le taux d'électrification rurale à 50% en 2001 contre respectivement 14% et 22% en 1995. Le rythme des réalisations est appelé à s'accélérer grâce au succès des premières tranches et surtout à l'adoption d'une approche participative qui a permis l'adhésion des populations à ces projets. En milieu urbain, la lutte contre l'habitat insalubre a été activée par l'élaboration d'une nouvelle stratégie pour faire face à l'ampleur des déficits dans ce domaine.

Les infrastructures et services sociaux de base ont ainsi fait l'objet de programmes d'envergure qui ont permis d'améliorer significativement les indicateurs de développement humain. L'accès à ces services demeure souvent tributaire du niveau de vie. La garantie de sources de revenus est essentielle pour améliorer les conditions de vie et réduire les inégalités. D'où, le recours à d'autres types de mesures en matière de promotion de l'emploi, en particulier la formation qualifiante et l'encouragement de l'auto-emploi.

Signalons enfin, qu'au cours de ces dix dernières années, les conditions de la femme au Maroc se sont nettement améliorées. La dernière révision de la *Moudawana* (2004) constitue un signal très fort, reflétant la volonté du pouvoir à impliquer davantage la femme dans le processus de prise de décision.

4.1.5. La réhabilitation du système de planification

L'élaboration du huitième Plan, 1996-2000, fait suite à un deuxième intervalle d'années blanches (1993, 1994 et 1995) marqué par l'abandon du système de planification. Cette absence de Plan a eu des effets négatifs sur la fonction de coordination intersectorielle, de détermination des priorités et de mise en oeuvre d'une politique cohérente de développement. Au sens des experts de la Banque Mondiale, il aurait été plus judicieux d'élaborer une nouvelle approche de planification et de développer des méthodes et techniques adaptées à la nouvelle conjoncture, plutôt que d'y mettre un terme. Ce constat a d'ailleurs précipité la réhabilitation du Plan par le Roi Hassan II en octobre 1995 lors de l'ouverture de la session d'automne du Parlement.

La nouvelle vision de planification se démarque de l'ancienne par la prise en considération de deux impératifs : la souplesse et la rigueur. La souplesse s'impose pour des raisons d'adaptation du Plan à la conjoncture intérieure et extérieure. En revanche, la rigueur est nécessaire comme préalable à la concrétisation et à l'aboutissement des actions et réformes nécessaires pour la réalisation des objectifs fixés. Parallèlement, il est prévu une plus grande intégration intersectorielle de programmes et un renforcement de la liaison entre le Plan de développement économique et social et le Budget annuel de l'Etat. Il est également prévu le renforcement de la procédure d'évaluation et de sélection des projets de développement, ainsi que l'instauration d'un mécanisme de suivi et de réajustement du Plan.

C'est dans ce contexte de changement de vision que le Plan quinquennal 1996-2000 a été préparé. Ses rédacteurs l'ont inscrit dans une perspective de renforcement de la stabilité macroéconomique et de l'intégration du pays dans l'économie mondiale. Sur le premier registre, les dépenses courantes de l'Etat devraient être rationalisées. Pour y

parvenir, les pouvoirs publics ont été appelés à élaborer une programmation d'investissements pluriannuelle. De même, la programmation budgétaire devrait être revue dans le sens d'une normalisation plus claire des dépenses publiques. Les entreprises publiques devraient par conséquent renforcer leurs capacités d'autofinancement en vue de réduire leur ponction sur le Budget de l'Etat. Celles dont les missions ne sont plus d'actualité devraient être liquidées. Quant au système de compensation, il devrait se transformer en investissement et en action sociale au profit des couches défavorisées.

Sur le second registre, en l'occurrence l'intégration du Maroc dans l'économie mondiale, ressort la nécessité d'adapter la réglementation douanière aux normes internationales. Il s'agit de réviser le Code des Douanes et d'en faire un outil de promotion et de développement de l'entreprise tout en maximisant les recettes de l'Etat. L'intégration suppose la promotion des investissements étrangers. Dans cette optique, tous les opérateurs qui interviennent dans la création de l'entreprise devraient harmoniser leurs actions en vue d'une simplification de la procédure. L'ouverture sur l'extérieur exige également la dynamisation du secteur financier et la promotion des exportations.

Au niveau du contenu, le Plan quinquennal 1996-2000 a prévu un taux de croissance du PIB estimé à 6,1% par an, tenant compte d'années agricoles moyennes. Le taux de croissance prévu par secteur a été fixé à 12,4% pour le primaire, 5,2% pour le secondaire et 5,3% pour le tertiaire. Ces taux supposent évidemment une relance de l'investissement grâce à une dynamisation du secteur privé. Le taux d'investissement par rapport au PIB devrait passer de 22% en 1996 à 24,8% en 2000. Quant au taux de chômage urbain, il devrait se situer à 14,9% en l'an 2000 contre 16% en 1994. Enfin, l'épargne devrait atteindre 23,2% du PIB contre 18,5% en 1995.

S'agissant du budget, il a été prévu une baisse du déficit global du Trésor, qui passerait de moins 3,1% du PIB en 1994 à moins 0,2% en l'an 2000. Le désengagement de l'Etat devrait se traduire par une réduction des subventions à certaines entreprises publiques et par une baisse des dépenses d'équipement du Trésor. La contribution du Trésor devrait être limitée à 4,3% du PIB en 2000 contre 5,9% en 1995. La part des

collectivités locales se stabiliserait à 2,2%. En revanche, la contribution des entreprises et des ménages devrait passer de 13,9% en 1995 à 18,3% en l'an 2000. En outre, des mesures d'économie seraient appliquées dès 1996 pour permettre de limiter l'expansion des dépenses courantes de fonctionnement de l'Administration.

En ce qui concerne la balance des paiements courants, les planificateurs se sont fixés comme objectif de ramener le déficit à moins 1,6% du PIB à l'horizon 2000 contre 2,2% en 1994. L'expansion de la valeur des exportations de marchandises se ferait au taux annuel de 10,1% au cours de la période 1996-2000, face à un développement des importations limité à 7,6% en valeur et 4,8% en volume.

L'élaboration du Plan quinquennal 2000-2004 a coïncidé avec la mise en place du Conseil Supérieur de la Promotion Nationale et du Plan. Cet organisme, prévu par l'article 32 de la Constitution, statue à titre consultatif. Il est saisi par le Roi pour étude et avis du projet de Plan.

Trois principes ont prévalu dans l'élaboration de ce neuvième Plan. Le premier principe vise à permettre au Maroc de consolider la démarche participative dans le cadre de sa stratégie de développement (le Plan devrait être le résultat d'un consensus national et la participation de l'ensemble des acteurs de la vie économique est requise). Le deuxième principe a pour objectif de créer une société équilibrée. Le troisième vise à passer d'une économie relativement stagnante à une économie caractérisée par une croissance forte, durable et génératrice d'emplois. A ces principes d'ordre économique, il convient d'ajouter un principe sécuritaire. Pour la première fois, la sécurité a été considérée comme l'un des facteurs essentiels de développement.

Le Plan a tablé sur une croissance annuelle moyenne de 5%. Cela suppose le relèvement des taux d'épargne et d'investissement à des niveaux qui devraient atteindre respectivement 27,3% et 28% du PIB en 2004. Le secteur privé a été appelé à jouer un rôle de premier plan dans la relance économique. Ainsi l'investissement privé devrait augmenter de 13,6% en moyenne annuelle, passant de 56,3 milliards de dirhams en 1999 à 106,8 milliards de dirhams en 2004. Quant à l'épargne privée, sa part devrait passer de 68,4% en 1999 à 69,8% en 2004.

Par ailleurs, le rythme de croissance prévu (5%) permettrait d'améliorer le niveau de vie de la population. La consommation moyenne des ménages est appelée à augmenter de 4%. Il permettrait également de réduire le taux de chômage urbain de 18,5% en 1998 à 14,5% en 2003.

Le déficit du compte courant de la balance des paiements devrait se situer à un niveau inférieur à 1,5% du PIB contre 0,2% en 1998. La détérioration s'expliquerait par un accroissement des importations nécessaires pour soutenir cette croissance. Quant aux exportations, elles croîtraient au rythme de 5,6% en prix constants, ce qui représente un taux de croissance annuel moyen de 8,6% en valeur.

4.1.6. L'entrée en vigueur de l'accord d'association avec l'Union Européenne

Le Maroc a signé en 1996 un "accord d'association" avec l'Union Européenne dont la pièce maîtresse est l'établissement progressif, durant une période de transition de 12 ans, d'une zone de libre-échange (ZLE). Cet accord fait partie d'un projet européen plus vaste visant à créer une ZLE Euro-Méditerranéenne à l'horizon 2010. Le même type d'accord a été déjà passé avec d'autres pays méditerranéens, notamment la Tunisie, la Jordanie et l'Égypte.

Cette nouvelle génération d'accords est différente des accords de coopération des années 60 et 70, qui étaient purement ou essentiellement commerciaux. Elle est porteuse d'un esprit de réciprocité et de partenariat. Comme le stipule la Déclaration de Barcelone, les nouveaux accords ont un champ plus large. En plus du libre-échange, qui va au delà des préférences commerciales unilatérales européennes des accords précédents, les accords comportent une coopération financière, économique et technique, un volet social et culturel et un dialogue politique (et sécuritaire).

Trois principaux volets composent cet accord paraphé en novembre 1995, adopté en novembre 1996 et entré en vigueur en mars 2001 : la mise en place d'un partenariat politique et sécuritaire, le renforcement de la coopération économique et financière et la promotion des domaines sociaux, culturels et humains.

Au niveau politique, l'objectif est l'établissement d'un dialogue politique permanent entre les différents pays, basé sur les principes du droit international. Les différents

pays s'engagent, selon cet accord, à agir selon la Charte des Nations Unies en démocratisant leurs institutions politiques. Ainsi, ils doivent oeuvrer dans le sens du développement de l'Etat de droit et de la démocratie, le respect des droits de l'Homme, la lutte contre l'immigration clandestine, le terrorisme, la criminalité organisée et le trafic de drogue. Ils doivent également intensifier les échanges d'informations sur les questions politiques et sécuritaires et instituer des mesures de confiance et de sécurité en vue d'établir un espace de paix et de stabilité en méditerranée.

Dans le domaine économique et financier, l'objectif annoncé est de construire une zone de libre échange et de prospérité partagée entre les différents pays partenaires, par l'amélioration des conditions de vie des populations du sud de la méditerranée dans le but de réduire les écarts de développement dans la région. Il en ressort des actions à trois niveaux : l'accélération du rythme de réformes économiques, l'amélioration des conditions de vie des populations par une action directe sur l'emploi et la promotion de la coopération et l'intégration régionale.

Dans le domaine social, l'accord de partenariat prévoit des mesures visant à activer le dialogue entre les différentes cultures composant cet espace. L'accent a été mis sur le rôle des échanges scientifiques, technologiques et humains pour assurer un meilleur rapprochement entre les peuples de la région. Une place de choix est accordée au rôle de la société civile en tant qu'élément central de cet échange.

Les implications de l'accord d'association entre le Maroc et l'Union Européenne s'inscrivent naturellement dans les mêmes axes définis par le partenariat Euro-Med. Ainsi, au niveau politique, l'accord préserve le dialogue politique entre les dirigeants des deux parties et établit un calendrier des réunions de concertation afin de résoudre les problèmes politiques et sécuritaires communs notamment en matière de lutte contre le terrorisme, le crime organisé, l'immigration clandestine et le trafic de drogue. A ce niveau, le Maroc souhaite associer l'Union Européenne à ses efforts de désenclavement et de développement de ses régions du Nord, voisines de l'Europe et particulièrement sensibles à ces différents problèmes.

Le deuxième volet concerne la libre circulation des marchandises. L'Article 6 de l'accord stipule que "la communauté et le Maroc établissent progressivement une zone

de libre échange pendant une période transitoire de douze années au maximum à partir de la date d'entrée en vigueur du présent accord... en conformité avec les dispositions de l'accord général sur les tarifs douaniers et le commerce de 1994". Pour le calendrier de démantèlement tarifaire, l'Accord prévoit trois rythmes : immédiat, rapide et moyen. La liste des catégories de produits et le rythme des réductions tarifaires à l'intérieur des calendriers ont été déterminés en fonction de la sensibilité des branches industrielles. Dès l'entrée en vigueur de l'accord en mars 2001, les biens d'équipement ont été totalement exonérés des droits de douane. Quant aux matières premières, pièces de rechanges et produits non fabriqués localement, le processus de démantèlement tarifaire s'achèvera en mars 2005, à raison d'une réduction de 25% par an. Enfin, pour les produits fabriqués localement, il est prévu un délai de grâce de trois ans, suivi d'un démantèlement tarifaire étalé sur 10 ans, à raison de 10% par an.

D'autres volets sont aussi réglementés par l'Accord de coopération et concernent essentiellement le commerce, les services, les paiements, la circulation des capitaux et la concurrence. L'Accord de partenariat encourage aussi le Maroc à s'insérer dans le cadre de regroupements régionaux au sein du contour méditerranéen en lui accordant le cumul des avantages à l'instar de ce que l'Union a conclu avec les pays de d'Europe centrale et orientale.

4.2. Le comportement dynamique de l'investissement

4.2.1. Evolution de la FBCF et de ses composantes

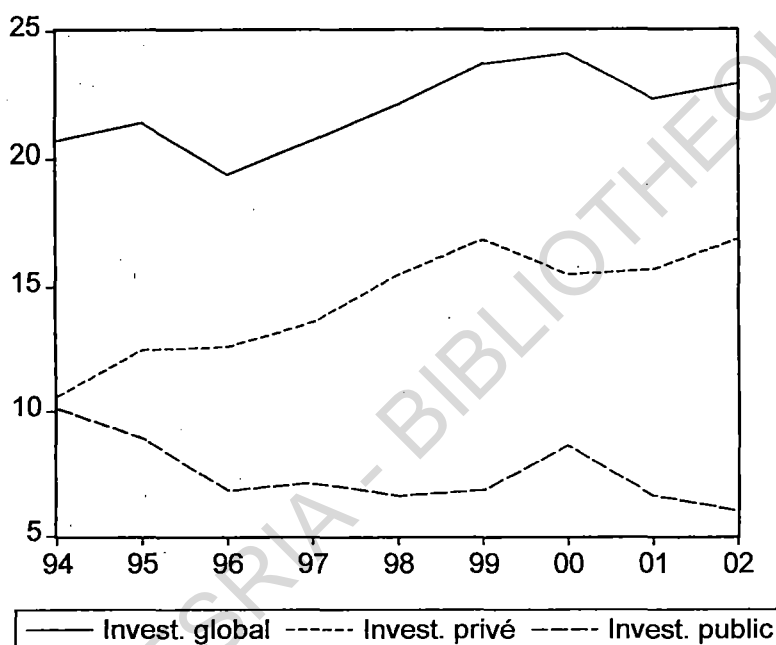
Entre 1994 et 2002, le volume de l'investissement a progressé à un taux annuel moyen inférieur à celui enregistré entre 1983 et 1990, soit 5,83%. Au terme de cette progression modérée, le volume de la FBCF s'est établi à 91142 millions de dirhams.

En moyenne annuelle, le volume de l'investissement réalisés au cours de cette période a représenté 21,92% du PIB, soit un taux inférieur à celui enregistré durant la période précédente (22,44%). Cette baisse est concomitante aux réductions successives des dépenses publiques en capital et la dynamique insuffisante de l'investissement privé. Ainsi, comme le montre la figure 21, la répartition de l'effort d'investissement entre les secteurs public et privé était pratiquement égalitaire au début de la période (1994). Mais au fil des années, l'écart entre les deux courbes n'a cessé de se creuser pour

atteindre 11 points en 2002, soit le plus grand écart enregistré depuis 1960. En moyenne annuelle, alors que l'investissement privé s'est accru à un rythme de 5,97%, l'investissement public a reculé de 6,30%. Aussi, il convient de signaler que la baisse du taux d'investissement a eu lieu malgré une légère dynamique de l'épargne nationale. Son taux est passé de 18,96% en 1994 à 23.03% en 2000, avant d'atteindre 25,04% en 2002.

Figure 21

**Evolution de l'investissement global au Maroc
entre 1994 et 2002 (en % du PIB)**

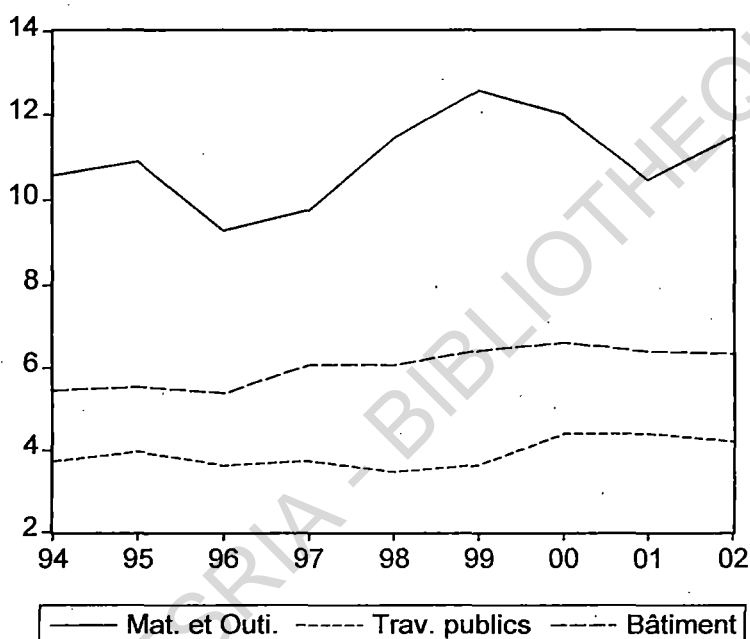


Par secteur d'activité, les acquisitions en matériel et outillage ont continué à occuper la première place. Elles sont à l'origine de 50% de la masse globale des investissements réalisés entre 1994 et 2002. En termes de volume, les investissements dans ce secteur sont passés de 29561 millions de dirhams en 1994 à 45650 millions de dirhams en 2002, soit une progression annuelle moyenne de 5,55%. Cette performance reste néanmoins en-deçà de celle enregistrée au cours de la période 1983-1993 (12,68%). Elle traduit la variation irrégulière des dépenses publiques d'équipements. En effet, le montant de ces dépenses est passé de 19680 millions de dirhams en 1995 à 15548 millions de dirhams en 1998, puis à 12929 millions de dirhams en 2000 avant d'atteindre 19925 millions de dirhams en 2002. Elle traduit également la lenteur des opérations de rénovation et d'extension réalisées par les entreprises marocaines en

dépit de la mise en application du programme de mise à niveau. Par ailleurs, l'investissement en matériel et outillage a représenté 11,47% du PIB en 2002 contre 10,58% en 1994. La figure 22, qui illustre l'évolution de ce ratio, fait apparaître un pic en 1999. Il correspond à l'année au cours de laquelle un effort considérable d'investissement en matériel et outillage a été observé, notamment dans le secteur des télécommunications et de l'énergie.

Figure 22

**Evolution des composantes de la FBCF au Maroc
entre 1994 et 2002 (en % du PIB)**



Pour sa part, l'investissement au titre du bâtiment a enregistré une progression annuelle moyenne de 6,38% par an, passant de 15220 millions de dirhams en 1994 à 24971 millions de dirhams en 2002. Cette évolution, qui confirme la tendance haussière observée au cours de la période précédente, a été réalisée à la faveur d'une demande soutenue notamment par l'augmentation des crédits à l'habitat. Ces derniers sont passés de 5409 millions de dirhams en décembre 1994 à 35155 millions de dirhams en décembre 2002, soit une augmentation d'environ 27% par an. A cela il convient d'ajouter le lancement en 1995 du programme de 200000 logements destinés aux catégories sociales à revenu modeste. Quant à la part de réalisations en bâtiment dans la FBCF, elle n'a pas connu de grand changement par rapport à la période précédente. Elle a avoisiné 28%, permettant ainsi au bâtiment d'occuper la deuxième

place après le matériel et outillage. Enfin, il ressort de la figure 22 que le taux d'investissement en bâtiment n'a pas évolué de façon significative durant la période étudiée. Sa valeur a fluctué dans une fourchette de 5,33% à 6,42%.

Le secteur des travaux publics occupe la troisième place dans la FBCF avec une part moyenne de 17,8%. Les investissements réalisés dans ce secteur ont connu une nette reprise durant la période 1994-2002. Ils sont passés de 6748 millions de dirhams en 1994 à 10099 millions de dirhams en 2002, soit une variation annuelle moyenne de 6,07% contre 5,11% au cours de la période précédente. Cette reprise est intervenue sous l'impulsion de l'extension du réseau autoroutier et l'accroissement des travaux d'assainissement dans les centres urbains.

4.2.2. Evolution de l'investissement industriel

La forte variation de l'investissement industriel enregistrée, entre 1983 et 1993, n'a pas été confirmée au cours de la période 1994-2002. En effet, pour la première fois, le volume des investissements industriels agréés n'a progressé en moyenne annuelle que de 1,06%, passant de 9367 millions de dirhams en 1994 à 10194 millions de dirhams en 2002.

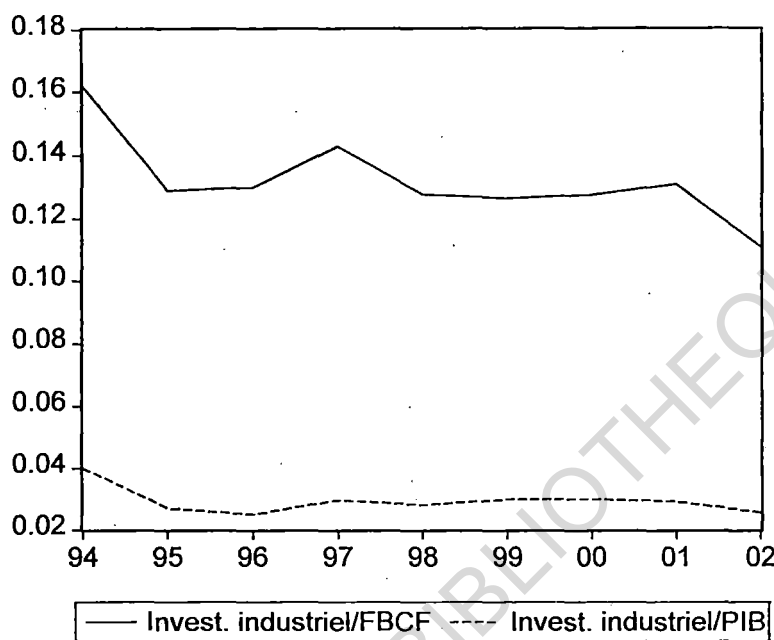
La figure 23 illustre l'évolution de la part de l'investissement industriel dans la FBCF et dans le PIB. Il en ressort une baisse des deux ratios d'une année à l'autre. Ainsi, la valeur du premier ratio (investissement industriel rapporté à la FBCF) est passée de 16,18% 1994 à 11,10% en 2002, ce qui correspond à une baisse annuelle moyenne de l'ordre de 4,60%. De même, la part de l'investissement industriel dans le PIB a enregistré une baisse annuelle moyenne de 5,43%, passant de 4,00% en 1994 à 2,56% en 2002.

Plusieurs facteurs se sont conjugués pour expliquer cette perte de vitesse de l'investissement industriel. Parmi ces facteurs, il y a lieu de citer la difficulté croissante des entreprises exportatrices à écouler leurs produits sur le marché international en raison de la forte concurrence et la surévaluation du dirham (textile et cuir), l'étroitesse du marché local et la concurrence exercée par les entrées de marchandises en contrebande. A ces facteurs, il convient d'ajouter le comportement des entrepreneurs marocains, qui préfèrent se tourner vers les secteurs à rentabilité

certaine (immobilier et commerce), plutôt que de s'aventurer dans des activités industrielles à haut risque.

Figure 23

Evolution de l'investissement industriel au Maroc entre 1994 et 2002 (en % de la FBCF et du PIB)



A des degrés différents, tous les secteurs industriels ont été touchés par le ralentissement du rythme de croissance des investissements. Les investissements réalisés dans le secteur du textile et cuir sont passés de 1831 millions de dirhams en 1994 à 1507 millions de dirhams en 2002, soit une baisse annuelle moyenne de 2,40%. De même, la part de ces investissements dans l'investissement industriel global est passée de 33% au cours de la période précédente à 20% au cours de la période 1994-2002. Cette perte de vitesse est due en partie à la crise qui a secoué le secteur à partir de la deuxième moitié de la décennie quatre-vingt-dix. En effet, l'essentiel de la production des industries de textile et cuir est tourné vers les marchés extérieurs. Or, l'entrée en vigueur, dès le 1^{er} janvier 1995, des accords du GATT s'est traduite par la libéralisation partielle des importations textiles au niveau international et l'abaissement progressif des droits de douanes. De surcroît, le marché français, qui absorbait à lui seul près de 70% des exportations marocaines, a connu une mévente tandis que certains marchés, tels l'Irak et l'Algérie, sont demeurés pratiquement fermés. A cela, il convient d'ajouter la surévaluation de la monnaie nationale et la

dépréciation des monnaies des pays concurrents, en particulier la Turquie, la Syrie et la Chine. Enfin, la branche du cuir a connu des problèmes d'approvisionnement en peaux de bonne qualité, ainsi qu'une baisse de la demande des industries en aval.

Les investissements réalisés dans le secteur agroalimentaire ont affiché une progression annuelle moyenne de 4,57%, légèrement inférieure à celle de la période précédente (6,29% en moyenne annuelle). Par ailleurs, ces investissements ont représenté, en moyenne, 24,38% de l'investissement industriel global contre 21,52% observé au cours de la période du PAS. En dépit de cette perte de vitesse, ce secteur n'a pas été touché par la crise de façon significative. La raison tient au fait qu'une bonne partie de la production agroalimentaire est destinée au marché local, en pleine expansion. C'est le cas de la production du lait et produits dérivés, le sucre, les corps gras, la farine et les boissons. De même, certaines activités à vocation exportatrice, en particulier, les conserveries de poissons, ont profité de la suppression progressive des contingents et des droits de douanes prévue par l'Accord d'Association conclu en 1995 avec l'Union Européenne.

Les investissements réalisés dans le secteur chimique et para-chimique ont enregistré une quasi-stagnation. Ils n'ont évolué, au cours de la période étudiée, que de moins 0,64% par an, passant de 3960 millions de dirhams en 1994 à 3773 millions de dirhams en 2002. En revanche, leur part dans l'investissement industriel global a sensiblement augmenté, passant de 32% à 38%. Dans un tel contexte, cette augmentation ne peut s'expliquer que par le recul de la part des autres industries de transformation, en particulier le textile et cuir. Signalons qu'une bonne partie des investissements chimiques et para-chimiques a été rendue possible grâce aux opérations de privatisation (SAMIR, CIOR, etc.) et de concession (Centrale Electrique de Jorf-Lasfar). L'industrie pharmaceutique a également attiré d'importants investissements, notamment étrangers.

Enfin, les investissements réalisés dans les industries mécaniques, métallurgiques, électriques et électroniques ont progressé de 3,45% par an, passant de 1780 millions de dirhams en 1994 à 2339 millions de dirhams en 2002. Ils ont représenté 17,37% dans l'investissement industriel global contre 13,46% enregistré au cours de la période

précédente. Les réalisations les plus importantes ont concerné la branche du matériel de transport (mise en œuvre de la voiture économique) et les ouvrages en métaux (emballages métalliques).

4.2.3. Evolution de l'investissement étranger

Contrairement à la période précédente, qui a connu une augmentation soutenue de l'investissement étranger, la période 1994-2002 a enregistré des hauts et des bas. Ainsi, le volume des investissements étrangers est passé de 5104,8 millions de dirhams en 1994 à 2384,3 millions de dirhams l'année suivante, puis à 33267 millions de dirhams en 2001, avant d'atteindre 6811,2 millions de dirhams en 2002. La figure 24, qui représente l'évolution de l'investissement étranger rapporté à la FBCF et au PIB illustre clairement cette irrégularité. Il fait apparaître trois pics, tributaires des opérations de cession ou de concession de certaines entreprises publiques aux opérateurs étrangers. Ainsi, le pic observé en 1997 s'explique par la cession de la société de raffinage SAMIR à un groupe saoudo-suédois, la prise de participation étrangère de 20% dans le capital de la BMCE et le versement de la première tranche de la concession relative à l'exploitation de la Centrale Electrique de Jorf Lasfar par le consortium suisse-suédo-américain AAB/CMS. Le deuxième pic observé en 1999 est le résultat de l'attribution de la deuxième licence GSM au consortium étranger "Médi-Télécom" pour un montant de 1,1 milliards de dollars. A cette attribution, il convient d'ajouter l'accroissement des investissements directs étrangers de 189% par rapport à 1998. Le dernier pic, le plus élevé, est dû au transfert de 35% du capital de "Maroc Telecom" à la société française "Vivendi Universal".

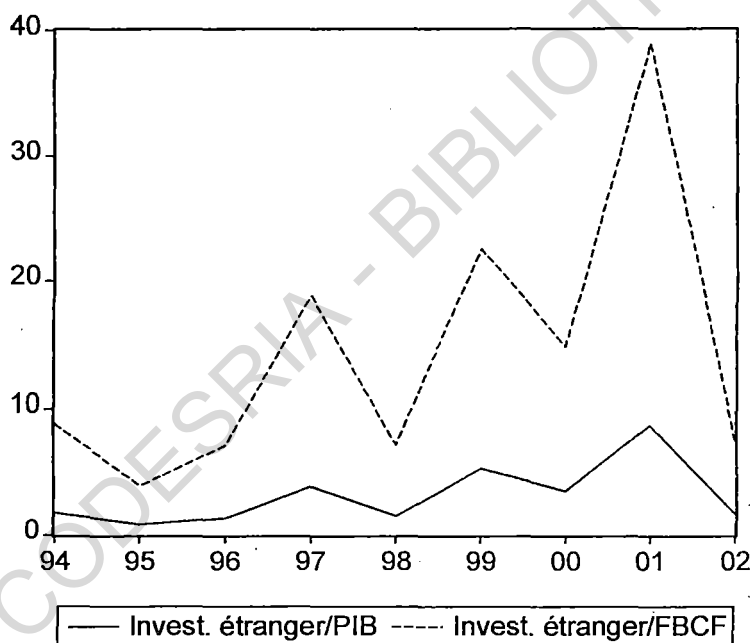
En excluant les opérations liées aux interventions économiques de l'Etat (privatisations, concessions et conversion de la dette extérieure en investissements), le montant des dépenses en capital des étrangers demeure stagnant durant la période étudiée (1994-2002). A titre illustratif, les investissements étrangers spontanés n'ont représenté que 18% de l'ensemble de l'investissement étranger en 1997 contre 21% en 1999 et 15% en 2001. Ce type d'investissement est souvent lié à la modernisation des sociétés déjà implantées, cherchant à renforcer leur présence au Maroc. Ce sont en

général des sociétés qui ont déjà développé un courant d'affaires conséquent et sont obligées d'investir afin de poursuivre leur développement.

La ventilation des investissements étrangers par secteurs d'activité fait apparaître une large domination des télécommunications, avec 59,3% durant la période 1998-2002 (contre seulement 0,2% dans les années 1993-1997), soit un montant de 44,8 milliards de dirhams. En deuxième position, on trouve le secteur de l'industrie avec une part de 15,2% (contre 21,2% dans les années 1993-1997) soit un montant de 11,5 milliards de dirhams. La troisième position est détenue par le secteur bancaire, avec une part de 6,3%.

Figure 24

Evolution de l'investissement étranger au Maroc entre 1994 et 2002 (en % de la FBCF et du PIB)



L'Union Européenne demeure le premier partenaire du Maroc en matière d'investissements étrangers, avec une part moyenne de 78,9%. Par pays, c'est la France qui arrive largement en tête avec une part de 49,3% entre 1998-2002 et 21% entre 1993 et 1997) suivie du Portugal (10,2% entre 1998 et 2002 contre 2,1% entre 1993 et 1997), des Pays Bas (8,2% entre 1998 et 2002 contre 2,7% entre 1993 et 1997) et de l'Espagne (6% pour chacune des deux sous-périodes). La part des Etats-Unis est

passée d'environ 4% observée au cours de la décennie quatre-vingt à plus de 16% au cours de la période 1994-2002. Quant à la part des pays arabes, elle a sensiblement chuté, passant de 30% à moins de 9%.

Cette évolution erratique traduit le caractère souvent aléatoire des investissements étrangers. Les considérations conjoncturelles et politiques demeurent les principaux déterminants de ce type d'investissements.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Conclusion du chapitre 1

L'analyse que nous avons menée tout au long de ce chapitre nous a permis de mettre en relief deux caractéristiques essentielles du comportement dynamique des différents types d'investissements au Maroc. D'abord, en dépit de la richesse des mesures visant à relancer l'investissement, le niveau de ce dernier demeure insuffisant pour soutenir une croissance forte et durable. Après le boom enregistré au milieu des années soixante-dix, le taux d'investissement a accusé une certaine stagnation. L'accroissement du taux de l'investissement privé est souvent contrebalancé par la baisse du taux de l'investissement public. Ensuite, il paraît que le comportement de certains types d'investissements (l'investissement industriel et l'investissement étranger) n'a subi aucun choc positif au lendemain de la mise en application des lois spécifiques à l'investissement (Codes et charte de l'investissement). Deux explications peuvent être avancées ; soit que les investisseurs se préoccupent peu du contenu de ces lois et s'intéressent plutôt à d'autres variables (marchés, infrastructures, stabilité, etc.), soit qu'ils apprennent lentement (problème de communication).

Signalons au passage, qu'en plus de l'accroissement de l'investissement, le Maroc s'est toujours préoccupé de sa répartition équitable à travers toutes les régions du pays. Les différentes lois spécifiques à l'investissement sont assorties de bonnes intentions en termes d'équité comme en témoigne la multiplication des régimes fiscaux dérogatoires. Néanmoins, leur application s'est toujours soldée par un échec, ce qui reflète la faible effectivité de l'Etat. Les inégalités régionales ne cessent de s'accroître. Ce sont les axes les mieux dotés d'infrastructures de base et les plus peuplés qui continuent à drainer les investissements les plus importants. La répartition régionale de l'investissement public, facteur déterminant de l'investissement privé, a été effectuée inévitablement sur la base de considérations souvent politique. L'exemple frappant est celui de la région du Nord reléguée au dernier rang en matière d'infrastructures physiques et sociales. Cette région, connue historiquement par ses actes de mécontentement peu appréciés par le Régime, a suscité peu d'intérêt de la part des décideurs politiques renforçant ainsi le paradoxe selon lequel le Nord, proche de l'Europe, demeure le moins avancé en comparaison à d'autres régions du Maroc.

Chapitre 2

Modélisation du comportement de l'investissement au Maroc

La dimension cruciale des décisions d'investissement est généralement reconnue à double titre. D'une part, ces décisions déterminent, à court terme, la contribution de l'investissement à la demande globale et donc à la croissance conjoncturelle. D'autre part, elles conditionnent, à long terme, le stock de capital productif et la croissance potentielle de l'économie. Il existe une multitude de facteurs censés expliquer ce type de décision : les débouchés, les profits, le coût du capital, le coût du travail, les conditions de financement ou encore l'incertitude. Ces facteurs ont fait l'objet d'un grand nombre de travaux théoriques et empiriques. Le but est d'identifier les véritables déterminants de l'investissement et de mesurer la façon dont la politique économique influence le comportement des investisseurs.

Les premiers travaux de modélisation du comportement de l'investissement datent des années cinquante et le début des années soixante, notamment avec les travaux de Klein et de Jorgenson (modèle néoclassique). Ces travaux ont rapidement ouvert la voie soit à leur enrichissement (le modèle d'autorégression vectorielle, le modèle de taux d'imposition effectif et le modèle de rendement par rapport au coût), soit à une modélisation alternative (le modèle Q de Tobin et les modèles de prévisions directes). Or, en dépit de la robustesse de ces modèles, les résultats empiriques restent encore mitigés. Aussi bien sur des données individuelles qu'agrégées, les vérifications économétriques n'ont pas permis d'établir un lien cohérent avec les modèles théoriques disponibles. Les résultats obtenus sont souvent insatisfaisants pour aider à la mise en oeuvre de politiques économiques susceptibles de soutenir l'investissement.

L'objet de ce chapitre est double. Dans une première section, nous présenterons un survol de la littérature existante sur les déterminants de l'accumulation du capital physique. Nous mettrons surtout l'accent sur le degré de sensibilité des dépenses d'investissement au coût du capital. La seconde section présentera un essai de modélisation du comportement de l'investissement au Maroc. Elle visera, entre autres, à tester la sensibilité de l'accumulation du capital à son coût d'utilisation.

1. Fondements théoriques de la modélisation de l'investissement

L'intense activité de recherche destinée à spécifier les déterminants de la demande d'investissement a conduit à un foisonnement de contributions scientifiques qu'il est malaisé de répertorier. Mais, afin de mieux structurer ces contributions, nous divisons les modèles existants en deux catégories selon que les éléments dynamiques soient traités implicitement ou explicitement.

On parlera de modèles explicites si les éléments dynamiques apparaissent explicitement dans le processus d'optimisation et si les coefficients estimatifs sont reliés explicitement à la technologie sous-jacente et aux paramètres d'anticipation. Dans le cas contraire, on parlera de modèles implicites. Pour chacune de ces deux approches, un modèle de référence est mis au point. Il est enrichi, par la suite, en faisant appel à des apports figurant dans la vaste documentation portant sur l'accumulation du capital physique.

1.1. Les modèles implicites d'investissement

1.1.1. Le modèle de référence

Le modèle de référence est fondé sur une demande de capital. Avec l'addition d'éléments dynamiques, il est également possible de raisonner en termes de demande d'investissement.

La demande de capital, dont la spécification se base sur des principes économiques élémentaires, est déterminée par l'égalité entre les avantages marginaux attendus et les coûts d'une unité de capital. Cette égalité peut être transformée pour que le stock du capital optimal, K_t^* , soit fonction des variables prix et quantité ainsi que des chocs autonomes :

$$K_t^* = f(\text{prix}, \text{quantités}, \text{chocs}) \quad (15.1)$$

En l'absence de tout aspect dynamique, l'entreprise réussirait instantanément à atteindre le niveau optimal d'investissement. Des éléments dynamiques sont ensuite intégrés au modèle de base au moment de la spécification de la demande des flux

d'investissement et sont imposés implicitement, c'est-à-dire sans se référer à une théorie explicite.

Le modèle de référence est fonction de deux types d'éléments dynamiques. Le premier concerne le passage d'une demande de stock à une demande de flux. Ce passage est fondé sur le maintien d'une série d'hypothèses sur les retards d'exécution (y compris les délais de dépenses et de gestation), les coûts d'ajustement, les effets de générations (les propriétés de substituabilité du capital dans certains cas et de non-substituabilité dans d'autres) et les investissements de remplacement. Ces éléments dynamiques peuvent forcer l'entreprise à développer une vision prospective. Toutefois, il est ordinalement impossible pour le chercheur d'observer empiriquement les anticipations de l'entreprise. Un deuxième ensemble d'éléments dynamiques est donc introduit lorsque ces anticipations non observables sont reliées à des variables observables par l'intermédiaire des techniques de régression et d'extrapolation.

1.1.2. Le modèle néoclassique

La spécification la plus souvent utilisée dans l'analyse des dépenses d'investissement reste de loin le modèle néoclassique. Selon ce modèle, initialement mis au point par Jorgensen (1963), l'entreprise qui cherche à maximiser le flux escompté de ses bénéfices sur un horizon de temps infini, peut atteindre le niveau de stock du capital optimal (K_t^*) de façon instantanée. Cette entreprise n'a donc pas à se projeter devant elle. Le problème d'optimisation sur des périodes multiples revêt essentiellement un caractère statique.

En supposant que la fonction de production a une élasticité de substitution (σ) entre le capital et les facteurs variables, nous obtenons la relation suivante entre le stock de capital optimal, le niveau de production Y_t , et le coût d'utilisation du capital C_t :

$$K_t^* = \xi Y_t C_t^{-\sigma} \quad (15.2a)$$

$$C_t = \frac{Q_t}{P_t(1-\tau)} \left[N(1-a_1\tau) - \left(\frac{\dot{Q}}{Q} \right)_t (1-a_2\tau) + \delta(1-a_3\tau) \right] \quad (15.2b)$$

où, à titre de rappel (cf. 1^{ère} chapitre de la première partie de ce travail) P_t et Q_t désignent respectivement le prix de la production et celui du capital, τ le taux d'imposition sur les bénéfices des sociétés, δ le taux de dépréciation économique du capital, N le coût financier du capital et enfin, les paramètres a_1 , a_2 et a_3 désignent respectivement les proportions des charges d'intérêt, des dépenses d'investissement et de gains en capital soumises à la taxation.

Pour obtenir une fonction d'investissement, il faut établir une distinction entre l'investissement nouveau et l'investissement de remplacement. En supposant que le capital se déprécie géométriquement à un taux strictement constant δ , l'investissement de remplacement, I_t^r est proportionnel au stock du capital disponible au début de la période :

$$I_t^r = \delta K_{t-1} \quad (15.3)$$

L'investissement net, I_t^n est égal à la variation du stock de capital entre les périodes $t-1$ et t , et il est pondéré par le stock de capital existant. Ce ratio, qui correspond au rapport K_t/K_{t-1} , s'ajuste en fonction de la moyenne géométrique pondérée des changements relatifs dans le stock de capital optimal.

$$\frac{I_t^n}{K_{t-1}} + 1,0 = \frac{K_t}{K_{t-1}} = \prod_{h=0}^H \left[\frac{K_{t-h}^*}{K_{t-h-1}^*} \right]^{\mu_h} = \prod_{h=0}^H \left[\frac{\Delta K_{t-h}^*}{K_{t-h-1}^*} + 1,0 \right]^{\mu_h} \quad (15.4)$$

où μ représente la distribution du retard d'exécution qui s'étalant sur des périodes $H+1$.

Par une série d'opérations, dont la mise sous forme logarithmique de l'équation (15.4), l'utilisation de l'approximation $\ln(1+x) \approx x$, le calcul de la dérivé du logarithme de l'équation (15.2a) et sa substitution à $\Delta K^*/K^*$, l'utilisation de l'équation (15.3) pour l'investissement de remplacement et l'ajout d'un terme d'erreur stochastique (ε_t), nous obtenons l'équation d'investissement à retards échelonnés suivante :

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \frac{I_t^r}{K_{t-1}} + \frac{I_t^n}{K_{t-1}} = \delta - \sigma \sum_{h=0}^H \mu_h \left(\frac{\Delta C_{t-h}}{C_{t-h-1}} \right) + \sum_{h=0}^H \mu_h \left(\frac{\Delta Y_{t-h}}{Y_{t-h-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (15.5)$$

Les éléments dynamiques liés à l'investissement de remplacement découlent des hypothèses explicites, mais la théorie reste plutôt muette sur les éléments dynamiques relatifs à l'investissement net, tel que représenté par les coefficients de retards échelonnés.

Plusieurs estimations fondées sur des variantes de l'équation (15.5) ont déjà été publiées. Comme lors de tout effort novateur, elles ont fait l'objet d'un certain nombre de critiques. Ces critiques concernent particulièrement la cohérence du modèle théorique, les caractéristiques de la technologie et la quantification des anticipations.

S'agissant de la cohérence du modèle théorique, trois problèmes furent soulevés. En premier lieu, l'entreprise qui maximise son profit détermine simultanément son stock de capital, ses autres facteurs de production et son niveau de production. L'équation (15.2) ou (15.5) ne reconnaît ordinairement ni ces interactions ni le rapport de dépendance entre le niveau optimal de production et le coût d'utilisation du capital. En ce qui concerne cette dernière question, même si le caractère endogène de la production ne fausse pas l'estimation des coefficients, des simulations fondées sur l'équation (15.5) peuvent sous-estimer l'incidence des politiques visant à stimuler la formation de capital. En deuxième lieu, la mise au point de l'équation (15.5) repose sur un traitement non harmonieux des délais d'exécution. Le stock de capital optimal, défini à partir de l'équation (15.2) est obtenu en supposant que la livraison des biens d'équipement se fait immédiatement ; l'investissement net défini à l'aide de l'équation (15.4) est fondé sur une distribution avec retard d'exécution. Selon cette formulation, le sentier d'investissement généré par le modèle néoclassique n'est peut-être pas optimal. Toutefois, dans le contexte d'anticipations statiques (hypothèse de Jorgenson), le modèle est cohérent parce que les avantages et les coûts d'acquisition du capital sont censés être identiques dans le temps, ce qui signifie qu'ils sont indépendants de tout délai d'exécution. En troisième lieu, on a remis en question la définition de K^* dans l'équation (15.2). Aucun problème ne survient si la technologie de production affiche des rendements décroissants mais, lorsque les rendements sont constants, K^* est mal défini. Dans ce cas, Jorgenson (1972) a soutenu que "le niveau de capital souhaité devrait être considéré comme une cible mobile et non comme la

valeur d'équilibre à long terme du capital. [...] Cette politique est identique à celle qui permet de décrire une technologie comportant des niveaux de production et des installations soumis à des rendements à l'échelle constants". A l'instar de l'analyse des délais d'exécution, une telle interprétation est fonction d'anticipations statiques. Le relâchement de cette hypothèse et la spécification du modèle théorique sur une base explicite font partie des questions qui demeurent en suspens dans la recherche sur l'investissement.

Le deuxième ensemble de critiques a trait aux caractéristiques de la technologie et s'articule autour de trois aspects. D'abord, les effets de générations peuvent exercer une influence sur le rapport entre les investissements passés et le stock de capital qui entre dans la fonction de production. L'absence de ces effets s'explique par le caractère de substituabilité parfaite du capital. A la fois avant qu'après sa mise en place, le capital peut être combiné à d'autres facteurs selon toute proportion jugée souhaitable. Cette hypothèse est utilisée dans la plupart des études sur l'investissement et signifie que la période au cours de laquelle le capital est acquis n'a aucune importance particulière. A l'autre extrême, le facteur "génération" importe si le capital n'est pas parfaitement substituable. Lors de son acquisition, le capital peut être combiné aux autres facteurs dans toutes les proportions désirées. Mais, après sa mise en place, la proportion demeure fixe jusqu'à ce que le bien d'équipement soit retiré. Par conséquent, des variations de production entraînent une hausse d'investissement plus rapide que celle générée par des variations comparables (par rapport à K_t^*) du coût d'utilisation. Dans ces conditions, l'équation (15.5) doit contenir des retards échelonnés distincts pour la production et pour le coût d'utilisation.

L'hypothèse de dépréciation du capital à taux géométrique constant constitue le deuxième problème touchant aux caractéristiques de la technologie. Cela permet de considérer l'investissement de remplacement comme une proportion fixe du stock de capital existant. Pour beaucoup, cette hypothèse paraît très forte. Un examen plus poussé donne à penser que, pour de nombreux biens d'équipement, les taux d'amortissement peuvent être modifiés par les entreprises par l'intermédiaire des variations au niveau de l'utilisation ou de l'entretien. Ces choix représentent des

marges supplémentaires par l'intermédiaire desquelles les facteurs économiques, comme la fiscalité, les taux d'intérêt et le rythme d'inflation, peuvent exercer une influence sur les stratégies de l'entreprise.

Le dernier aspect de la technologie qui a soulevé beaucoup de controverses concerne la valeur de σ . Ce paramètre représente à la fois l'élasticité de substitution entre le travail et le capital et l'élasticité de K_t^* par rapport à C_t , qui comprend tous les éléments de prix. Selon la version originale du modèle néoclassique (l'équation 15.5), l'influence des politiques fiscales et des taux d'intérêt, toutes choses étant égales par ailleurs, est étroitement liée à la valeur de σ . Les estimations directes de σ ont donné des résultats assez mitigés, avec des valeurs près de l'unité (comme Jorgenson l'a supposé) dans le cas d'études transversales et des estimations beaucoup plus faibles d'après des analyses de séries chronologiques.

Le troisième ensemble de critiques a trait aux anticipations. Le rôle de σ , par exemple, dépend dans une large mesure d'anticipations à caractère statique. Toutefois, dans le contexte d'anticipations à caractère non-statique, les termes de l'équation (15.2a) seraient répartis sur des périodes actuelles et futures et ils seraient interprétés comme des valeurs attendues. En évaluant approximativement K_t^* , à l'aide d'une relation linéaire et en supposant que les anticipations relatives à la production et au coût d'utilisation sont fondées sur des extrapolations de valeurs passées, nous obtenons la version modifiée suivante du modèle néoclassique :

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \delta - \sigma \sum_{h=0}^{H_C} a_h \left(\frac{\Delta C_{t-h}}{C_{t-h-1}} \right) + \sum_{h=0}^{H_Y} b_h \left(\frac{\Delta Y_{t-h}}{Y_{t-h-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (15.6)$$

Comme l'indique l'équation (15.6), le seul fait de connaître σ ne permet pas de déterminer la sensibilité de l'investissement au coût du capital. Les coefficients des retards échelonnés estimés sont un amalgame de paramètres de technologie, de délais d'exécution et d'anticipation, représentés par σ et les coefficients a_h .

Dans le cadre de l'analyse présentée ci-dessus, les anticipations jouent un rôle crucial au niveau des décisions d'investissement. Dans les diverses versions du modèle néoclassique, les anticipations sont supposées statiques ou extrapolatives, tandis que

les anticipations inconnues sont remplacées par les retards échelonnés d'observations passées. Tout en étant faciles à appliquer empiriquement, ces modes d'anticipation sont totalement irréconciliables avec le caractère prospectif de l'accumulation du capital. Quatre préoccupations connexes ont fait surface :

- a) D'après des extrapolations de ce genre, tous les changements qui peuvent résulter de la politique fiscale sont traités comme s'ils étaient permanents. Ainsi, les exonérations fiscales temporaires, par exemple, auraient les mêmes effets que des exonérations permanentes sur le coût d'utilisation du capital attendu.
- b) Des changements annoncés au préalable dans les paramètres fiscaux n'auraient aucune incidence immédiate selon le modèle néoclassique. On s'attendrait par ailleurs que les entreprises modifieraient leurs plans pour tirer avantage des effets anticipés de politiques futures. Un tel scénario fut présenté aux Etats-Unis en 1981 au moment de l'entrée en vigueur graduelle des modalités du programme 10-50-3 concernant les provisions pour amortissement. En vertu de ces dernières, les entreprises avaient une incitation à retarder leurs dépenses courantes d'investissement parce qu'elles prévoyaient des montants de déduction fiscale plus généreux dans les années subséquentes. Des stimulants semblables existaient à la fin de 1992 en raison du rétablissement prévu du crédit d'impôt à l'investissement par l'Administration du Président Clinton.
- c) Les anticipations des entreprises reposent sur tous les renseignements auxquels elles ont accès, de sorte que l'hypothèse selon laquelle les entreprises utilisent un seul retard avec des paramètres inchangés peut sembler restrictive. Ces paramètres sont le reflet de caractéristiques fondamentales de l'économie qui peuvent en soi être appelées à changer.
- d) L'utilisation d'une auto-régression à une seule variable pour analyser le coût d'utilisation du capital attendu a pour effet d'astreindre toutes les variables comprises dans C_t , à partager le même ensemble de paramètres relatifs aux anticipations. Il est peu probable que la fiscalité et les taux d'intérêt attendus possèdent des propriétés chronologiques semblables. Les coefficients estimés dans

la fonction d'investissement seront instables au fil du temps et peu fiables pour évaluer des politiques de remplacement.

1.1.3. Les autres modèles implicites

Cette analyse du modèle néoclassique nous a permis de mettre en relief trois critiques importantes : Cohérence du modèle théorique, caractéristiques de la technologie et quantification des anticipations. Ces questions non résolues ont donné lieu à deux réactions opposées : soit l'introduction dans les modèles d'un plus grand nombre d'aspects structurels soit l'utilisation de moins d'aspects structurels que ne le fait le modèle néoclassique. La première réaction est l'œuvre des adeptes de l'approche explicite d'accumulation du capital. Nous y reviendrons dans le paragraphe suivant. Quant à la seconde réaction, elle se situe dans la même logique que le modèle implicite de référence. Nous décrivons brièvement ici trois modèles introduits pendant les années quatre-vingt : le modèle d'autorégression vectorielle, le modèle de taux d'imposition effectif et le modèle de rendement par rapport au coût.

Le point de départ de ces modèles est l'existence de chocs autonomes susceptibles de jouer un rôle important sur le plan de l'évaluation des déterminants de l'investissement. Un problème de simultanéité attribuable à des chocs autonomes contenus dans le terme résiduel (ε_t) pourrait avoir des effets significatifs sur les résultats empiriques obtenus. Par exemple, des chocs pourraient être corrélés positivement tant avec ΔY_t qu'avec ΔC_t dans l'équation (15.5) ou l'équation (15.6). Cela s'explique par l'interaction de chocs technologiques avec l'endogénéité simultanée des décisions de l'entreprise ou par les liens entre l'épargne globale et l'investissement. La distorsion qui en résulte pourrait expliquer la présence d'effets de production importants et d'effets de coût d'utilisation non significatifs, même si ce dernier élément exerce un effet négatif important sur l'investissement. Les variables instrumentales constituent la technique économétrique la plus appropriée pour résoudre ce problème. Mais il est difficile de trouver des instruments valables, notamment l'échelle agrégée.

En réponse à ces problèmes possibles, Sims (1980) a préconisé l'utilisation d'une approche à caractère relativement non structurel. Croyant que les restrictions

nécessaires pour déterminer la structure économétrique étaient “extraordinaires”, Sims a considéré comme endogène chacune des variables du système. Il a ensuite calculé une régression des valeurs courantes par rapport à leurs propres retards ainsi que par rapport à ceux de toutes les autres variables du système. Dans cette autorégression vectorielle, les éléments dynamiques restent implicites. Quelques auteurs seulement, Gordon et Veitch (1986), McMillin (1985) et Funke (1989), ont utilisé cette approche pour analyser les dépenses d’investissement. En 1982, Martin Feldstein a présenté deux nouveaux modèles conçus surtout pour mesurer l’impact des impôts sur le niveau d’investissement : le modèle de taux d’imposition effectif et le modèle de rendement par rapport au coût. Le premier présente un intérêt considérable car il offre une façon différente d’examiner les effets de la fiscalité sur l’investissement. Il relie directement l’investissement à une variable de prix et une variable de quantité. La première est représentée par le rendement réel net du capital : RN_t , défini comme étant le rendement moyen pour les détenteurs d’actions et d’obligations, déductions faite de l’amortissement et des impôts effectifs. Ce dernier élément représente une mesure globale des impôts ayant une incidence sur les bailleurs de fonds ultimes. Elle tient aussi compte des impôts sur le revenu des sociétés, la propriété, les dividendes, les gains de capitaux et les revenus d’intérêt reçus par les créanciers. Quant à la variable de quantité, elle capte les variations de la demande et elle est mesurée à l’aide d’un indice d’utilisation de la capacité de production, $UCAP_t$. Des éléments dynamiques sont intégrés au modèle en décalant d’une période les variables de prix et de quantité. L’objectif de ce décalage est de tenir compte des délais au niveau de la prise de décision, de la production et des expéditions et d’éviter les biais de simultanéité¹. En combinant ces divers éléments et en y ajoutant un terme d’erreur stochastique, nous obtenons la spécification suivante du modèle de taux d’impôt effectif :

$$\frac{I_t''}{Y_t} = \gamma_0 + \gamma_1(RN)_{t-1} + \gamma_2(UCAP)_{t-1} + \varepsilon_t \quad (15.7)$$

¹ Comme l’équation d’investissement est estimée avec une correction des moindres carrés généralisés pour l’autocorrélation des résidus, le délai dépasse une période.

dans laquelle la variable dépendante est pondérée par la production, probablement pour tenir compte de la composante tendancielle dans les séries d'investissement et pour ramener toutes les variables aux mêmes unités.

Une différence importante entre le modèle néoclassique et celui du taux d'impôt effectif est que la variable de prix dans le modèle néoclassique C_t est définie en fonction d'un concept marginal, tandis que RN_{t-1} est fondé sur des moyennes. Aucune des deux approches ne semble dominer dans l'analyse des stimulants à la formation de capital. Les rendements moyens représentent une mesure insuffisante parce qu'ils ne sont pas directement reliés aux décisions marginales qui figurent au cœur de la théorie économique. Toutefois, le calcul des avantages et des coûts marginaux du capital ne peut être effectué qu'en considérant des caractéristiques choisies du système fiscal et en maintenant un certain nombre d'hypothèses des marchés concurrentiels, des bénéfices imposables uniformément positifs et la maximisation d'une certaine fonction objective assujettie à une technologie donnée. Les études qui se fondent sur des rendements moyens sont surtout considérées comme complémentaires à celles fondées sur des concepts marginaux. Dans le premier type d'études, des hypothèses, peut-être restrictives, sont relâchées au détriment d'un lien direct avec un modèle d'accumulation du capital bien spécifié.

L'autre nouveau modèle présenté par Feldestein vise à mesurer les stimulants à l'investissement marginal en comparant la valeur maximale du rendement net potentiel, $MPNR_t$, qu'une entreprise peut obtenir sur un projet d'investissement normal au coût de son financement, COF_t . Selon ce modèle de rendement par rapport au coût, la règle de décision suivante permet d'assurer l'égalité entre les avantages et les coûts, et de déterminer le niveau désiré du stock de capital :

$$MPNR_t = COF_t \quad (15.8)$$

Le terme $MPNR_t$, relié selon une fonction positive à un taux de rendement marginal hypothétique, comprend les impôts. L'intégration des éléments dynamiques au modèle se fait par le biais d'un mécanisme d'ajustement partiel : lorsque les avantages $MPNR_t$ sont plus élevés que les coûts COF_t , les entreprises commencent à acquérir du capital

jusqu'à ce que l'égalité décrite par l'équation (15.8) soit rétablie. Pour obtenir l'équation du modèle de rendement par rapport aux coûts, il faut supposer que l'investissement net est positivement influencé par les variations de la demande. Il faut également déclarer les variables indépendantes et ajouter un terme d'erreur stochastique :

$$\frac{I_t''}{Y_t} = \gamma_0 + \gamma_1(MPNR_t - COF_{t-1}) + \gamma_2UCAP_{t-1} + \varepsilon_t \quad (15.9)$$

1.2. Les modèles explicites d'investissement

Une autre façon de répondre aux critiques adressées au modèle néoclassique consiste à intégrer un plus grand nombre d'éléments structurels lors de la spécification de l'équation d'investissement. Nous présenterons dans ce paragraphe des modèles où ces éléments dynamiques apparaissent explicitement dans le processus d'optimisation. Les coefficients estimés sont liés explicitement à la technologie sous-jacente et aux paramètres d'anticipation. Après avoir décrit le modèle de référence, nous examinerons trois solutions au problème des anticipations non observables. Ces solutions se rattachent à la théorie Q de Tobin, à l'équation d'Euler et aux modèles de prévisions directes.

1.2.1. Le modèle de référence

Dans le contexte du modèle de référence, les aspects dynamiques de la technologie sont pris en considération en posant l'hypothèse que l'entreprise fait face à des coûts d'ajustement lorsqu'elle modifie son stock de capital. Eisner et Strotz (1963) ont traduit ces coûts d'ajustement qui peuvent représenter soit des coûts externes, attribuables à une courbe d'offre de biens d'investissement inclinée vers le haut soit des coûts internes. Les études ont généralement mis l'accent sur les coûts d'ajustement internes. Ces coûts se manifestent sous la forme de pertes de production attribuables à des interruptions du processus de production existant lors du rodage de nouveaux biens d'équipement et du recyclage des travailleurs, d'embauche de travailleurs additionnels pour installer le nouvel équipement ou d'écart entre les quantités d'équipement acquis et installé. Ces coûts sont supposés augmenter à un rythme croissant. Il s'agit là d'une hypothèse qui joue un rôle crucial dans les modèles explicites. En effet, avec des coûts

d'ajustement de forme linéaire ou concave, l'entreprise ferait face à une politique d'investissement du tout ou rien. La convexité obligera les entreprises à songer sérieusement à l'avenir, puisqu'une accumulation trop rapide du capital se révélera coûteuse. Par ailleurs, une accumulation trop faible se traduirait par un manque à gagner sous forme de bénéfices réduits.

Pour des besoins de l'analyse, construisons un modèle de référence en se fondant sur un processus d'optimisation. Supposons que l'entreprise choisisse des facteurs afin de maximiser la somme actualisée des flux de trésorerie attendus. L'entreprise n'exercerait aucune influence sur la détermination des prix sur les marchés des facteurs de production et des produits finis. Elle serait également assujettie à des contraintes de production, de coût d'ajustement et de technologies d'accumulation. La production Y_t est déterminée par le travail L_t , le capital K_t et un choc technologique stochastique (T_t). La technologie de production est définie par la relation $Y_t = F[L_t, K_t, T_t]$. Contrairement au caractère variable du facteur travail, le facteur capital est presque fixe puisque les additions nettes au stock de capital entraînent des coûts d'ajustement. Ceux-ci sont représentés par $G[I_t, K_t, T_t]$ qui augmente en I_t , diminue en K_t et dont la valeur est déterminée d'après le prix du manque à produire. L'accumulation du stock de capital existant équivaut à une somme pondérée des investissements passés. Si les facteurs de pondération suivent une tendance géométrique à la baisse, nous obtenons l'équation de transition bien connue du capital, $K_t = I_t + (1 - \delta)K_{t-1}$. Le prix de la production est mesuré par le numéraire. Quant aux prix relatifs du travail et de l'investissement, ils sont représentés respectivement par w_t et p_t^I .

Pour expliciter le caractère fondamentalement prospectif du processus de décision de l'entreprise, introduisons un opérateur d'anticipations, $E_t\{\cdot\}$, dans lequel l'indice indique que les anticipations sont fondées sur les renseignements accessibles à l'entreprise au début de la période t . De ces considérations, nous pouvons tirer l'équation suivante pour les *cash flow* ou flux de trésorerie, CF_t , au temps t :

$$E_t \{CF_t\} = E_t \{F[L_t, K_t, T_t] - G[I_t, K_t, T_t] - w_t L_t - p_t^I I_t\} \quad (15.10)$$

Compte tenu de la restriction que comporte la contrainte sur l'accumulation du capital, l'entreprise cherchera à maximiser la sommes des flux de trésorerie attendus, actualisés au taux N . Elle sera confrontée au problème d'optimisation suivant :

$$\text{Max}_{L,K} E_t \left\{ \sum_{s=t}^{\infty} \left\{ (1+N)^{-(s-t)} \left\{ F[L_s, K_s, T_s] - G[I_s, K_s, T_s] - w_s L_s - p_s^I I_s \right\} \right\} \right\} \quad (15.11a)$$

sous contrainte:

$$I_s \equiv K_s - (1-\delta)K_{s-1} \quad (15.11b)$$

En utilisant la méthode de calcul des variations (principe du maximum de Pontryagin) et en prenant la dérivée des équations (15.11a) et (15.11b) par rapport au capital et au travail, nous obtiendrons les conditions suivantes de définition d'un optimum :

$$E_t \{F_L[L_t, K_t, T_t] - w_t\} = 0 \quad (15.12)$$

$$E_t \left\{ \lambda_t - \Delta^\rho \{G_I[I_t, K_t, T_t]\} - \Delta^\rho \{p_t^I\} \right\} = 0$$

$$\lambda_t \equiv F_K[L_t, K_t, T_t] - G_K[I_t, K_t, T_t]$$

$$\Delta^\rho \{\chi_t\} \equiv \chi_t - \rho \chi_{t+1} \text{ avec } \chi_t = \{G_t[t], p_t^I\}$$

$$\rho \equiv (1-\delta)/(1+N) < 1 \quad (15.13)$$

$$\lim_{s \rightarrow \infty} E_t \left\{ (1+N)^{-(s-t)} \left\{ \lambda_{t+s} - p_{t+s}^I - G_t[t+s] \right\} K_{t+s} \right\} = 0 \quad (15.14)$$

L'équation (15.12) illustre la condition de productivité marginale habituelle pour une unité de facteur variable. Quant à l'équation (15.13), elle indique que, le long du sentier optimal d'accumulation du capital, l'entreprise sera indifférente à une augmentation de capital d'une unité au temps t et à une diminution de $(1-\delta)$ unités au temps $t+1$, ce qui laisse donc le stock du capital inchangé à compter de la période $t+1$. L'avantage de cette perturbation est mesuré par λ_t , qui représente la recette marginale du capital sur une période donnée, déduction faite de la diminution des coûts d'ajustement attribuables à un niveau de capital plus élevé. La perturbation du

stock de capital est une opération coûteuse. Selon l'équation d'Euler (15.13), λ_t est égal aux coûts marginaux d'ajustement et d'acquisition engagés au temps t et économisés au temps $t+1$. Ces perturbations sont représentées par l'opérateur $\Delta^\rho \{\cdot\}$ dans l'équation (15.13). Signalons également que les sommes économisées au temps $t+1$ sont corrigées pour tenir compte de l'actualisation et de l'amortissement, tels que représentés par ρ .

La condition de transversalité, assurée par l'équation (15.14), empêche la valeur de l'entreprise et la valeur du stock de capital de devenir explosives. Son importance dans les travaux appliqués tient au fait qu'elle sert de condition-limite utilisée pour obtenir la solution suivante à l'équation aux différences finies (12 b) pour le capital :

$$E_t \{ \Lambda_t - p_t^I - G_t [I_t, K_t, T_t] \} = 0 \quad (15.15)$$

$$\Lambda_t \equiv \sum_{s=0}^{\infty} \rho^s \lambda_{t+s} \quad (15.16)$$

L'équation (15.15) est l'équivalent dynamique de la règle de décision simple pour le stock du capital optimal de l'équation (15.1). Elle permet de rendre égaux les avantages et les coûts marginaux attendus d'un investissement au temps t . L'avantage marginal est mesuré à l'aide du prix fictif du capital Λ_t . Il se définit comme la somme actualisée des recettes marginales (λ_{t+s}) au cours de la durée de vie du bien d'équipement, telle qu'évaluée à partir des renseignements disponibles au temps t . Quant au coût marginal, il est égal à la somme des coûts d'achat et des coûts d'ajustement irrécupérables liés à l'investissement. Comme les coûts irrécupérables sont impossibles à recouvrer, l'entreprise se voit obligée de considérer l'avenir lorsqu'elle fait un investissement. La politique d'investissement optimal peut être définie à partir de deux formulations différentes : soit une comparaison entre les avantages nets d'investir immédiatement et ceux d'investir plus tard (équation (15.13)), soit une comparaison entre les avantages générés par le bien d'équipement au cours de sa durée de vie et les coûts qui s'y rattachent (équation (15.15)).

Pour obtenir une équation d'investissement pouvant servir de point de référence aux modèles trouvés dans les études existantes, nous supposons que les coûts d'ajustement

sont de forme quadratique pour l'investissement brut, homogènes de degré un pour I_t et K_t , et subissant l'effet du choix de la technologie, T_t :

$$G[I_t, K_t, T_t] = (\psi/2)[I_t/K_t - T_t]^2 K_t \quad (15.17)$$

A partir de l'équation (15.17), nous pouvons obtenir le modèle de référence suivant :

$$I_t/K_t = (1/\psi)[E_t\{\Lambda_t\} - p_t'] + u_t \quad (15.18)$$

où le terme d'erreur u_t est identique au choc de la technologie. Ainsi, lorsqu'il y a un écart entre $E_t\{\Lambda_t\}$ et p_t' , l'entreprise a une incitation à modifier son stock de capital, mais ses initiatives restent limitées par le caractère convexe de la technologie du coût d'ajustement. Plus la pente de la fonction du coût d'ajustement est accentuée, plus ψ est élevé et plus la vitesse de réponse de l'investissement sera ralentie.

Contrairement aux modèles implicites, l'équation (15.18) ne contient pas de variables décalées. Compte tenu des coûts d'ajustement dynamiques auxquels l'entreprise est confrontée, cette situation a de quoi étonner. Rappelons, toutefois, que l'équation (15.18) ne représente pas une règle de décision de forme analytique fermée en matière d'investissement (puisque I_t influe sur les λ_{t+s} dans Λ_t), mais plutôt une condition de cohérence qui ne reflète qu'une partie des renseignements tirés du problème d'optimisation. Si les autres restrictions qui sous-tendent un comportement optimal étaient prises en considération de façon simultanée, les sentiers de $I_{t,t}$ et K_t seraient alors "léthargiques" et fonction de variables décalées.

Le modèle de référence de l'équation (15.18) sert de fondement à tous les modèles examinés dans ce paragraphe. Il permet de répondre à plusieurs questions non résolues, que le programme de recherche néoclassique a mis en relief. Comme cette équation est le résultat d'un programme d'optimisation, elle est théoriquement cohérente. Elle reconnaît explicitement les aspects dynamiques attribuables aux anticipations et à la technologie et permet d'isoler leurs influences respectives. De plus, le terme d'erreur découle explicitement de la théorie.

1.2.2. Les autres modèles explicites

Le modèle de référence a fait l'objet de discussions théoriques rigoureuses. L'objectif n'est pas tant de rejeter que d'apporter des solutions au problème d'anticipations non observables. Nous passerons brièvement en revue trois types de solutions se rattachant à la théorie Q de Tobin, à l'équation d'Euler et aux modèles de prévisions directes.

La théorie Q de Tobin fait appel à des renseignements tirés des marchés financiers pour rattacher l'élément $E_t \{\Lambda_t\}$ à des coûts observables. Selon cette théorie, les dépenses d'investissement sont positivement corrélées au Q moyen. La valeur de ce dernier est égal au rapport entre la valeur financière de l'entreprise V_t et le coût de remplacement de son stock de capital existant :

$$Q_t^A = V_t / p_t^I K_t \quad (15.19)$$

Déjà en 1936, Keynes a exprimé de façon percutante l'aspect intuitif qui sous-tend la théorie Q de l'investissement : “[...] des évaluations quotidiennes des marchés boursiers [...] exercent inévitablement une influence décisive sur le taux d'investissement courant. Certes, il serait illogique de mettre sur pied une nouvelle entreprise à un coût plus élevé que celui auquel il serait possible d'acquérir une entreprise semblable déjà existante ; par ailleurs, il y a une incitation à dépenser des sommes qui peuvent sembler extravagantes sur un nouveau projet, s'il est possible de lancer une émission sur les marchés boursiers et de réaliser un bénéfice immédiat”.

La validation de cette notion intuitive a été effectuée à partir de modèles formels dans lesquels la technologie sur le coût d'ajustement et la démarche d'optimisation ont permis d'établir un rapport entre l'investissement et le Q marginal, c'est-à-dire le ratio des recettes futures actualisées tirées d'une unité supplémentaire de capital à son prix d'acquisition : $E_t \{\Lambda_t\} / p_t^I$. Puisque le Q marginal n'est pas observable, les économistes utilisent souvent le Q moyen observable dans leurs études empiriques. Les conditions formelles selon lesquelles cette substitution est acceptable furent établies par Hayashi (1982) : les marchés des produits et des facteurs sont concurrentiels, les technologies de coûts d'ajustement et de production sont linéaires, le capital est homogène et les décisions d'investir sont en grande partie distinctes des

autres décisions à caractère réel et financier. Selon ces conditions formelles, un comportement d'optimisation met en cause la relation suivante pour la valeur (en monnaie constante) de l'entreprise d'après son évaluation sur les marchés financiers V_t :

$$V_t = E_t \{ \Lambda_t \} K_t \quad (15.20)$$

Dans l'équation (15.20), les hypothèses sur la structure du marché et la technologie signifient que l'entreprise ne s'attend pas à faire de bénéfices sur des mesures prises pendant et au-delà de la période t . La valeur de l'entreprise est égale aux quasi- rentes (le produit du prix fictif attendu du capital) tirées du stock de capital existant.

Le modèle d'investissement Q découle des équations (15.18) et (15.20). Il relie le ratio investissement-capital au Q observable :

$$I_t / K_t = (1/\psi) Q_t + u_t \quad (15.21)$$

$$Q_t \equiv (Q_t^A - 1) p_t^I$$

L'inclusion de p_t^I dans la définition de Q_t a pour but de tenir compte de l'évaluation des coûts d'ajustement. L'équation (15.21) permet de solutionner le problème des anticipations non observables en rendant une variable prospective égale à une autre déjà observée. Un aspect particulièrement intéressant de l'équation (15.21) est que, contrairement aux modèles néoclassiques ou aux autres modèles implicites (cf. les équations (15.6), (15.7) et (15.9)), l'instabilité au niveau des paramètres d'anticipation n'affectera pas l'équation d'investissement Q . La raison tient au fait que les anticipations entrent dans l'équation (15.21) directement par le biais de Q_t^A . Les modèles Q permettent aux anticipations de jouer un rôle direct dans la spécification économétrique parce qu'ils sont fondés sur des données provenant des marchés financiers. Ces derniers intègrent les anticipations des variables futures pertinentes aux décisions d'investissement et facilement accessibles.

L'apport du modèle Q de Tobin peut être résumé de la façon suivante : l'entrepreneur investit dans de nouveaux projets si le marché les valorise au-delà de ce qu'ils ont coûté ; l'investissement est rentable tant que l'accroissement de la valeur de l'entreprise

résultant de ce nouvel investissement reste supérieur à son coût. Si $Q < 1$, le capital nouveau coûte trop cher par rapport à la valorisation boursière du capital existant : mieux vaut acheter une entreprise sur le marché plutôt que d'investir. Si $Q > 1$, au contraire, il est rentable d'investir, puisque les anticipations de profit contenues dans le cours boursier dépassent le coût d'achat du capital.

En principe, le Q de Tobin résume toute l'information utile. Cependant, il existe de nombreux problèmes conceptuels et empiriques qui entravent son utilisation. Ce ratio ne peut être calculé que pour une partie des entreprises notamment celles cotées en bourse. Il existe un réel biais de sélection dans la mesure où il s'agit des plus grosses entreprises du pays. Expliquer l'investissement macroéconomique à partir de ce ratio suppose une agrégation des comportements pour laquelle on fait l'hypothèse que la décision d'investissement des plus grandes entreprises est reproduite par les plus petites. Cette hypothèse apparaît forte et constitue la raison principale de sa faible utilisation dans les études macro-économiques.

Les équations d'Euler offrent une deuxième solution au problème des anticipations non-observables, c'est-à-dire celles contenues dans le terme $E_t \{ \Lambda_t \}$. Dans l'équation (15.16) on peut éliminer la majeure partie des variables dans l'expression $E_t \{ \Lambda_t \}$ en utilisant une transformation inspirée du modèle de Koyck. Une autre approche plus directe consiste à combiner l'équation d'Euler (15.13) et l'équation de la technologie du coût d'ajustement (15.17). Dans un cas comme dans l'autre, nous obtiendrons l'équation suivante :

$$I_t / K_t = \rho E_t (I_{t+1} / K_{t+1}) - (1/\psi) (p_t' - \rho E_t \{ p_{t+1}' \}) + (1/\psi) E_t (\lambda_t) + T_t \quad (15.22)$$

L'importance de l'équation (15.22) tient au fait que le nombre infini d'éléments inconnus λ_{t+s} ($s = 0, \infty$) a pu être réduit de façon significative pour s'établir à seulement λ_t .

Nous poursuivons l'estimation en paramétrisant λ_t en fonction de la technologie (cf. l'équation (15.13)) et en substituant les valeurs actuelles aux valeurs attendues dans l'équation (15.22). Dans le contexte d'anticipations rationnelles, les valeurs actuelles

représentent les anticipations de façon adéquate jusqu'à concurrence d'une erreur de type additif et de forme orthogonale (Mc Callum, 1979). L'équation (15.22) nous permet d'obtenir le modèle suivant d'équation d'Euler :

$$I_t/K_t = \rho(I_{t+1}/K_{t+1}) - (1/\psi)(p_t' - \rho p_{t+1}') + (1/\psi)\lambda_t + u_t \quad (15.23)$$

$$u_t = \eta_t + e_t - \rho e_{t+1}$$

où le terme d'erreur u_t est une combinaison de chocs technologiques et d'erreurs d'anticipation e_t .

Une troisième solution au problème des anticipations non-observables consiste à projeter directement les termes inconnus λ_{t+s} dans l'expression Λ_t . Un élément-clé des modèles de prévision directe est l'hypothèse de processus stochastiques régissant λ_t , que l'on peut spécifier, à des fins d'exposition, comme une autorégression unidimensionnelle du premier ordre :

$$\lambda_t = \mu\lambda_{t-1} + e_t \quad (15.24)$$

dans laquelle μ représente un paramètre d'anticipation et e_t une erreur d'anticipation. Dans le contexte d'anticipations rationnelles, e_t est de forme orthogonale par rapport à toutes les variables connues de l'entreprises à l'instant t . En combinant cette hypothèse à l'équation (15.24) et en utilisant des informations disponibles au début de la période t , nous calculons la valeur de λ_{t+s} au moyen de la relation récursive suivante :

$$E_t \{ \Lambda_{t+s} \} = \mu^{s+1} \lambda_{t-1} \quad (15.25)$$

L'application du modèle de prévision directe s'effectue en estimant soit simultanément soit par approximations successives les équations qui décrivent les prévisions et l'optimisation. Dans le premier cas, l'équation (15.25) est substituée de façon itérative dans le modèle de référence de l'équation (15.18) en remplaçant les éléments non observés $E_t \{ \Lambda_t \}$ de la manière suivante :

$$E_t \{ \Lambda_t \} = \sum_{s=0}^{\infty} \rho^s E_t \{ \lambda_{t+s} \} = \lambda_{t-1} \sum_{s=0}^{\infty} \rho^s \mu^{s+1} = \lambda_{t-1} \left[\mu / (1 - \rho\mu) \right] \quad (15.26)$$

Nous obtiendrons ainsi le modèle de forme analytique fermée suivant :

$$\frac{I_t}{K_t} = \left[\frac{\mu}{\psi(1-\rho\mu)} \right] \lambda_{t-1} - \left[\frac{1}{\psi} \right] p_t^I + u_t \quad (15.27)$$

dans lequel le paramètre u_t ne contient que T_t et il est de forme orthogonale par rapport à λ_{t-1} . Comme dans le cas des modèles implicites, les coefficients estimés dans l'équation (15.27) représentent un ensemble d'anticipations sous-jacentes μ et de paramètres de technologie ψ et ρ . Ces derniers sont déterminés par le biais de l'estimation sur une base simultanée du processus de contrainte stochastique et la règle de décision en matière d'investissement.

L'approche itérative permet de séparer la prévision des valeurs attendues de l'estimation des paramètres de technologie. Dans une première étape, l'expression $E_t \{\Lambda_t\}$ est chiffrée en fonction des paramètres et des variables connus au temps T . Cette opération s'effectue en estimant le paramètre d'anticipation dans l'équation (15.24) et en calculant ensuite l'expression $E_t \{\lambda_{t+s}\}$ au moyen de l'équation (15.25) et l'expression $E_t \{\Lambda_t\}$ au moyen de l'équation (15.16). Dans une deuxième étape, la valeur calculée du terme $E_t \{\Lambda_t\}$ est insérée en tant que variable explicative dans le modèle de référence. La dernière étape consiste à estimer l'équation (15.18).

Au terme de ce survol théorique, il paraît que le choix entre ces deux familles de modèle est difficile. L'analyste est confronté au dilemme de choisir entre des modèles implicites empiriquement fiables mais conceptuellement imparfaits et des modèles explicites ayant un fondement théorique solide, mais une superstructure empirique fragile. Bien que les deux approches possèdent des points faibles et des points forts, elles fournissent des renseignements utiles et complémentaires.

2. Approche empirique

Notre propos dans cette section est d'analyser l'effet de la variation du coût de capital sur le taux d'investissement. A cette fin, nous estimons une variante du modèle néoclassique d'investissement. Bien que ce modèle ait fait l'objet de nombreuses

critiques, il a donné de bons résultats empiriques comparativement à des modèles théoriquement plus rigoureux.

Le modèle que nous avons retenu découle de l'équation (15.6) à laquelle nous avons apporté quelques modifications :

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \delta + \sum_{j=0}^j \beta_j \left(\frac{\Delta C_{t-j}}{C_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \gamma_j \left(\frac{\Delta Y_{t-j}}{Y_{t-j-1}} \right) + \varepsilon_t \quad (16.1)$$

où I_t et K_{t-1} désignent respectivement l'investissement à l'instant t et le niveau du stock de capital à l'instant $(t-1)$. δ est le taux de dépréciation du capital, C_t est le coût du capital à l'instant t et enfin Y_t désigne le revenu national à l'instant t .

La structure de retards reflète une combinaison de paramètres d'anticipation, de décalages de livraison et de paramètres technologiques.

Une fois estimé à partir du modèle néoclassique standard, la variable expliquée : I_t/K_{t-1} fera l'objet d'une réestimation à partir d'une variante du même modèle, réadaptée au contexte marocain. L'objectif est d'y intégrer deux autres variables explicatives, lesquelles jouent, à notre sens, un rôle primordial dans la relance de l'investissement privé. Il s'agit du niveau de d'investissement public et du taux de change réel des biens d'équipement importés. Dans ces conditions, nous pouvons réécrire l'équation (16.1) comme suit :

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \delta + \sum_{j=0}^j \beta_j \left(\frac{\Delta C_{t-j}}{C_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \gamma_j \left(\frac{\Delta Y_{t-j}}{Y_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \alpha_j \left(\frac{\Delta I_{pub_{t-j}}}{I_{pub_{t-j-1}}} \right) + \phi \cdot \Delta \text{LogTCRI}_t + \varepsilon_t \quad (16.2)$$

où $I_{pub_{t-1}}$ et TCRI_t désignent respectivement les dépenses d'investissements publics à prix constants à l'instant $(t-1)$ et le taux de change réel des biens d'équipement à l'instant t .

2.1. Présentation des variables

2.1.1. Le stock du capital

Le concept du stock de capital se définit comme l'ensemble des biens durables, tangibles et reproductibles utilisés, à un moment donné, afin de produire d'autres biens

ou services¹. Considéré de la sorte, le stock du capital exclut les biens dont la durée de vie est inférieure à un an. Il fait également abstraction des actifs immatériels (licences, brevets et copyrights) et non reproductibles (les terrains).

Une autre manière d'appréhender le stock du capital consiste à calculer la différence entre les investissements bruts et les déclassements (les amortissements). Si les premiers sont facilement mesurés dans la comptabilité nationale, les seconds ne sont généralement pas recensés. Ils nécessitent dès lors le recours à des hypothèses quant à la durée de vie des biens et quant aux fonctions de survie ou de dépréciation.

Trois méthodes sont souvent utilisées pour estimer le stock du capital. La première repose sur un inventaire des biens de capital existants soit par enquête soit par exploitation de bilans comptables des entreprises. Cette méthode est rarement utilisée en raison de son coût élevé. La deuxième méthode, dite d'inventaire permanent (*Permanent Inventory Method, PIM*), consiste à estimer le stock du capital par la somme des investissements réalisés au cours des périodes précédentes, tenant compte des dépréciations des biens amortissables. De façon formelle, le stock du capital se définit comme suit :

$$K_t = K_{t-1} + I_t - D_t \quad (16.3)$$

où K_t , K_{t-1} et I_t désignent respectivement le stock net du capital à l'instant t , le stock net du capital à l'instant $(t-1)$ et le montant des investissements bruts à l'instant t . Quant au paramètre D_t , il représente la consommation de capital fixe à l'instant t .

Différents types d'informations sont nécessaires à la mise en œuvre de cette méthode. La première information concerne le stock du capital de départ, auquel sont ajoutés les flux d'investissement corrigés par la dépréciation. Relativisons cependant l'importance de la précision de ce stock initial puisqu'il a été démontré par Mairesse (1972) que les investissements effectués plus de 20 ans auparavant, interviennent pour moins de 1% dans le stock du capital de l'année considérée. L'OCDE (1993) considère, de son côté, qu'au bout d'environ 25 ans, la plupart des actifs supposés composer le stock initial auront été mis au rebut. La deuxième information concerne les séries d'investissement

¹ OCDE (1993), *L'imposition des bénéfices dans une économie globale*, Paris, p. 18

mesurées à prix constants. Ces séries sont facilement accessibles puisqu'elles sont estimées dans le cadre de la comptabilité nationale. La dernière information nécessaire à l'évaluation du stock de capital, à partir de la méthode de l'inventaire permanent, est la durée de vie des investissements, laquelle permet d'appréhender le phénomène d'usure.

Une critique fréquemment formulée à l'égard de la méthode de l'inventaire permanent est l'utilisation de durées de vie et de lois de dépréciation déterminées a priori. Pour répondre à cette critique, une troisième catégorie de méthodes a été développée : les méthodes d'évaluation endogène du stock de capital. Celles-ci sont basées sur l'utilisation de fonction de production de type *putty-clay*. Elles ont été développées, initialement, par Varaiya et Wiseman (1981). Ces auteurs définissent le stock de capital de l'année t comme étant égal à la somme, sur la durée de vie n des biens d'équipement, des services de capital rendus par ces biens.

Les services rendus par les biens d'équipement sont égaux à la valeur initiale des biens de capital multipliée par un coefficient, fonction de la durée de vie du bien (n) et de la période à laquelle commence la dépréciation (n^*). Formellement, On pourra l'écrire :

$$K_t = \sum_{i=t-n}^{t-1} I_i \cdot S_i \quad (16.4)$$

où I_i et S_i désignent respectivement l'ensemble des biens de capital du millésime i et la fonction de dépréciation enregistrée.

$$\begin{cases} S_i = I & \text{pour } t-i \leq n^* \\ S_i = (n-t-i)/(n-n^*) & \text{pour } n^* < t-i \leq n-1 \\ S_i = 0 & \text{pour } t-i > n-1 \end{cases} \quad (16.5)$$

L'estimation consiste à trouver les valeurs de n et de n^* qui reflètent le mieux la réalité. Pour ce faire, Varaiya et Wiseman (1981) partent d'une fonction de production *putty-clay*. Ce type de fonction est caractérisé par le fait que dès qu'un équipement d'un millésime (année) déterminé est installé, le rapport entre la quantité de travail consommée et la quantité de services de capital produite par cet équipement deviendra constant dans le temps. Ce rapport, appelé aussi : *ratio travail-capital normal*, peut

varier en fonction de la région d'installation de l'équipement et du millésime de cet équipement.

L'avantage de cette dernière méthode par rapport à la méthode de l'inventaire permanent, est que l'on ne fixe pas a priori les valeurs de n et n^* . On ne retient parmi les valeurs possibles de ces deux paramètres que celles à même de rendre compte des valeurs d'emploi et d'investissement observées.

Pour l'évaluation du stock de capital au Maroc, nous avons choisi d'appliquer la méthode de l'inventaire permanent (PIM), et ce, en dépit des critiques que lui adressent les tenants des méthodes d'évaluation endogène. Ce choix se justifie par le fait que l'inventaire permanent fait figure de norme dans les différentes études académiques, sans ignorer la difficulté croissante liée à la mobilisation de données statistiques permettant l'utilisation des deux autres méthodes.

Le stock du capital de l'instant t s'exprime en fonction du stock initial K_{t-1} :

$$K_t = (1 - \delta)K_{t-1} + I_t \quad (16.6)$$

où, δ désigne, à titre de rappel, le taux de dépréciation économique du capital.

Afin d'estimer le stock du capital initial : K_{t-1} , nous adoptons la méthodologie présentée par Harberger (1978). Si m désigne le taux d'accroissement du stock de capital, on peut écrire :

$$I_t = (\delta + m) \cdot K_{t-1} \quad (16.7)$$

Cette équation signifie que l'investissement comprend deux éléments : le remplacement des immobilisations existantes qui sont entrain de s'amortir et l'augmentation du stock.

En raison de l'indisponibilité de données statistiques permettant d'estimer m (taux d'accroissement du stock de capital), nous faisons l'hypothèse que m converge vers le taux d'accroissement du PIB, noté : r . En partant de l'équation (16.7), on peut écrire :

$$K_{t-1} = \frac{I_t}{(\delta + r)} \quad (16.8)$$

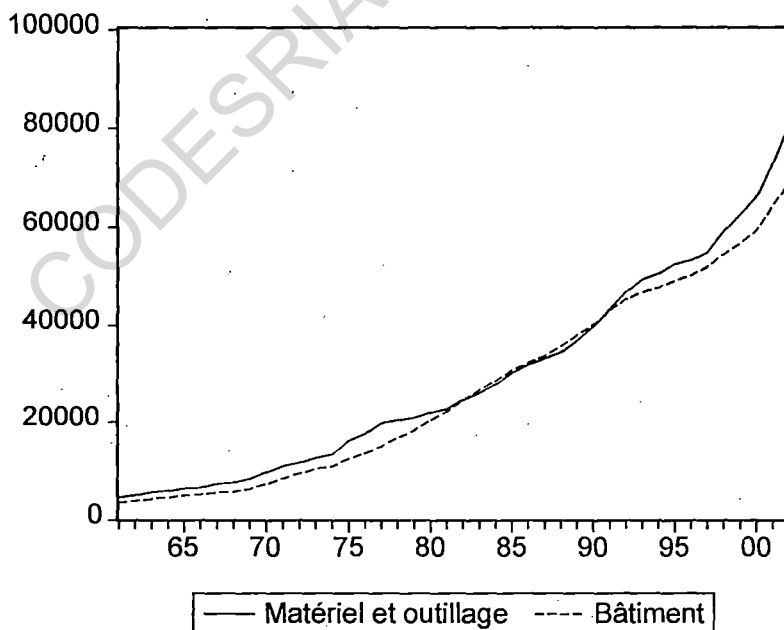
Pour compenser les variations aléatoires susceptibles de fausser les résultats, nous avons raisonné en termes de moyenne mobile d'ordre 3. Ainsi, le niveau d'investissement (I_t) et le taux d'accroissement du PIB (r) ont été remplacés par leurs moyennes mobiles d'ordre 3. Quant à la durée de vie de l'investissement, nous avons retenu, conformément aux dispositions fiscales marocaines, 10 ans pour le matériel et outillage et 20 pour le bâtiment.

La figure 25 illustre nos estimations chronologiques du stock de capital pour les investissements privés en matériel et outillage et en bâtiment.

Outre la tendance fortement haussière du niveau du stock de capital, la figure 25 fait apparaître une certaine convergence des deux courbes. Ainsi, malgré la prédominance de l'investissement en matériel et outillage, son stock ne diffère pas de façon significative de celui du bâtiment. Ce résultat n'est guère étonnant en raison de la dépréciation rapide du matériel et outillage (10 ans) comparativement au bâtiment (20 ans).

Figure 25

**Evolution du stock de capital au Maroc à prix constants
entre 1961 et 2002 (en millions de dirhams)**



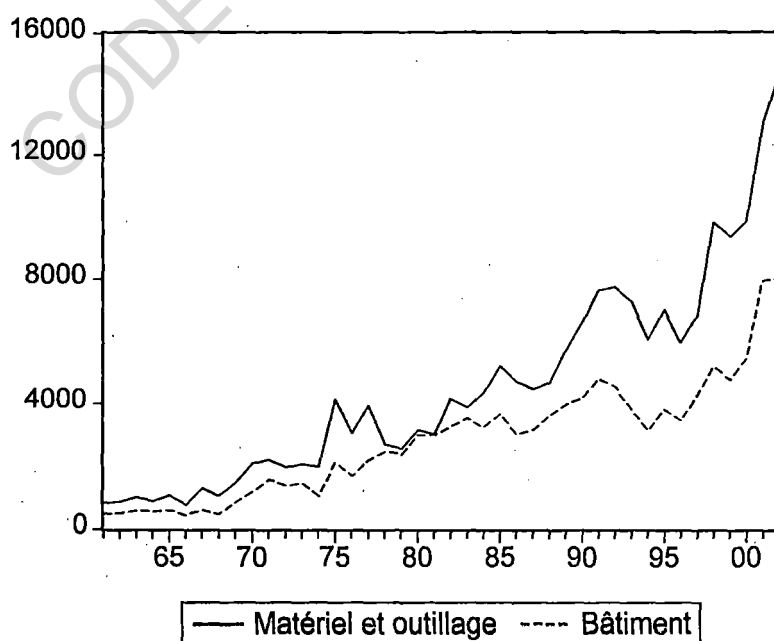
2.1.2. L'investissement privé à prix constants

La figure 26 présente l'évolution de l'investissement privé au Maroc entre 1961 et 2002. Elle concerne deux types d'actifs : le matériel et outillage et le bâtiment. Pour exprimer les données en *dirham* constant, nous avons utilisé le déflateur de l'investissement intérieur brut estimé à partir de la base de données de la Banque Mondiale (*World Development Indicators*, 2002).

Deux remarques se dégagent immédiatement à la lecture de la figure 26. D'abord, les investissements privés en matériel et outillage et en bâtiment ont évolué de façon haussière. Si l'on excepte la performance observée au milieu des années soixante-dix, il paraît que la véritable dynamique des investissements privés n'a été déclenchée que vers la deuxième moitié de la décennie quatre-vingt-dix. Ensuite, l'écart entre le niveau d'investissement en matériel et outillage et celui du bâtiment n'a cessé de se creuser en faveur du premier. Cette tendance témoigne de l'effort croissant des entreprises en matière d'achat de biens d'équipement. Elle reflète aussi le principe comptable selon lequel le matériel et outillage s'amortit plus vite en raison de sa courte durée de vie comparativement au bâtiment. (10 ans contre 20 ans).

Figure 26

**Evolution de l'investissement privé à prix constants
entre 1961 et 2002 (en millions de dirhams)**

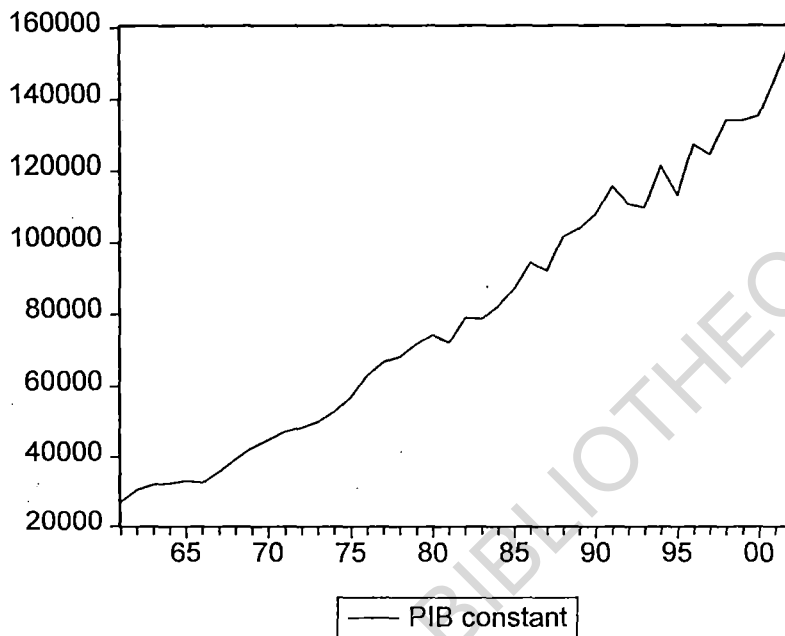


2.1.3. Le PIB à prix constants

La figure 27 illustre l'évolution du PIB à prix constants au Maroc entre 1961 et 2002.

Figure 27

**Evolution du PIB à prix constants au Maroc
entre 1961 et 2002 (en millions de dirhams)**



Nous constatons que le PIB à prix constants a évolué de façon presque linéaire. Sa valeur est passée de 21110 millions de *dirhams* en 1961 à 156115 millions de *dirhams* en 2002, soit une augmentation annuelle moyenne de 5%.

2.1.4. Le coût du capital

La série du coût de capital que nous avons retenue est celle du Droit commun (le coût du capital relatif à un investissement ne bénéficiant pas d'avantages supplémentaires autres que ceux prévus les textes de Droit commun). Ce choix se justifie par la non-disponibilité de données statistiques fiables par provinces et préfectures permettant de calculer un coût de capital moyen pondéré. A cela, il convient d'ajouter l'effet limité des avantages fiscaux accordés aux entreprises installées en dehors de Casablanca ou opérant dans des secteurs jugés non prioritaires sur le niveau du coût de capital. Enfin, la région de Casablanca a toujours constitué le principal pôle de développement économique au Maroc. Une bonne partie des investissements y sont concentrés.

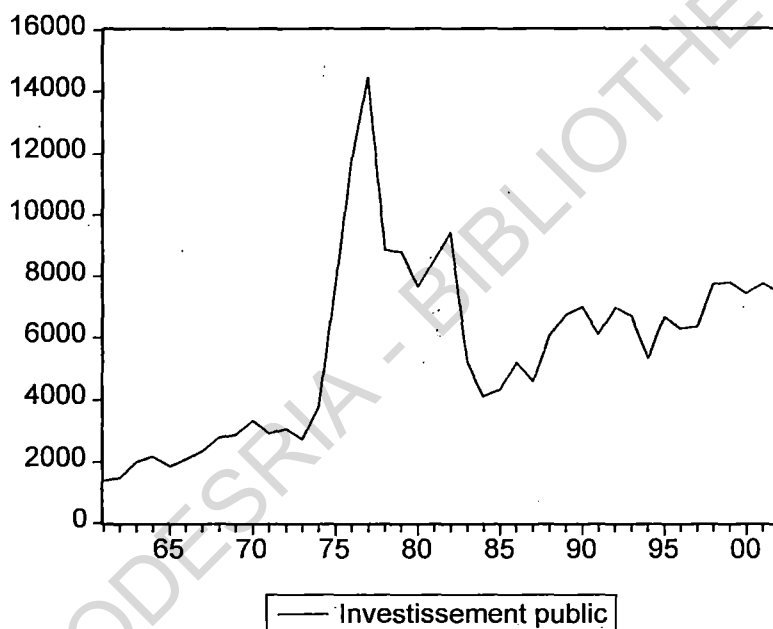
Nos estimations de l'évolution du coût de capital au Maroc sont illustrées par la figure 8 (cf. chapitre 2 de la deuxième partie).

2.1.5. L'investissement public à prix constants

La figure 28 illustre l'évolution de l'investissement public au Maroc, exprimé en *dirham* constant de 1980. Ce type d'investissement est mesuré par le budget d'équipement de l'Etat. Il s'agit de programmes d'investissements décidés par l'Etat et financés à partir de fonds publics.

Figure 28

Evolution de l'investissement public à prix constants au Maroc entre 1961 et 2002 (en millions de dirhams)



On s'aperçoit ainsi que l'investissement public à prix constants (base 1980) a traversé trois phases distinctes depuis 1961. Avant 1978, sa tendance était fortement haussière, passant de 1385,14 millions de *dirhams* en 1961 à 14452,08 millions de *dirhams* en 1977, soit une augmentation annuelle moyenne de l'ordre de 15,79%. La performance observée au milieu des années soixante-dix s'explique essentiellement par la politique intensive d'accumulation du capital décidée dans le cadre du Plan 1973-1977 et rendue réalisable notamment grâce à l'accroissement des recettes des phosphates. Entre 1978 et 1984, la tendance de l'investissement public est devenue fortement baissière. Elle

est passée de 14452,08 millions de *dirhams* 4093,4 millions de *dirhams* en 1984, soit une baisse annuelle moyenne de l'ordre de 16,49%.

Plusieurs facteurs se sont conjugués pour donner lieu à cette contre-performance : la baisse du cours des phosphates, l'accroissement des dépenses militaires (intégrité territoriale), la sécheresse du début des années quatre-vingt et la mise en œuvre d'une politique d'austérité budgétaire dès la fin de la décennie soixante-dix. La dernière phase débute à partir de 1985. Durant cette phase le niveau d'investissement public a enregistré une évolution modérée reflétant les nouvelles orientations de l'Etat en matière de politiques économiques. Dans le cadre de l'application du PAS (Programme d'Ajustement Structurel), l'Etat est désormais appelé à se désengager progressivement de l'activité économique. Le nouveau rôle de l'Etat consiste à préparer les conditions d'émergence d'un secteur privé à la fois performant et compétitif.

2.1.6. Le taux de change réel des biens d'équipement importés

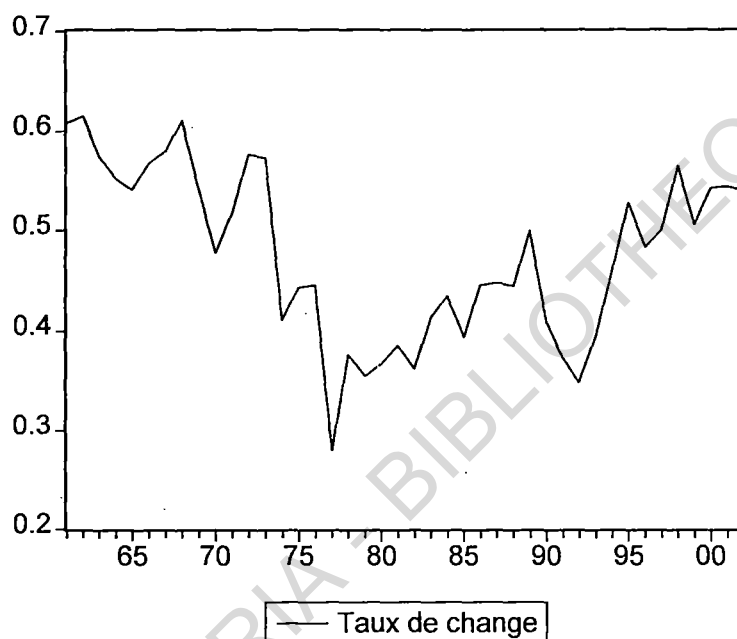
Suite aux études empiriques précédentes (Mansouri, 2003 ; Schmidt-Hebbel et Muller, 1992 ; Easterlt, Rodriguez et Schmidt-Hebbel, 1989 et 1994), nous mesurons le taux de change réel des biens d'équipement importés par le rapport entre l'indice des prix des biens d'équipement importés et le déflateur de l'investissement intérieur brut. Les résultats obtenus sont illustrés par la figure 29. Le taux de change réel pour chaque type de bien est défini ici comme un rapport entre le prix des biens échangeables et celui des prix non-échangeables.

On s'aperçoit ainsi que l'indice des prix des biens d'équipement importés, ajusté par le déflateur de l'investissement intérieur brut, a enregistré une nette régression entre 1961 et 1977. Sa valeur est passée de 60,78% en 1961 à 27,95% en 1977, soit une baisse annuelle moyenne de l'ordre de 4,74%. Cette tendance baissière reflète la diminution progressive des prix des biens d'équipement importés comparativement aux prix de l'investissement intérieur brut. En d'autres termes, la valeur du *dirham* s'est beaucoup appréciée au début des années soixante-dix. A partir de 1978, la tendance du taux de change réel des biens d'équipement est devenue haussière (dépréciation de la valeur du *dirham*). L'indice des prix de l'investissement intérieur brut s'est accru de façon moins

rapide que l'indice des prix des biens d'équipement importés. Ce nouveau comportement du taux de change, qui a coïncidé avec l'abolition progressive des barrières douanières, est tributaire d'une série de dévaluations du *dirham*. Il témoigne de la volonté des autorités publiques à inciter les entreprises à s'approvisionner en biens d'équipement d'origine locale.

Figure 29

Evolution du taux de change réel des biens d'équipement importés entre 1961 et 2002



2.2. Présentation des résultats du modèle néoclassique standard

2.2.1. Cas de l'investissement en matériel et outillage

Le tableau 20 présente nos estimations du comportement de l'investissement en matériel et outillage au Maroc suivant le modèle néoclassique de base. Pour des raisons de validité du modèle, nous avons utilisé un seul retard pour le coût du capital et deux pour le PIB.

Comme le montre le tableau 20, le modèle estimé est probant aussi bien au niveau économique (tous les paramètres ont les signes attendus) qu'au niveau statistique (les valeurs du test de Student sont supérieures à 2). La variation relative du coût de capital retardé d'une période ($t-1$) et du PIB retardé de deux périodes ($t-1$ et $t-2$) a un

impact significatif sur le ratio : IM_t/KM_{t-1} (la part de l'investissement en matériel et outillage en période t dans le stock du capital du même actif en $(t-1)$)

Tableau 20

**Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement :
cas du matériel et outillage**

$$\frac{IM_t}{KM_{t-1}} = \delta + \sum_{j=0}^j \beta_j \left(\frac{\Delta CM_{t-j}}{CM_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \gamma_j \left(\frac{\Delta Y_{t-j}}{Y_{t-j-1}} \right) + \varepsilon_t$$

Variabes	Coefficients	Ecart-type	t-Statistique	Probabilité
δ	0.145	0.010	14.5	0.000
$\frac{\Delta CM_{t-1}}{CM_{t-2}}$	-0.043	0.017	- 2.529	0.014
$\frac{\Delta Y_{t-1}}{Y_{t-2}}$	0.381	0.127	3.00	0.005
$\frac{\Delta Y_{t-2}}{Y_{t-3}}$	0.309	0.122	2.533	0.016

$R^2 = 0.35$; R^2 ajusté = 0.27 ; Standard error de la régression = 0.03 ; F-statistic = 5.29 ; Probabilité de F-statistic = 0.003. Durbin-Watson = 1.59

Test de stabilité (estimation récursive)

Le graphique illustre le test de stabilité par estimation récursive. L'axe horizontal représente l'année, allant de 1975 à 2000. L'axe vertical représente la valeur des résidus, allant de -0.15 à 0.15. Une ligne continue représente les résidus récursifs, qui fluctuent autour de zéro. Deux lignes pointillées représentent les bornes de confiance à ± 2 S.E., situées à environ ± 0.05. La légende indique : — Résidus récursifs ——— ± 2 S.E.

Une augmentation du coût de capital d'un point de pourcentage entraînerait une diminution de 0,043 point de pourcentage de la part de l'investissement en matériel et outillage dans le stock de cet actif. Ce coefficient s'interprète également comme

l'élasticité du stock de capital en matériel et outillage vis-à-vis du coût de capital¹. Or au cours de la période étudiée (1961-2002), le taux d'investissement privé moyen pour ce type d'actif est estimé à 5,485%. Par conséquent, une diminution de 0,043 point de pourcentage du stock de capital exigerait une baisse de 0,784 point de pourcentage de l'investissement en matériel et outillage.

En ce qui concerne le PIB, les résultats indiquent que les variations relatives de ce dernier en périodes $(t-1)$ et $(t-2)$ ont un effet significatif tant du point de vue économique que statistique sur le taux d'investissement en matériel et outillage (IM_t/KM_{t-1}) . Néanmoins, on s'aperçoit que le taux de croissance du PIB ne commence à donner ses effets sur le niveau d'investissement qu'avec un retard d'au moins une année. Ce résultat, qui cadre parfaitement avec la réalité macroéconomique, témoigne aussi d'une certaine lenteur d'apprentissage des acteurs économiques, notamment les investisseurs.

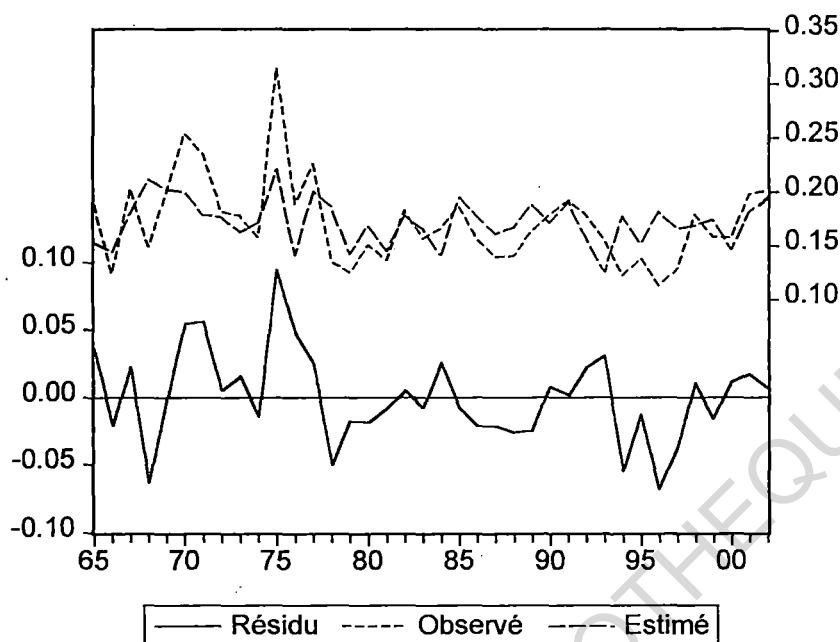
Le taux de dépréciation du capital, mesuré par la constante est très significatif. Sa valeur est estimée à 14,5%, contre 20% retenue par le système fiscal marocain. L'écart observé signifie que la durée de vie réelle du matériel et outillage est plus élevée que sa durée de vie fiscale (13,8 ans contre 10 ans). Il témoigne de la lenteur du processus d'innovation au sein de l'entreprise marocaine. Le coefficient de la constante (0,145) peut être également interprété comme la part de l'investissement en matériel et outillage au cas où l'effet des autres variables explicatives (coût du capital et PIB) est nul.

La figure 30 illustre l'évolution des valeurs observées et des valeurs estimées de la variable expliquée (IM_t/KM_{t-1}) . Hormis l'année 1975, au cours de laquelle le niveau d'investissement en matériel et outillage par rapport au stock du même actif de l'année précédente a atteint un niveau record (31,52%), on s'aperçoit que les valeurs observées de ce ratio ne diffèrent pas significativement des valeurs estimées.

¹ Pour comprendre que la somme des termes β (notée : $sum(\beta)$) représente l'élasticité du stock de capital par rapport à son coût, considérons l'équation (16.1) : $I/K = \delta + \Delta K/K = \delta + sum(\beta)(\Delta C/C)$. En annulant les δ et en divisant par $\Delta C/C$, nous obtiendrons la formulation suivante de l'élasticité : $(\Delta K/K)/(\Delta C/C) = sum(\beta)$

Figure 30

**Evolution de la part de l'investissement en matériel et outillage à l'instant t
dans son stock à l'instant $(t-1)$**



Les résultats obtenus à partir de ce premier modèle cadre parfaitement avec les exigences théoriques, mais pas avec des études empiriques antérieures basées sur des données fortement agrégées comme les nôtres. Chirinko (1993) conclut que la réaction de l'investissement en matériel aux variables de prix est généralement faible et non significative comparativement à sa réaction aux variables de quantité¹. L'élasticité estimée de l'investissement vis-à-vis du coût de capital a généralement été inférieure à 0,50 (en valeur absolue) et souvent voisine de zéro. Dans notre étude, l'élasticité relativement faible par rapport au coût du capital pourrait être imputée aux difficultés posées par l'utilisation de données agrégées pour isoler l'effet du coût de capital plutôt qu'à une réelle absence d'effet.

2.2.2. Cas de l'investissement en bâtiment

Le tableau 21 présente nos estimations du modèle néoclassique pour un investissement en bâtiment. Un seul retard a été retenu pour le coût du capital et trois pour le PIB. De même, et afin d'améliorer la qualité statistique du modèle et corriger l'autocorrélation

¹ Chirinko R.S. (1993), "Econometric Models and Empirical Findings for Business Investment, Financial Markets Institutions and Instruments", Blackwell Cambridge (Mass.). p. 188.

des erreurs, on a introduit la variable expliquée retardée d'une période (IB_t/KB_{t-1}) comme variable explicative supplémentaire.

Contrairement à l'investissement en matériel et outillage, qui réagit significativement au coût du capital et au PIB, l'investissement en bâtiment ne réagit qu'au PIB. L'effet du coût de capital n'est pas significatif. Autrement dit, les investisseurs en bâtiment sont neutres vis-à-vis des variables fiscales (taux d'imposition et aides publiques résultant de l'enregistrement comptable des amortissements et des provisions) et non fiscales (taux d'intérêt, taux d'inflation et prix relatif du capital). Comme nous l'avons déjà indiqué dans la deuxième partie de ce travail, le coût du capital, associé à un investissement en bâtiment au Maroc est très faible. Il avait même été négatif en 1974, ce qui signifie qu'au cours de ladite année, les investisseurs étaient même en mesure d'acheter le droit d'investir dans le secteur. A notre sens, ce résultat paraît évident eu égard aux spécificités du secteur du bâtiment au Maroc. Outre l'accumulation du déficit en logement et en bâtiment administratif et la forte demande qui en découle, plusieurs études sociologiques ont montré que les marocains restent très attachés à la "pierre". A cela, il convient d'ajouter le désir des entrepreneurs marocains de donner une image toujours luxueuse et grandiose de leurs entreprises.

Pour ce qui est du PIB, on s'aperçoit que les coefficients sont significatifs. A court terme, une hausse du PIB, d'un point de pourcentage, entraînerait une augmentation du ratio : IB_t/KB_{t-1} (la part de l'investissement en bâtiment en période t dans son stock en période $(t-1)$) de 0,202 point de pourcentage. A long terme, toute variation positive du PIB d'un point de pourcentage induirait une augmentation de la valeur du ratio : IB_t/KB_{t-1} de 1,2628 point de pourcentage. Ces deux résultats permettent de conclure que l'effet du PIB sur l'investissement en bâtiment se fait sentir essentiellement à long terme.

Tableau 21

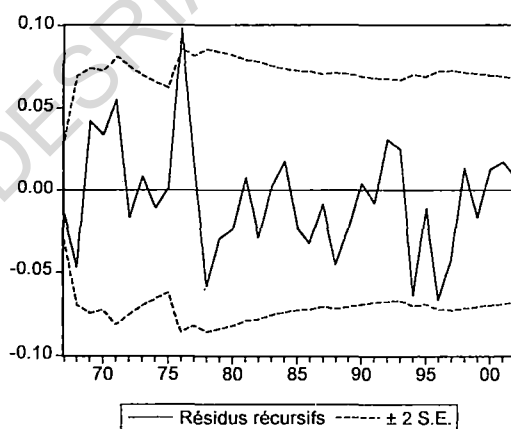
**Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement :
cas du bâtiment**

$$\frac{IB_t}{KB_{t-1}} = \delta + \sum_{j=0}^j \beta_j \left(\frac{\Delta CB_{t-j}}{CB_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \gamma_j \left(\frac{\Delta Y_{t-j}}{Y_{t-j-1}} \right) + \varepsilon_t$$

Variables	Coefficients	Ecart-type	t-Statistique	Probabilité
δ	0.042	0.016	2.625	0.013
$\frac{\Delta CB_{t-1}}{CB_{t-2}}$	- 0.004	0.005	- 0.800	0.373
$\frac{\Delta Y_{t-1}}{Y_{t-2}}$	0.202	0.104	1.942	0.060
$\frac{\Delta Y_{t-2}}{Y_{t-3}}$	0.319	0.117	2.727	0.010
$\frac{\Delta Y_{t-3}}{Y_{t-4}}$	0.195	0.107	1.823	0.078
$\frac{IB_{t-1}}{KB_{t-2}}$	0.433	0.138	3.138	0.003

$R^2 = 0.56$; R^2 ajusté = 0.48 ; Standard error de la régression = 0.02 ; F-statistic = 7.7 ; Probabilité de F-statistic = 0.000 ; Durbin-Watson = 2.44

Test de stabilité (estimation récursive)

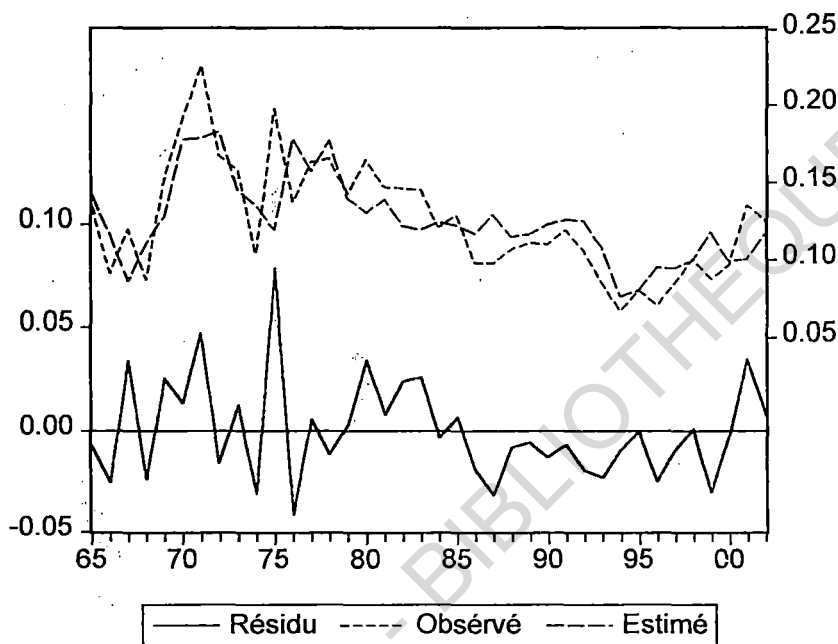


Le taux de dépréciation économique du capital, mesuré par la constante (δ) est estimé à 4,2% contre 10% exigé par les pratiques fiscales. Statistiquement, ce résultat est très significatif (t-statistique est égal à 2,265). Il témoigne du prolongement de la durée de vie du bâtiment au delà des exigences fiscales.

La figure 31 illustre l'évolution de la part de l'investissement en bâtiment à l'instant t dans son stock à l'instant $(t-1)$. Il fait apparaître une corrélation statistiquement significative entre les valeurs observées et les valeurs estimées du ratio en question.

Figure 31

Evolution de la part de l'investissement en bâtiment à l'instant t dans son stock à l'instant $(t-1)$



2.3. Réadaptation du modèle néoclassique au contexte marocain

Le modèle néoclassique a été conçu pour comprendre le comportement de l'investissement dans les pays industrialisés. Or les caractéristiques et réalités économiques de ces pays sont différentes des nôtres. Il paraît dès lors nécessaire d'apporter quelques modifications au modèle néoclassique de base compte tenu des spécificités de l'économie marocaine.

Nous sommes partis de l'hypothèse selon laquelle le niveau d'investissement privé au Maroc est fortement corrélé au niveau d'investissement public et au taux de change réel des biens d'investissement importés.

Le débat relatif à l'impact de l'investissement public sur l'investissement privé et la croissance économique en général est relativement ancien (Meade, 1952 ; Arrow et Kurz, 1970 ; Nurkse, 1952, Hirschman, 1958 ; Rosenstein-Rodan, 1964). Des théories

récentes de la croissance endogène ont contribué à la relance de ce débat. A titre d'exemple, le modèle de Barro (1990) a attribué aux dépenses publiques productives, comme les dépenses publiques en capital d'infrastructure, un rôle moteur dans le processus de croissance économique à long terme. La complémentarité entre le capital public et privé implique que le premier a un impact positif sur la rentabilité du capital dans le secteur privé (Barro et Sala-i-Martin, 1995 ; Berthelemy, Herrera et Sen, 1995).

Si la formalisation théorique des liens entre l'accumulation du capital dans les secteurs public et privé semble poser peu de problèmes, il est souvent très difficile d'entreprendre des vérifications empiriques (Aschauer, 1989, 1989, 1998; Munnell, 1990, Gupta et al., 2002). Généralement, l'idée selon laquelle l'investissement public est positivement lié à l'investissement privé est souvent acceptée à tort ou à raison (Aschauer et Lächler, 1998). Néanmoins, il y a lieu de suspecter qu'une telle relation puisse ne pas être stable ou vraie sans certaines conditions. L'identification de telles conditions est capitale du point de vue de la politique économique en ce sens que ladite identification permettra de garantir que les dépenses publiques aient l'effet escompté, mais surtout qu'elles n'induisent pas de mauvaise allocation des ressources.

La substituabilité et l'efficacité sont les deux conditions les plus souvent avancées. Si la première condition est remplie, une augmentation de l'investissement public aurait le même effet sur la croissance économique réelle qu'une hausse de l'investissement privé. En d'autres termes, les deux composantes du capital contribuent conjointement à l'accumulation du capital physique élevant ainsi la capacité de soutien au revenu réel (Mansouri, 2003). Cependant, il convient de préciser qu'un accroissement de l'investissement public ne conduit pas forcément à un accroissement du même montant des dépenses globales d'investissements physiques. La raison tient au fait que l'investissement privé est souvent évincé par l'investissement public¹.

¹ L'effet d'éviction peut prendre deux formes : une éviction financière et une éviction matérielle. La première se produit lorsque l'Etat finance l'investissement public additionnel en recourant à l'augmentation des impôts ou en empruntant davantage sur le marché financier domestique, privant ainsi le secteur privé de fonds nécessaires à l'accroissement de ses capacités d'investissement. La seconde éviction se produit si l'accumulation du capital dans le secteur public profite d'opportunités du marché qui auraient pu convenir au comportement du secteur privé plutôt qu'à celui du secteur public.

La deuxième condition (l'efficience) signifie que les dépenses publiques en capital doivent se conformer aux conditions d'efficience et de rentabilité prévalant au sein du secteur privé. Lorsqu'elle est mesurée par le montant dépensé, la valeur du stock de capital public est surestimée par rapport à sa vraie valeur, laquelle peut être mesurée par les rendements anticipés de l'investissement. Comme l'expriment Aschauer et Lächler (1998) : "si, par exemple, les investissements publics se font dans des secteurs ou dans des régions sur la base de leurs résultats politiques, leur rendement financier sera évidemment moins élevé que celui des investissements privés effectués principalement en réponse à des incitations de profit"

Qu'en est-il, à présent, des études empiriques consacrées à l'impact de l'investissement public sur l'investissement privé ? Dans les pays développés, les résultats empiriques divergent sur cette question. Des modèles s'inspirant du cadre conceptuel keynésien estiment que l'investissement public a un effet d'entraînement sur l'investissement privé (Dalagamas, 1987; Eisner, 1986, 1989; Eisner et Pieper, 1987). D'autres études empiriques révèlent que l'effet dépendrait du degré de complémentarité ou de substituabilité entre l'investissement public et l'investissement privé (Aschauer, 1989a; Bernheim, 1989, Barro, 1990; Dessus et Herrera, 1996 ; Gupta et al, 2002).

Dans les pays en développement, l'investissement public est souvent considéré comme une variable de politique économique (et donc relativement exogène). On comprend dès lors pourquoi les économistes se sont plutôt focalisés sur l'investissement privé comme variable nécessitant une analyse plus rigoureuse. Comme le montre le travail pionnier de Khan et Reinhart (1990), un intérêt grandissant doit être conféré à l'investissement privé puisqu'il est fortement corrélé avec la croissance économique que ne l'est l'investissement public.

Parmi les rares études empiriques concernant l'impact des dépenses publiques d'investissement sur le niveau d'investissement privé dans les pays en développement, citons Blejer et Khan (1984), Borenzstein (1990) et Greene et Willanueva (1991), Khan et Reinhart, 1990; Aschauer et Lächler, 1998, Gupta et al., 2002.

Dans un travail empirique pionnier, Blejer et Khan (1984) se sont intéressés à l'étude de la possibilité de l'existence d'une relation de complémentarité ou de substituabilité

entre l'investissement public et l'investissement privé dans les pays en développement. Les deux auteurs concluent qu'il existe une complémentarité à long terme et une substituabilité à court terme entre les deux catégories d'investissement, en ce sens qu'une augmentation à court terme de l'investissement du secteur public semble évincer l'investissement du secteur privé.

Greene et Willanueva (1991) furent les premiers à étudier l'investissement privé dans un échantillon de pays en développement en prenant en considération deux variables explicatives fondamentales, à savoir l'endettement extérieur et l'investissement public. En utilisant l'analyse des données de panel sur un échantillon de 23 pays en développement et sur deux périodes différentes (1975-81 et 1982-87), les deux auteurs ont conclu à l'existence d'une relation statistiquement significative entre l'investissement public et l'investissement privé. Un autre résultat empirique important du modèle de Greene et Willanueva (1991 : 49) réside dans le fait que "le coefficient estimé du taux d'intérêt réel est négatif et statistiquement significatif". Ce résultat semble ainsi plus compatible avec le modèle néoclassique d'investissement qu'avec l'hypothèse de Mckinnon et Shaw. Les taux d'intérêt réels au sein de l'échantillon de pays induisent un déclin de l'investissement privé en augmentant le coût du capital (hypothèse néoclassique) et non pas une promotion de l'investissement privé à travers l'encouragement de l'épargne nationale (hypothèse de Mckinnon et Shaw).

Sur la base des études de cas relatives au comportement de l'investissement privé dans les pays en développement, nous avons relevé deux types de réponse. Le premier plaide en faveur d'une relation positive et fortement significative entre le niveau d'investissement public et le niveau d'investissement privé. C'est ce qui a été démontré dans une étude sur le Pakistan par Haque et Montiel, (1991 et 1994). Ce même résultat a été obtenu à partir des données sur le Zimbabwe par Morandé et Schmidt-Hebbel (1994). Selon le deuxième type de réponse, l'investissement public évince l'investissement privé. C'est ce qui a été observé au Chili (Marshall et Schmidt-Hebbel, 1991, 1994), en Colombie (Easterly, 1991, 1994), au Ghana (Islam et Wetzel, 1991) et au Mexique (Alberro-Semerena, 1991; Aschauer et Lächler, 1998).

L'effet de la variation du taux de change réel sur le niveau d'investissement diffère selon l'origine des fonds investis. Dans le cas d'un investissement intérieur, toute variation du taux de change réel se répercute directement sur les prix des biens d'équipement importés et de surcroît sur le niveau d'investissement. Dans une étude à l'effet des variations du taux de change réel sur la croissance de la productivité, Lafrance et Schembri (2000) ont apporté des éléments de réponse à cette question. L'hypothèse ayant trait au rôle protecteur du taux de change implique qu'une dépréciation du taux de change réel est préjudiciable à la croissance de la productivité dans un pays. Une telle dépréciation protège les entreprises locales contre toute concurrence étrangère, réduisant ainsi leur incitation à engager des investissements susceptibles d'accroître leur productivité. Cette hypothèse demeure cependant incompatible avec un comportement de maximisation des profits et suppose des marchés de capitaux relativement inefficients. Lafrance et Schembri observent que la dépréciation réelle du dollar canadien au cours des années 1990 a probablement contribué à l'écart de croissance de la productivité constaté entre le Canada et les États-Unis en rendant plus coûteux les machines et matériel importés et en réduisant le coût du travail par rapport au capital.

Le taux de change réel affecte également le niveau d'investissement domestique à travers l'amplification ou la réduction de l'incertitude liée au climat des affaires. Certains auteurs (Pindyck, 1991, Caballero, 1991) montrent que, sous l'hypothèse d'un régime de concurrence imparfaite, une incertitude accrue retarderait les investissements des entreprises neutres face au risque s'il était plus coûteux de réduire le stock de capital que de l'augmenter. Dans ces conditions, une montée de l'incertitude liée au taux de change serait telles que les entreprises craindraient davantage d'avoir trop de capital que de ne pas en avoir assez.

Il s'agit moins de décider si l'investissement se fera ou ne se fera pas que de savoir s'il sera réalisé. Le modèle de Dixit-Pindyck détermine une plage d'inactivité liée au prix du produit, dans laquelle il est avantageux pour l'entreprise d'attendre (valeur d'option de l'attente) ou de retarder ses décisions d'investissement. Dixit qualifie cette vision de l'investissement de "théorie de l'inertie optimale" (Dixit, 1992). Les entreprises qui se refusent à investir quand les taux de rendement courants dépassent largement le

coût du capital veulent peut-être, dans une optique de calcul optimal, s'assurer que ces conditions ne sont pas passagères. Dans ce modèle, l'investissement est réalisé si le prix dépasse la borne supérieure de la plage et est abandonné s'il se situe en-deçà de la borne inférieure. Il faut donc examiner la manière dont un déséquilibre prononcé des taux de change ou une volatilité accrue de ces derniers influerait sur l'étendue de la plage d'inactivité et la partie supérieure de la distribution des prix (c'est-à-dire la fréquence à laquelle les dépenses d'investissement sont engagées).

S'appuyant sur ce raisonnement, Darby et coll. (1998) montrent qu'une hausse de la variabilité du taux de change peut exercer un effet positif sur l'investissement. C'est le cas des secteurs où la "valeur à la casse" (prix des biens totalement amortis) d'un investissement est faible et où le risque de se retrouver avec un stock de capital non désiré est élevé. Cela arrive aussi lorsque l'accroissement de l'incertitude est important ou que l'incertitude est faible au départ et que le coût d'option de l'attente, par opposition à celui de l'investissement, est élevé. Une stabilité plus grande du taux de change aurait tendance à réduire l'investissement dans les branches d'activité où la valeur à la casse est faible (par exemple les services d'utilité publique), mais également dans les branches où le coût d'entrée est élevé (par exemple la recherche-développement et les activités technologiques de pointe), ou encore dans les secteurs présentant à la fois une forte valeur à la casse et un coût d'option de l'attente élevé (par exemple les services financiers).

L'effet de la variation du taux de change réel sur le niveau d'investissement intérieur a fait l'objet de plusieurs vérifications empiriques. Baxter et Stockman (1989) se servent d'un échantillon de 49 pays pour comparer le comportement affiché par la production, la consommation, les échanges extérieurs et les taux de change réels sous divers régimes de change. Hormis une variabilité plus grande des taux de change en régime de flottement, ils ne constatent guère de différences systématiques dans le comportement des agrégats macroéconomiques ou des échanges entre pays selon le régime de change appliqué. Rose (1994 et 1995) ainsi que Flood et Rose (1995) se penchent sur l'évolution de variables macroéconomiques clés (mais non sur celle de l'investissement) sous divers régimes de change. Ils concluent que le régime de change n'a pas d'effet significatif sur la volatilité des autres variables macroéconomiques. Par

conséquent, la volatilité des taux de change nominaux serait due en grande partie à des facteurs non fondamentaux et pourrait être éliminée à peu de frais. Par contre, Caporale et Pittis (1995) considèrent que le régime de change a un effet significatif sur les variables macroéconomiques. A l'aide de données mensuelles allant de 1960 à 1991 et portant sur 18 pays de l'OCDE, les auteurs examinent l'évolution d'un certain nombre de variables clés sous divers régimes de change en étudiant la persistance, la volatilité et l'importance relative des chocs symétriques (ressentis à l'échelle mondiale) et asymétriques (propres à un pays) dans le cycle économique. Le chômage et les taux d'intérêt réels sont plus persistants en régime de change flottant, tandis que la production industrielle et les taux de change réels le sont moins. Une analyse des composantes principales révèle que, depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, la corrélation des cycles économiques est plus marquée à l'échelle internationale et les évolutions cycliques sont devenues moins spécifiques à chaque pays.

Dans une série d'articles, Campa et Goldberg étudient l'effet que le taux de change pourrait exercer sur les politiques d'investissement et de prix des entreprises manufacturières aux États-Unis et dans d'autres grands pays. Ils se servent principalement d'un modèle d'investissement basé sur deux éléments exposant les producteurs aux variations du taux de change : les coûts d'ajustement qui tiennent compte des exportations et l'utilisation des facteurs de production importés. L'investissement est fonction de la rentabilité marginale du capital. Les variations du taux de change peuvent affecter la rentabilité en se répercutant sur les prix intérieurs et à l'exportation ainsi que sur le coût des intrants importés.

L'effet des fluctuations du taux de change sur la rentabilité et les décisions d'investissement de l'entreprise dépendent de la vocation internationale de cette dernière ainsi que de la structure concurrentielle de son secteur d'activité. Toutes choses égales par ailleurs, les secteurs très concurrentiels devraient réagir davantage aux variations du taux de change. La sensibilité de l'investissement à la rentabilité marginale attendue du capital diminue dans les branches d'activité à taux de dépréciation et à coût d'ajustement élevés, ainsi que dans les secteurs qui accordent peu d'importance aux profits anticipés. Campa et Goldberg (1995) signalent que l'effet

du taux de change sur l'investissement peut varier, au fil du temps, avec l'importance relative des exportations et des importations. Alors que, pendant les années 1970, les entreprises manufacturières américaines étaient davantage orientées vers l'exportation, elles étaient devenues bien plus enclines à importer vers le début des années 1980. Aussi l'appréciation du taux de change avait réduit l'investissement dans le secteur des biens durables dans les années 1970, mais l'a stimulé après 1983. La volatilité du taux de change a certes déprimé l'investissement, mais l'effet a été peu marqué. Campa et Goldberg (1999) s'efforcent d'étendre leurs résultats en procédant à l'estimation de leur modèle pour les branches manufacturières des États-Unis, du Royaume-Uni, du Canada et du Japon classées au niveau à deux chiffres. Ils constatent que, quel que soit le pays, l'effet du taux de change sur l'investissement est généralement négligeable dans les secteurs à forte marge bénéficiaire. Par contre, la sensibilité de l'investissement au taux de change est assez marquée dans les secteurs à faible marge. Que les marges bénéficiaires soient faibles ou élevées, les auteurs n'observent paradoxalement aucun effet important au Canada.

Dans le cas d'un investissement étranger, une politique de stabilisation du taux de change pourrait se traduire par une appréciation de la monnaie en termes réels et une hausse des taux d'intérêt intérieurs, ce qui favoriserait les entrées de capitaux (Corbo, 1985). Une appréciation du taux de change réel ayant pour résultat un important déficit de la balance courante pourrait également inciter les entreprises étrangères à investir sur place par crainte de mesures protectionnistes. Les entreprises opteront pour l'investissement direct à l'étranger plutôt que pour l'exportation uniquement dans la mesure où l'emplacement leur confère un avantage appréciable (baisse des coûts de production inférieurs et l'existence de mesures incitatives dans le pays d'accueil). Aizenman (1992 et 1994) a élaboré un modèle dans lequel des producteurs neutres face au risque peuvent diversifier leurs activités à l'échelle internationale afin de rendre leur production plus flexible en cas de choc associé au libre accès aux pays étrangers. Il montre qu'un régime de change fixe est plus propice à l'investissement direct étranger qu'un régime de change flottant. Un régime de change fixe permet de mieux protéger la production et les salaires réels contre l'effet de chocs monétaires et s'accompagne de profits anticipés plus élevés. Ces derniers donnent lieu à leur tour à

des investissements domestiques et étrangers supérieurs. Dans le cas de chocs de productivité, un régime de change flottant réduirait la variabilité de l'emploi et diminuerait les profits attendus, parce que le taux de change varierait de manière à atténuer le choc. Dans ce modèle, les taux de change flottant limitent l'incitation des entreprises à se délocaliser vers le pays le plus productif en amortissant les chocs de productivité.

L'investissement direct étranger peut également être considéré par l'entreprise comme forme de diversification internationale de son portefeuille. Cela signifie que les décisions sont prises en fonction des caractéristiques de risque et de rendement des différents projets d'investissement possibles. Il reste que, pour que la volonté de diversification puisse expliquer l'investissement direct étranger, il faut abandonner l'hypothèse de perfection des marchés de capitaux. L'hypothèse relative aux imperfections du marché fournirait les conditions nécessaires, mais non suffisantes pour l'investissement direct étranger. En l'absence d'autres imperfections, ni le risque de change, ni les déséquilibres du taux de change ne sont nécessaires ou suffisants pour que des investissements directs soient observés. Ces éléments peuvent toutefois motiver indirectement certains investissements directs étrangers. Diverses thèses ont été formulées dans cette perspective. Aliber (1970) propose une explication fondée sur le risque de change. Selon lui, les entreprises des pays à monnaie forte disposent d'un avantage lorsqu'il s'agit d'investir à l'étranger. On ne sait ni pourquoi les opérations de couverture ou la diversification devraient bénéficier uniquement aux entreprises des pays à monnaie forte ni pourquoi les investisseurs persistent dans leur ignorance ou leur "myopie". Selon un autre raisonnement, une information incomplète, qui rend le recours aux capitaux externes plus coûteux que le financement interne, peut mener à une situation où les effets de richesse découlant des variations du taux de change influent sur les flux d'investissement direct étranger (Froot et Stein, 1991). En diminuant la richesse relative des agents de l'économie nationale, une dépréciation de la monnaie nationale peut favoriser l'acquisition d'avoirs intérieurs par les agents de l'économie étrangère.

Si la plupart des hypothèses qui tentent d'expliquer les flux d'investissement direct étranger reposent sur certaines bases empiriques, aucune ne semble bénéficier d'appuis

suffisants (Lizondo, 1990). Ce sont probablement les théories de l'organisation industrielle qui ont gagné le plus d'adeptes. Elles semblent mieux expliquer les investissements intra-sectoriels entre pays et la répartition inégale des investissements directs étrangers d'un pays à un autre. Bailey et Tavlas (1991) n'ont pu déceler d'effet négatif de la volatilité ou des déséquilibres des taux de change sur l'investissement direct réel aux États-Unis pendant la période de taux de change flottants. Caves (1989) s'est penché sur la sensibilité des flux d'investissement direct à destination des États-Unis aux taux de change de 15 pays de 1977 à 1985. Il constate qu'une croissance plus rapide dans ce pays favorise une hausse des entrées de l'investissement direct étranger. Une appréciation du dollar américain tend à réduire les flux d'investissement direct étranger, même si ces derniers ne semblent pas toujours réagir aux anticipations en matière de taux de change. Toutes choses égales par ailleurs, des cours plus élevés en bourse aux États-Unis favoriseraient les entrées d'investissement direct. Caves conclut que l'aversion au risque pourrait attirer les investissements étrangers plutôt que les repousser. À l'appui de leur théorie, Froot et Stein (1991) observent que les périodes de baisse du dollar américain se sont accompagnées d'un accroissement des entrées d'investissement direct entre 1978 et 1988. Stevens (1993 et 1998) a toutefois jugé que leurs résultats n'étaient guère robustes. Lorsqu'on étend la période d'estimation jusqu'à 1991, le coefficient devient non-significatif. Goldberg et Kolstad (1995) étudient l'effet de la variabilité du taux de change à court terme sur les flux bilatéraux d'investissement direct étranger entre les États-Unis, d'une part, et le Canada, le Japon et le Royaume-Uni d'autre part. À l'aide d'un modèle fondé sur le principe de l'aversion au risque, ils constatent que la variabilité du taux de change a eu un effet positif et statistiquement significatif sur quatre des six flux bilatéraux de l'investissement direct étranger. La variabilité du taux de change réel a accru la part des investissements américains au Canada et au Japon, de même que celle des investissements canadiens et britanniques aux États-Unis. De plus, le taux de change en niveau, incorporé à titre de variable supplémentaire, s'accompagne du signe attendu dans toutes les régressions. Une dépréciation de la monnaie du pays d'origine provoque une baisse de la part des investissements de ce pays à l'étranger. Toutefois, ces effets ne sont ni importants ni statistiquement significatifs. Kosteletou et Liargovas

(2000) examinent la relation entre les flux d'investissement direct étranger et le taux de change réel dans un modèle à équations simultanées à l'aide de données annuelles allant de 1960 à 1997 et portant sur un large échantillon de pays industriels. Ils observent que, dans la plupart des pays, une appréciation du taux de change réel donne lieu à une augmentation des entrées d'investissement direct.

2.3.1. Cas de l'investissement en matériel et outillage

Le tableau 22 présente nos estimations du modèle néoclassique renforcé par deux variables explicatives supplémentaires : $I_{pub,t-1}$ qui représente les dépenses d'investissements publics au prix constants à l'instant $(t-1)$ et $TCRI_t$ qui représente le taux de change réel des biens d'équipement à l'instant t .

Comme attendu, l'impact de l'investissement public sur le niveau d'investissement privé en matériel et outillage est positif et très significatif. A court terme, une augmentation du taux de variation de l'investissement public de 1 point de pourcentage induirait une amélioration du ratio : IM_t/KM_{t-1} (investissement en matériel et outillage rapporté à son stock) de 0,066%, soit l'équivalence de 0,0931% à long terme. Ce résultat révèle qu'au Maroc, l'investissement public et l'investissement privé en matériel et outillage sont complémentaires. Le capital public est souvent concentré dans les activités qui stimulent l'initiative privée. Quant à l'impact du coût de capital, il est toujours économiquement significatif, même si sur le plan statistique, il n'est significatif qu'avec une probabilité de 7,8%. A ce seuil, toute variation positive du coût de capital de 1% induirait une baisse du ratio : IM_t/KM_{t-1} de 0,029%. A long terme, cette baisse passerait à 0,041%.

Au seuil de signification de 7%, le taux de croissance du PIB a un impact positif sur l'investissement en matériel et outillage rapporté à son stock. A court terme, une augmentation d'un point de pourcentage du taux de croissance du PIB entraînerait une amélioration du ratio : IM_t/KM_{t-1} de l'ordre de 0,203%. A long terme, cette amélioration est estimée à 0,2863 point de pourcentage.

Tableau 22

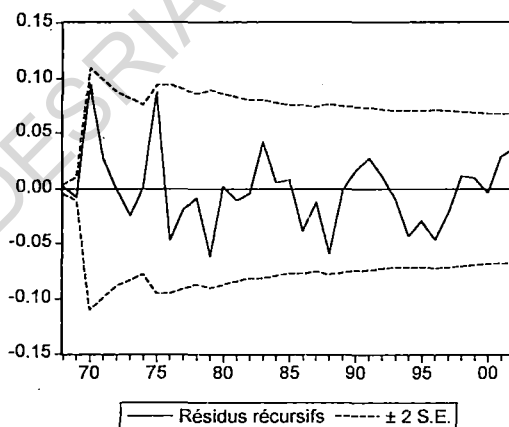
**Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement
réajusté : cas du Matériel et outillage**

$$\frac{IM_t}{KM_{t-1}} = \delta + \sum_{j=0}^j \beta_j \left(\frac{\Delta CM_{t-j}}{CM_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \gamma_j \left(\frac{\Delta Y_{t-j}}{Y_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \alpha_j \left(\frac{\Delta Ipub_{t-j}}{Ipub_{t-j-1}} \right) + \phi \cdot \Delta \text{LogTCRI}_t + \varepsilon_t$$

Variables	Coefficients	Ecart-type	t-Statistique	Probabilité
δ	0.110	0.022	5.000	0.000
$\frac{\Delta CM_{t-1}}{CM_{t-2}}$	- 0.029	0.016	-1.813	0.078
$\frac{\Delta Y_{t-1}}{Y_{t-2}}$	0.203	0.108	1.880	0.070
$\Delta \text{Log}(TCRI_t)$	-0.076	0.039	1.950	0.061
$\frac{\Delta Ipub_t}{Ipub_{t-1}}$	0.066	0.020	3.300	0.002
$\frac{IM_{t-2}}{KM_{t-3}}$	0.291	0.123	2.36	0.0240

$R^2 = 0.50$; R^2 ajusté = 0.43 ; Standard error de la régression = 0.03 ; F-statistic = 6.48 ; Probabilité de F-statistic = 0.000. Durbin-Watson = 1.65

Test de stabilité (estimation réursive)



S'agissant du taux de change réel des biens d'équipement importés, il affecte négativement, au seuil de 6,1%, l'investissement en matériel et outillage. A court terme, une hausse d'un point de pourcentage de la variation relative du taux de change réel des biens d'équipement importés induirait une baisse du ratio : IM_t/KM_{t-1} de

Tableau 22

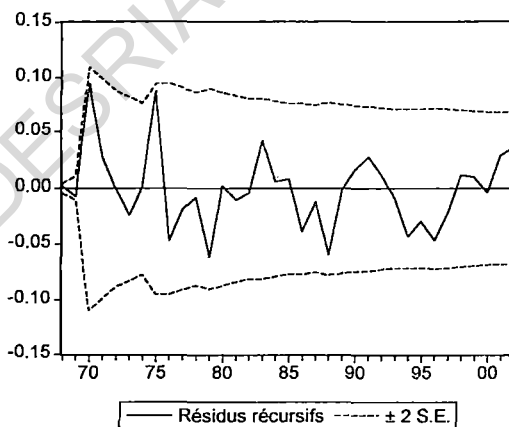
**Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement
réajusté : cas du Matériel et outillage**

$$\frac{IM_t}{KM_{t-1}} = \delta + \sum_{j=0}^j \beta_j \left(\frac{\Delta CM_{t-j}}{CM_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \gamma_j \left(\frac{\Delta Y_{t-j}}{Y_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \alpha_j \left(\frac{\Delta Ipub_{t-j}}{Ipub_{t-j-1}} \right) + \phi \cdot \Delta \text{LogTCRI}_t + \varepsilon_t$$

Variables	Coefficients	Ecart-type	t-Statistique	Probabilité
δ	0.110	0.022	5.000	0.000
$\frac{\Delta CM_{t-1}}{CM_{t-2}}$	- 0.029	0.016	-1.813	0.078
$\frac{\Delta Y_{t-1}}{Y_{t-2}}$	0.203	0.108	1.880	0.070
$\Delta \text{Log}(TCRI_t)$	-0.076	0.039	1.950	0.061
$\frac{\Delta Ipub_t}{Ipub_{t-1}}$	0.066	0.020	3.300	0.002
$\frac{IM_{t-2}}{KM_{t-3}}$	0.291	0.123	2.36	0.0240

$R^2 = 0.50$; R^2 ajusté = 0.43 ; Standard error de la régression = 0.03 ; F-statistic = 6.48 ; Probabilité de F-statistic = 0.000. Durbin-Watson = 1.65

Test de stabilité (estimation réursive)



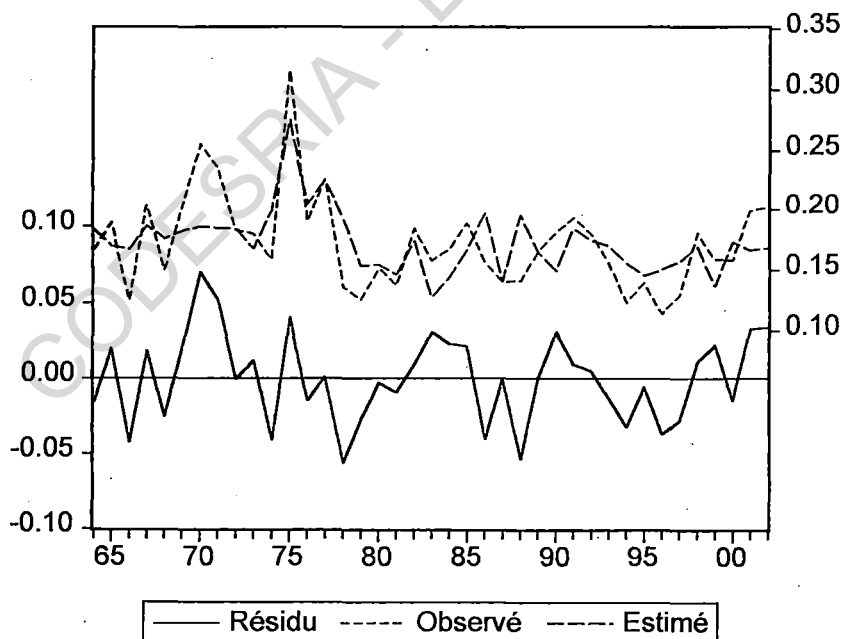
S'agissant du taux de change réel des biens d'équipement importés, il affecte négativement, au seuil de 6,1%, l'investissement en matériel et outillage. A court terme, une hausse d'un point de pourcentage de la variation relative du taux de change réel des biens d'équipement importés induirait une baisse du ratio : IM_t/KM_{t-1} de

0,076 point de pourcentage. A long terme, cela correspondrait à une baisse estimée à 1,517 points de pourcentage. Ce résultat n'est guère étonnant en raison de la forte dépendance des entreprises marocaines vis-à-vis de l'étranger en matière de biens d'équipement. Dans ces conditions, une augmentation rapide des prix des biens d'équipement importés par rapport à ceux de l'investissement intérieur brut découragerait l'importation des biens d'équipement nécessaires au renouvellement du matériel usé et à la création de nouvelles activités.

Signalons enfin que la constante qui mesure le taux de dépréciation économique du capital demeure largement significative. La figure 32 illustre l'évolution des valeurs observées et des valeurs estimées de la variable expliquée : IM_t / KM_{t-1} . L'écart entre les deux courbes reste globalement faible, ce qui confère à notre modèle plus de crédibilité statistique.

Figure 32

Evolution de la part de l'investissement en matériel et outillage à l'instant t dans son stock à l'instant $(t-1)$



2.3.1. Cas de l'investissement en bâtiment

L'estimation du modèle néoclassique réajusté à partir de données relatives à l'investissement en bâtiment laisse apparaître une certaine dissemblance par rapport au matériel et outillage.

Tableau 23

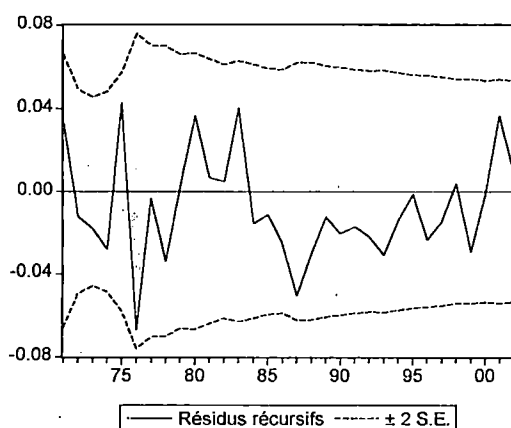
Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement réajusté : cas du Bâtiment

$$\frac{IB_t}{KB_{t-1}} = \delta + \sum_{j=0}^j \beta_j \left(\frac{\Delta CB_{t-j}}{CB_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \gamma_j \left(\frac{\Delta Y_{t-j}}{Y_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \alpha_j \left(\frac{\Delta I_{pub_{t-j}}}{I_{pub_{t-j-1}}} \right) + \phi \cdot \Delta \text{LogTCRI}_t + \varepsilon_t$$

Variables	Coefficients	Ecart-type	t-Statistique	Probabilité
δ	0.043	0.016	2.687	0.013
$\frac{\Delta CB_{t-1}}{CB_{t-2}}$	- 0.004	0.005	0.800	0.355
$\frac{\Delta Y_{t-1}}{Y_{t-2}}$	0.182	0.108	1.686	0.100
$\frac{\Delta Y_{t-2}}{Y_{t-3}}$	0.175	0.115	1.521	0.139
$\Delta \text{Log}(TCRI_t)$	-0.004	0.033	0.121	0.897
$\frac{\Delta I_{pub_{t-3}}}{I_{pub_{t-4}}}$	0.032	0.018	1.778	0.092
$\frac{IB_{t-1}}{KB_{t-2}}$	0.525	0.128	4.106	0.000

$R^2 = 0.55$; R^2 ajusté = 0.46 ; Standard error de la régression = 0.03 ; F-statistic = 6.11 ; Probabilité de F-statistic = 0.000. Durbin-Watson = 2.42

Test de stabilité (estimation réursive)



Dans ce modèle, seule la constante (taux de dépréciation économique du capital) reste largement significative et conforme aux règles fiscales marocaines. Dans ces conditions, et afin d'améliorer la qualité statistique du modèle, éliminons les deux variables les moins significatives, en l'occurrence le taux de change réel des biens d'équipement et le coût du capital. Les nouveaux résultats sont présentés dans le tableau 24.

Suite à l'élimination du taux de change réel des biens d'équipement et du coût de capital, la qualité du modèle s'est sensiblement améliorée. Ainsi, les dépenses publiques d'investissement affectent positivement et de façon significative le ratio : IB_t / KB_{t-1} (l'investissement en bâtiment en période t rapporté à son stock de la période $(t-1)$). Néanmoins, cette réaction ne semble se manifester qu'avec un retard d'au moins trois ans. Une variation positive de l'investissement public d'un point de pourcentage en période $(t-1)$ induirait une amélioration du ratio : IB_t / KB_{t-1} de l'ordre de 0,031 point de pourcentage en période t . A long terme le degré de cette réaction doublerait (0,065 point de pourcentage).

Contrairement à l'investissement en matériel et outillage qui réagit rapidement à un accroissement de l'investissement public, le bâtiment ne réagit qu'à moyen et long terme. Cela peut s'expliquer par la nature même de l'investissement en bâtiment dont la durée de réalisation est nettement plus longue que le matériel et outillage. De plus les opérateurs privés n'acceptent d'investir dans le bâtiment que sous certaines conditions, en particulier l'achèvement des travaux d'aménagement et la disponibilité de réseau routier. On s'aperçoit d'ailleurs, qu'une fois les travaux d'une route nationale achevés, certains investissements en bâtiment commencent à apparaître pour ne s'achever qu'après plusieurs années de travaux. Une troisième explication est liée aux coûts irrécupérables de l'investissement en bâtiment. Alors que le matériel et outillage ne pose aucun problème de mobilité, le bâtiment fait subir à son propriétaire un coût en cas de déménagement forcé.

Quant à l'effet du taux de croissance du PIB sur l'investissement en bâtiment, il est économiquement très significatif à long terme. Un accroissement d'un point de pourcentage du taux de croissance du PIB à long terme induirait une amélioration du

ratio : IB_t/KB_{t-1} de l'ordre de 0,8117 point de pourcentage. En conséquence, les investisseurs en bâtiment sont beaucoup plus sensibles à la croissance du PIB qu'ils ne le sont à l'égard de la croissance des dépenses publiques d'investissement.

Tableau 24

Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement réajusté et amélioré : cas du Bâtiment

$\frac{IB_t}{KB_{t-1}} = \delta + \sum_{j=0}^j \gamma_j \left(\frac{\Delta Y_{t-j}}{Y_{t-j-1}} \right) + \sum_{j=0}^j \alpha_j \left(\frac{\Delta I_{pub,t-j}}{I_{pub,t-j-1}} \right) + \varepsilon_t$				
Variables	Coefficients	Ecart-type	t-Statistique	Probabilité
δ	0.042	0.016	2.625	0.013
$\frac{\Delta Y_{t-1}}{Y_{t-2}}$	0.199	0.104	1.914	0.063
$\frac{\Delta Y_{t-2}}{Y_{t-3}}$	0.189	0.109	1.734	0.094
$\frac{\Delta I_{pub,t-3}}{I_{pub,t-4}}$	0.031	0.015	2.066	0.053
$\frac{IB_{t-1}}{KB_{t-2}}$	0.522	0.126	4.143	0.000

$R^2 = 0.53$; R^2 ajusté = 0.47 ; Standard error de la régression = 0.03 ; F-statistic = 9.25 ; Probabilité de F-statistic = 0.000. Durbin-Watson = 2.40

Test de stabilité (estimation récursive)

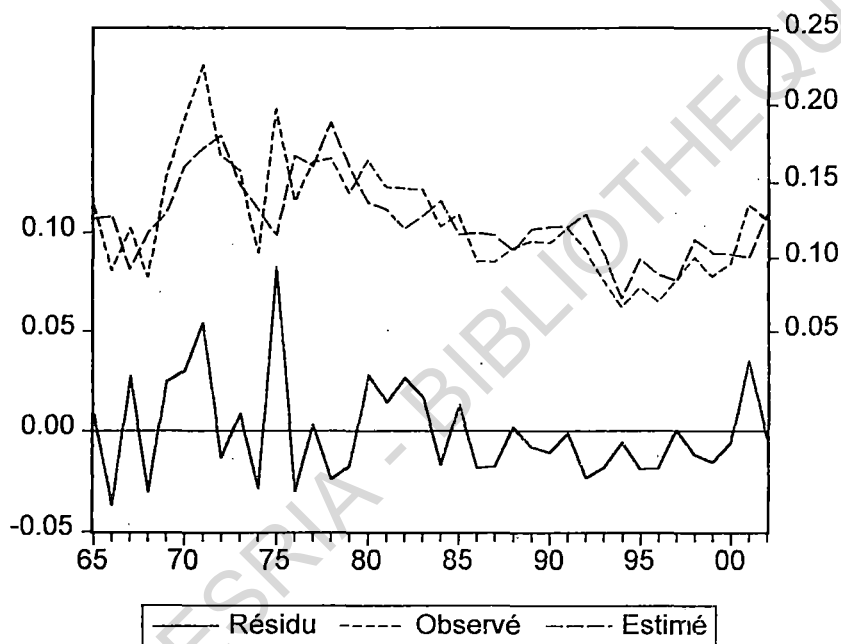
— Résidus récursifs - - - ± 2 S.E.

Enfin, il convient de préciser que le taux de dépréciation du capital mesuré par la constante demeure significatif aussi bien au niveau statistique qu'économique. (le taux estimé est de 4,2% contre 5% souvent observé dans la réalité économique).

Comme en témoigne la figure 33, l'écart entre les valeurs observées et les valeurs estimées du ratio : IB_t / KB_{t-1} est faible. Le degré de corrélation entre ces deux séries est statistiquement acceptable (53%).

Figure 33

Evolution de la part de l'investissement en bâtiment à l'instant t dans son stock à l'instant $(t-1)$



Conclusion du Chapitre 2

L'analyse que nous avons menée tout au long de ce chapitre nous a permis de caractériser les modèles théoriques régissant le comportement de l'investissement. En se référant à l'un de ces modèles les plus robustes (le modèle néoclassique), nous avons présenté un essai de modélisation de l'investissement privé au Maroc.

L'intense activité de recherche destinée à éclairer les déterminants de la demande d'investissement a conduit à un foisonnement de contributions scientifiques. En plus des modèles de base dont la dynamique est implicite, se sont développés des modèles s'appuyant sur un programme explicite d'optimisation intégrant des éléments dynamiques. En s'interrogeant sur les points forts et les points faibles de chaque famille de modèles, dans un contexte purement théorique, les modèles explicites semblent l'emporter sur les modèles implicites. La raison tient au fait que ces derniers sont confrontés à des problèmes de cohérence et d'anticipations. En revanche, sur le plan empirique, c'est les modèles implicites qui donnent les résultats les plus significatifs. En outre, malgré la disponibilité de plusieurs autres spécifications, les modèles implicites contenant des variables de production, de coût d'utilisation et de liquidité continuent d'être la construction préférée par les prévisionnistes.

Les résultats obtenus à partir de nos estimations d'une variante du modèle néoclassique d'investissement au Maroc divergent selon le type d'actif considéré. Pour le matériel et outillage, les résultats cadrent parfaitement avec les exigences théoriques. Une variation du coût de capital affecte négativement le niveau d'investissement. En revanche, la réaction de l'investissement en bâtiment à ce type de variation n'est pas statistiquement significative. La législation fiscale et les conditions de financement ont peu d'influence sur le comportement des investisseurs en bâtiment.

La révision de la structure du modèle néoclassique nous a permis de constater que l'investissement privé au Maroc réagit davantage à la variation des dépenses publiques d'investissement, ce qui conforte l'idée de complémentarité entre le capital public et le capital privé. Cette réaction se fait sentir rapidement sur le matériel et outillage. En revanche le bâtiment ne réagit qu'à moyen et long terme.

Conclusion de la 3^{ème} partie

L'objectif de cette partie était d'explicitier le lien entre le coût du capital et le niveau d'investissement au Maroc. Pour ce faire, nous avons présenté dans un premier temps une analyse chronologique du comportement des différents types d'investissements au Maroc. Afin de mieux cerner ce comportement, nous avons procédé, dans un deuxième temps, à la validation empirique d'une variante du modèle néoclassique d'investissement pour le cas marocain.

La principale conclusion qui se dégage de l'évolution chronologique des différents types d'investissements au Maroc est que leur volume demeure globalement faible et obéit à une logique cyclique. Il a toujours été étroitement lié aux caractéristiques de l'environnement économique et politique. Une analyse globale de l'évolution des composantes de cet environnement nous a permis de distinguer quatre phases depuis 1960 : la phase d'hésitation et de tâtonnement (1960-1972), la phase de décollage raté (1973-1982), la phase de l'ajustement structurel (1983-1993) et la phase de la consolidation des réformes en cours depuis la fin du Programme d'Ajustement Structurel. Chacune de ces phases traduit une vision et une expérience de développement économique. Bien que les conditions soient très favorables, les deux premières expériences se sont soldées par un échec. La crise qui en a découlé a précipité la mise en œuvre du Programme d'Ajustement Structurel en 1983. Le tâtonnement et l'ambition exagérée vont rapidement céder la place à la rigueur et à la recherche de l'efficacité économique, parfois même au détriment de l'équité. Il s'agit de préparer le terrain à l'application durable de politiques économiques à vocation libérale.

Le survol des modèles théoriques traitant du comportement de l'investissement nous a permis de mettre en évidence leur richesse, leur diversité et leur robustesse. Nous les avons regroupé en deux familles : les modèles implicites et les modèles explicites. Les premiers intègrent les éléments dynamiques au moment de la spécification de la demande de flux d'investissement sans se référer à une théorie explicite. Ils comprennent la théorie de l'accélérateur, la théorie néoclassique, les approches fondées sur le taux de taxation moyenne effective et sur le ratio "rendement sur coût",

ou encore le modèle de *cash flow*. Quant aux seconds, ils font clairement apparaître les éléments dynamiques dans le processus d'optimisation. Leurs coefficients estimatifs sont reliés explicitement à la technologie sous-jacente ainsi qu'aux paramètres d'anticipation. Ils incluent le modèle "*Q* de Tobin", les approches reposant sur l'équation d'Euler et les modèles de prévision directe. L'un des objectifs assignés à ces modèles est de mieux cerner la "dynamique attribuable aux attentes et à la technologie"¹.

Malgré certaines réussites empiriques, les modèles explicites ne sont pas suffisamment robustes pour permettre d'estimer des élasticités et de tirer des conclusions en matière de politiques fiscales. C'est la raison pour laquelle nous avons fait appel au modèle néoclassique implicite pour mesurer la sensibilité des dépenses d'investissement au coût d'utilisation du capital. Les résultats obtenus à partir de données marocaines agrégées ne cadrent pas totalement avec les exigences théoriques. Ils diffèrent en fonction du type d'actif considéré. En effet, la théorie nous apprend qu'en jouant sur les retards, on arrivera toujours à construire un modèle permettant d'expliquer le taux d'investissement par la variation du niveau de production et la variation du coût de capital. La validation empirique d'un tel modèle nous a permis de confirmer cette relation pour l'investissement en matériel et outillage. Bien que les élasticités que nous avons estimées soient relativement faibles, elles sont statistiquement significatives. En revanche, quel que soit les retards retenus, l'effet de la variation du coût de capital sur le taux d'investissement en bâtiment demeure statistiquement insignifiant.

Afin d'améliorer la qualité du modèle retenu, nous avons introduit deux autres variables explicatives : les dépenses publiques d'investissement et le taux de change réel. Les différents jeux de simulations économétriques effectués ont montré de façon convaincante que "l'effet volume" l'emporte sur "l'effet prix". L'investissement au Maroc demeure largement inspiré par les dépenses publiques d'investissement et par la demande globale.

¹ Chirinko (1993), op. cit. p. 21.

Conclusion générale

Le présent travail de recherche avait pour principal objectif d'examiner l'effet de la variation du coût de capital sur le niveau d'investissement au Maroc. Préalablement à cet examen, il nous a paru nécessaire d'analyser chaque concept à part. Une telle analyse s'est préoccupée à la fois des aspects théoriques et des aspects empiriques.

L'analyse du coût de capital nous a permis de comprendre sa signification, ses déterminants et ses différentes formalisations. Elle nous a permis également de discuter la construction interne des modèles standards les régissant et de présenter l'état de la littérature se rapportant aux extensions possibles de tels modèles. Elle nous a permis enfin de formaliser le coût du capital au Maroc et d'analyser son évolution depuis 1961.

Défini comme le taux de rendement minimum exigé par l'investisseur, le concept de coût du capital intègre à la fois les variables fiscales, le coût financier du projet, le prix relatif du capital, le taux d'inflation et la dépréciation économique du capital. Mais ce sont les variables fiscales, en particulier l'imposition des bénéfices des entreprises, l'imposition des revenus des bailleurs de fonds (actionnaires et créanciers) et les économies fiscales résultant de l'enregistrement comptable des amortissements et des provisions, qui ont retenu le plus d'attention. Le coût du capital est considéré, plutôt, comme un canal de transmission de l'effet de la fiscalité vers la décision d'investissement.

La littérature économique accorde une attention particulière à l'étude du coût de capital. Une telle attention se manifeste à travers la richesse des travaux de recherche visant à développer les modèles de référence de Jorgensen (1963). L'analyse des travaux de King (1977), de King et Fullerton (1984), d'Auerbach (1983 et 1990), de Mintz (1990), de Boadway (1987) et de Baadway et Shah (1987 et 1995) nous a permis de constater que malgré l'hétérogénéité des démarches adoptées, les expressions canoniques du coût de capital convergent vers le même résultat. Un tel constat traduit une certaine standardisation des modèles de référence.

Bien que les modèles standards aboutissent à des résultats intéressants, ils présentent l'inconvénient de ne pas pousser l'analyse de certaines variables au delà des exigences théoriques. C'est le cas de l'imposition des revenus des actionnaires (les dividendes), l'inflation et les exonérations fiscales temporaires (congé fiscaux). A propos de l'impact de l'imposition des dividendes sur le coût du capital, nous avons relevé que les avis sont partagés. Selon les tenants de la théorie de l'absence d'effet de l'impôt, l'imposition des dividendes n'aura aucun effet sur le coût du capital et de surcroît sur le niveau d'investissement. Pour les tenants de la nouvelle théorie, même si les changements de l'imposition des dividendes ne devraient pas influencer sur le coût du capital, ils peuvent néanmoins avoir des effets distributifs par le jeu de leur impact sur le prix des actions. Enfin, les adeptes de la théorie traditionnelle soutiennent l'idée selon laquelle l'imposition des dividendes peut se répercuter indirectement sur le coût du capital en raison de son impact sur le coût de financement par emprunt.

L'effet de l'inflation sur le coût du capital diffère selon que l'on considère une économie ouverte ou fermée. Dans une économie ouverte, l'inflation réduit le coût financier de l'emprunt, par le biais de la déduction des charges financières. Dans une économie fermée, cette réduction peut être compensée par le régime d'imposition des personnes physiques, lorsque ce dernier s'applique aux revenus nominaux de l'investissement. Parallèlement, nous avons démontré que, dans une économie fermée, l'inflation tend à augmenter le coût de l'autofinancement. L'effet de l'inflation sur le coût du capital est donc ambigu. Néanmoins, les avantages issus de l'endettement ne peuvent en aucun cas compenser les pertes dues au gonflement artificiel des bénéfices imposables, à la sous-évaluation de l'amortissement fiscal, à la valorisation des stocks ainsi qu'à la propagation de l'illusion fiscale et monétaire.

Contrairement aux attentes du législateur et des entreprises, les exonérations fiscales temporaires n'entraînent pas forcément une réduction du coût de capital. En l'absence du régime d'amortissement différé, les avantages procurés par l'exonération fiscale sont contrebalancés par la perte de la déductibilité des charges d'amortissement et des charges d'intérêt. Cette perte est d'autant plus importante que les entreprises appliquent le régime d'amortissement dégressif ou accéléré.

Les formalisations standards du coût de capital ont, par ailleurs, fait l'objet d'extensions dans quatre directions : l'élargissement aux investissements transnationaux, l'introduction du risque dans le processus de modélisation, la prise en compte de l'hétérogénéité de l'espace et le passage du coût de capital au coût des facteurs de production.

En considérant un projet d'investissement transnational, l'expression du coût de capital se modifie. Les développements que nous avons présenté reposent essentiellement sur les travaux d'Alworth (1988). Les revenus générés par une filiale installée dans un pays-hôte sont susceptibles d'être taxés deux fois ; d'une part, dans le pays de la filiale, et, d'autre part, dans le pays de la maison-mère. En outre, les revenus de l'investissement peuvent faire l'objet d'une retenue à la source dans le pays de la filiale. L'atténuation des effets de cette double "imposition internationale" passe généralement par la conclusion d'une convention de non-double imposition entre le pays de résidence de la maison-mère et le pays de la source. Une telle convention prévoit souvent des systèmes d'allègement qui peuvent prendre l'une des trois formes suivantes : l'exemption, la déduction et l'imputation. Dans le premier cas, le pays de la maison mère renonce à imposer tout ou partie des revenus étrangers. Sous le régime de la déduction, la taxe payée dans le pays de la filiale est déduite du revenu imposable que déclare la société mère. Enfin, le système d'imputation considère que la taxe payée dans le pays de la filiale est une avance sur l'impôt dû dans le pays de la maison mère. Ce crédit d'impôt est généralement limité au montant de la taxe due dans le pays de la maison mère. Si la taxe payée au fisc étranger est supérieure à celle due dans son propre pays, la société se trouve dans une situation "d'*excess credit*".

D'autres pratiques fiscales permettent d'alléger le coût du capital d'un investissement transnational. C'est le cas de l'interposition d'une société-écran (*Treaty Shopping*) ou d'un centre de coordination entre la maison-mère et sa filiale et l'optimisation fiscale basée sur les prix de transfert. Le premier type de stratégie s'applique essentiellement en l'absence de convention entre le pays abritant la maison-mère et le pays d'implantation de sa filiale (pays-hôte), ou encore lorsque les dispositions relatives à ces conventions sont moins favorables que celles offertes par d'autres pays. Quant aux prix de transfert, ils consistent, pour la filiale située dans un pays où le taux d'impôt

sur les sociétés est élevé, à surévaluer les prix d'acquisition des biens et services provenant de la maison-mère et, à l'inverse, sous-évaluer les prix de cession internes.

Une des principales faiblesses des modèles standards du coût de capital réside dans l'hypothèse de l'homogénéité de l'espace de localisation des investissements. La productivité marginale d'un investissement est supposée identique quelle que soit sa localisation géographique. Il s'agit évidemment d'une hypothèse simplificatrice. En réalité, les différences régionales en matière d'infrastructure de transport ou de communication, de structures industrielles, de dotations en facteurs de production ou encore d'économie d'agglomération conduisent nécessairement à des productivités différenciées en fonction du lieu de localisation. L'analyse des travaux de Carlino (1982), Moomay (1983), Carlino et Voith (1992), Catin (1991) et surtout Mignolet (1998) nous a permis de dériver les expressions analytiques d'un coût de capital "spatialisé", permettant d'appréhender les disparités régionales.

Puisque le projet d'investissement est souvent entouré d'incertitude, nous avons démontré que les risques contribuent à alourdir le coût du capital. Deux types de risque ont été analysés : le risque lié au comportement de l'actionnaire et le risque lié à l'actif. Une manière simple pour intégrer le premier type de risque dans la modélisation du coût de capital consiste à majorer le coût financier du projet de deux primes ; l'une pour faire face au risque d'exploitation et l'autre pour atténuer le risque financier. La prime correspondante à ce dernier type de risque est toutefois allégée par une économie d'impôts due à la déductibilité fiscale des intérêts. A ces deux primes relatives à un projet d'investissement national, il convient d'ajouter une prime visant à faire face au risque-pays supporté par un investisseur étranger. Sa valeur est fonction des notations établies par les agences de *rating*. Quant au risque d'actif, il peut revêtir deux formes. D'une part, le risque de revenu qui se manifeste lorsque l'investisseur, incertain des prix qui prévaudront plus tard sur les marchés, ne peut déterminer exactement son niveau de revenu futur. D'autre part, le risque de capital, qui se manifeste lorsque l'investisseur ne connaît ni le taux d'usure physique de l'actif, ni l'évolution des prix des biens en capital. Par conséquent, il fait face à une seconde incertitude, relative cette fois-ci au taux de dépréciation économique de son investissement. Ces deux formes de risque peuvent être également intégrées dans le

calcul du coût de capital à travers l'augmentation du rendement de l'investissement et du taux de dépréciation économique d'une prime couvrant respectivement le risque du revenu et le risque du capital.

Initialement limités au seul facteur-capital, les modèles que nous avons développé font, de plus en plus, l'objet d'extension au coût du travail et plus généralement au coût de production. McKenzie, Mintz et Scharf (1992 et 1997) ont été à l'origine de cette généralisation. Ces auteurs ont mesuré l'impact des taxes frappant les différents facteurs de production au travers de la variation du coût marginal de production. La discussion d'une telle approche nous a permis d'envisager l'élargissement du champ des politiques d'incitation en prenant en compte les politiques de l'emploi.

En s'inspirant de la littérature économique existante et en partant de la réalité fiscale marocaine, nous avons formalisé le coût du capital au Maroc. Les jeux de simulations nous ont permis de construire deux séries statistiques de coût du capital ; l'une se rapportant au contenu des textes du Droit commun et l'autre aux avantages prévus par les différentes lois spécifiques à l'investissement. Dans ce dernier cas, nous avons envisagé différents scénarios en fonction de la substituabilité ou le cumul des mesures prévues par les codes des investissements de 1960, 1973 et 1995, ainsi que la charte de l'investissement de 1995.

Les résultats obtenus ne permettent pas de confirmer totalement la première hypothèse de notre travail selon laquelle le coût du capital au Maroc n'a pas cessé de baisser depuis 1961, se situant aujourd'hui à un niveau favorisant la relance de l'investissement privé. En effet, la véritable baisse du coût de capital au Maroc n'a été déclenchée qu'à partir de 1987. Cette baisse est intervenue suite à une forte hausse enregistré entre 1978 et 1987, elle même consécutive à une légère baisse observée entre 1961 et 1978. C'est certainement la réforme fiscale initiée à la fin des années quatre-vingt, en particulier la réforme de l'impôt sur les sociétés, qui a permis d'amortir la hausse du coût de capital et de déclencher un changement de tendance. Les mesures ultérieures, en particulier la réduction du loyer de l'argent et la mise en application de la charte de l'investissement sont venues accélérer le processus de baisse. Néanmoins, malgré cette tendance baissière, le coût du capital au Maroc

demeure élevé. Nous l'avons estimé, en 2002, à 12,74% pour le bâtiment et 23,98% pour le matériel et outillage.

La prise en compte des avantages prévus par les différents codes et la charte de l'investissement n'a pas permis une amélioration significative du coût de capital. L'écart entre le coût du capital relatif à un projet d'investissement ne bénéficiant d'aucun avantage spécifique (projet réalisé à Casablanca ou dans un secteur non prioritaire) et celui relatif à un projet d'investissement bénéficiant de mesures d'encouragement supplémentaires a toujours été insignifiant. Ce faible différentiel permet de confirmer notre deuxième hypothèse selon laquelle, malgré la diversité et la richesse des avantages prévus par les différents Codes des investissements et la Charte de l'investissement de 1995, le coût du capital au Maroc converge toujours vers celui calculé à partir des dispositions du Droit commun. Il témoigne de l'échec des politiques incitatives basées sur la hiérarchisation des avantages fiscaux en fonction des critères sectoriel et géographique.

Les mesures d'encouragement fiscal ne sont pas toutes d'une égale efficacité. La constitution d'une provision pour investissement est la variable qui permet de mieux alléger le coût du capital, suivi de l'amortissement dégressif. En revanche, le recours aux congés fiscaux (exonérations fiscales temporaires) est en général douteux. Malgré sa simplicité administrative, cette stratégie comporte de nombreuses lacunes :

- Les exonérations fiscales ont été souvent accordées sans égard au montant des bénéfices visés, ce qui profitait à des investisseurs qui prévoyaient de réaliser des bénéfices importants et qui auraient investi même en l'absence d'un tel encouragement.
- Les congés fiscaux risquent fort d'inciter les entreprises imposées à conclure des ententes avec celles exonérées afin de transférer leurs bénéfices en fixant des prix de cession interne, ce qui constitue une forme d'évitement fiscal.
- La durée d'application du congé fiscal est souvent prolongée à l'excès lorsque des investisseurs réussissent, par divers moyens, à déguiser les investissements existants en nouveaux investissements (par exemple, en mettant fin à un projet pour le relancer sous un nom différent tout en conservant la propriété).

- Les congés fiscaux limités dans le temps ont tendance à attirer les projets à court terme dont les avantages, pour l'économie, ne sont en général pas aussi intéressants que ceux des projets à long terme.
- En l'absence de la possibilité de différer l'amortissement, les congés fiscaux font perdre aux entreprises l'avantage de la déduction des charges d'amortissement et des charges d'intérêt. On parle ainsi de "l'illusion des congés fiscaux". Les entreprises ont souvent l'impression que l'exonération fiscale constitue un véritable cadeau. Mais, en réalité, une bonne partie des gains est contrebalancée par la perte issue du gonflement des bénéfices imposables, consécutive à la non comptabilisation des charges d'amortissement et d'intérêt.

Par ailleurs, malgré les efforts visant à encourager l'autofinancement, le système fiscal marocain reste encore légèrement favorable à l'endettement. Il en résulte une fragilisation financière des entreprises rendant la pérennité de celles-ci largement tributaire de l'évolution des taux d'intérêt.

Préalablement à la mesure de la sensibilité de l'investissement à la variation du coût de capital, nous avons jugé utile d'analyser chronologiquement les différents types d'investissement au Maroc. Une telle analyse nous a permis de distinguer quatre phases. Chacune est caractérisée par un certain nombre de faits économiques et politiques ayant un impact non négligeables sur le climat des affaires et de surcroît sur le niveau d'investissement. La première phase va de 1960 à 1972. C'est une phase d'hésitation et de tâtonnement en termes de politiques économiques. Les conditions politiques, économiques et sociales étaient fragiles et les pouvoirs publics n'avaient aucune stratégie claire en matière de développement économique. Dans un tel contexte d'incertitude, le niveau d'investissement ne pouvait être que faible. Les rares projets d'investissement lancés à l'époque étaient essentiellement le fait de l'Etat.

La deuxième phase va de 1973 à 1982. Nous l'avons appelé : phase de décollage. Malgré la réunion de certaines conditions favorables, en particulier la hausse du cours des phosphates et la baisse du loyer de l'argent sur le marché international, l'économie marocaine n'a pas pu décoller. Certes le taux d'investissement avait atteint des

niveaux records, mais cette performance n'a pas duré longtemps. Le parachèvement de l'intégrité territoriale, la baisse du cours des phosphates, la flambée du cours de pétrole et les erreurs de politiques économiques (en particulier la marocanisation) sont autant de facteurs qui ont contribué à l'échec de cette tentative de décollage.

la troisième phase s'est étalée entre 1983 et 1993. C'est la phase du Programme d'Ajustement Structurel (1983-1993). Elle a été caractérisée par le lancement d'une série de réformes à caractère macroéconomique et structurel, consécutive à la crise qui a secoué le Maroc au début des années quatre-vingt. Les premières visaient le rétablissement des équilibres internes et externes, alors que les secondes avaient pour objectif l'instauration d'une économie orientée vers les règles de régulation par le marché. Au cours de cette période, le taux d'investissement était globalement faible. La dynamique de l'investissement privé n'a pas pu compenser le recul de l'investissement public. Le taux d'investissement en bâtiment, véritable signal de la dynamique économique a accusé une baisse continue. Seul l'investissement étranger a enregistré une performance notable, en particulier, à partir de 1990.

La dernière phase, qui a débuté en 1994 et qui se poursuit toujours, est caractérisée par le lancement d'une seconde génération de réformes. Parallèlement à la poursuite des réformes structurelles, les réformes institutionnelles, politiques et sociales ont été initiées. L'objectif est de créer les conditions favorables à l'émergence d'une économie de marché, d'assainir le paysage politique et social et d'asseoir les règles d'une bonne gouvernance. Bien que le taux d'investissement privé ait largement pris le dessus sur le taux d'investissement public, le niveau d'investissement global ne s'est pas amélioré. Rapportée au PIB, l'investissement industriel et les composantes de la FBCF ont enregistré une certaine stagnation. Quant à l'investissement étranger, il a connu des hauts et des bas en fonction du calendrier des privatisations. Malgré cette stagnation, il est encore tôt de se prononcer sur l'effet de cette deuxième génération de réformes car le processus n'est pas encore achevé.

L'analyse empirique de la relation susceptible d'exister entre le niveau d'investissement et le coût du capital a été précédée d'un survol théorique relatif aux modèles d'accumulation du capital. Les modèles théoriques ont été classés en deux

catégories selon que leurs éléments dynamiques sont traités sur une base implicite ou explicite. Les adeptes de ces modèles s'attachent à identifier les déterminants de l'investissement et de mesurer la façon dont la politique économique - essentiellement à travers la fiscalité des entreprises et des épargnants, et le niveau des taux d'intérêt - influence ce comportement. Plusieurs conditions sont à réunir pour un développement de l'investissement. Une demande suffisante, une large capacité financière et un coût d'utilisation du capital assez bas sont celles les plus souvent citées. Une seule condition ne suffit pas pour accroître l'investissement, mais un frein suffit à en reporter la réalisation.

La spécification la plus souvent utilisée dans l'analyse des dépenses d'investissement est de loin le modèle néoclassique. Pour ses adeptes, l'accumulation du capital est significativement déterminée par le coût de son utilisation et la demande globale. L'estimation d'une variante de ce modèle, à partir des données marocaines, nous a permis d'obtenir des résultats contradictoires. Pour le matériel et outillage, les résultats cadrent parfaitement avec les exigences théoriques. La réaction de ce type d'investissement à la variation de son coût d'utilisation et à la demande globale est statistiquement, mais aussi économiquement (les coefficients ont les signes attendus) significative. En revanche le bâtiment ne réagit qu'à la demande globale. La législation fiscale et les conditions de financement ont eu peu d'influence sur l'investissement en bâtiment.

Par souci d'améliorer la qualité du modèle, nous avons introduit deux autres variables explicatives : les dépenses publiques d'investissement et le taux de change réel. Les différents jeux de simulations économétriques effectués ont montré, de façon convaincante, que "l'effet volume" l'emporte sur "l'effet prix". L'investissement au Maroc demeure largement inspiré par les dépenses publiques d'investissement et par la demande globale.

Le présent travail a permis d'aboutir à des résultats intéressants. Mais, à l'instar des travaux académiques de ce genre, notre analyse est entachée de certaines limites. En premier lieu, notre méthodologie d'estimation du coût de capital repose sur des hypothèses fortes : un marché de capitaux parfait, un univers certain, une économie

fermée et un comportement myope des investisseurs. Or de telles hypothèses ne cadrent pas parfaitement avec la réalité d'un pays en développement comme le Maroc. En deuxième lieu, l'impact des aides publiques n'a porté que sur l'investissement marginal (le dernier dirham investi), celui dont le rendement attendu est égal au coût de sa mise en œuvre. Le coût du capital estimé coïncide donc avec le coût marginal ou la productivité marginale de l'investissement le moins rentable. Il s'agit là d'une approche théoriquement robuste, mais peu convaincante sur le plan empirique. En troisième lieu, nous n'avons tenu compte que de certaines dispositions fiscales et financières. D'autres, en particulier les impôts indirects, les taxes locales, la patente, les droits d'enregistrement, la prime d'équipement n'ont pas été intégrées dans le modèle. En quatrième lieu, nos estimations économétriques ont porté sur des données agrégées (données macroéconomiques), souvent moins fiables que celles collectées à l'échelle micro-économique.

Par ailleurs, d'autres pistes de recherche restent encore à explorer. Il s'agit du calcul de coût du capital dans une économie ouverte, la prise en compte de l'incertitude et de l'irréversibilité dans le processus de modélisation et d'estimation du coût de capital, la mesure de l'effet net de la réduction du coût de capital sur l'emploi, l'élargissement de la méthode utilisée au facteur travail et enfin l'estimation du modèle néoclassique d'investissement à partir de données micro-économiques.

a) Le calcul du coût de capital dans une économie ouverte nous permettra d'évaluer l'efficacité des politiques d'aides à l'investissement étranger. Par rapport au coût du capital associé à un investissement domestique (économie fermée), deux éléments supplémentaires doivent être pris en compte : la complexité des montages financiers du projet d'investissement et les mécanismes de prévention ou de détournement de la double imposition internationale. Le modèle d'Alworth (1988) constitue un outil puissant permettant de réussir cet exercice.

b) Dans les modèles standards du coût de capital, l'entreprise est supposée ajustée instantanément le stock du capital existant au stock du capital désiré. Le capital est donc choisi comme les autres facteurs de production par égalisation, à chaque instant, de la productivité marginale et du coût réel. Une telle représentation n'est, toutefois, pas

convaincante sur le plan empirique. L'investissement est souvent irréversible. A l'achat de nouveaux biens de capital au prix du marché, vient s'ajouter un coût supplémentaire ; celui d'installer et d'adapter le nouveau capital au capital existant. L'addition de ces dépenses peut rendre le coût du désinvestissement prohibitif. Dès lors, l'entreprise ne doit pas seulement arbitrer entre investir ou ne pas investir, mais entre investir maintenant et investir plus tard. Attendre ne représente pas seulement un coût d'opportunité, lié à la perte de profit qu'un investissement immédiat permettrait éventuellement d'obtenir, mais offre aussi un avantage. Cet avantage est fonction du coût que subirait l'entreprise si, après avoir choisi d'investir sans attendre, préférerait finalement revendre le bien d'investissement en raison de l'évolution défavorable de l'environnement économique. Ainsi, attendre est une option pouvant présenter une certaine valeur, ce qui peut conduire une entreprise à différer ses investissements. L'existence de l'irréversibilité donne donc une valeur à l'attente puisque celle-ci permet à l'entreprise de bénéficier d'informations nouvelles concernant la profitabilité espérée d'un projet avant sa réalisation. Dans ces conditions, il est possible d'envisager la construction d'un modèle incrémental du coût de capital, dans lequel l'entreprise se demande, à chaque instant, si elle doit accroître ou non sa capacité de production.

c) L'aide à l'investissement est à l'origine de deux effets : un effet d'output et un effet de substitution. Le premier signifie que l'abaissement du coût de capital stimule l'investissement et la création de nouvelles capacités de production. Un tel effet est profitable à l'emploi. A l'inverse, l'effet de substitution stipule que la réduction du coût de capital est destructeur de l'emploi. Les entreprises auront tendance à mettre en œuvre des technologies moins intensives en travail. L'effet net est a priori inconnu. Il dépend de l'ampleur respective des deux effets. D'où la nécessité de mesurer chacun des deux effets afin d'aboutir à un niveau optimal de coût du capital.

d) Par analogie avec le coût du capital, il est possible de calculer le coût du travail. Ce dernier est constitué de toutes les dépenses induites par l'embauche du travailleur marginal (le dernier travailleur embauché). Il comprend le salaire brut (avec les primes, les congés payés et les cotisations sociales à la charge des salariés) et les cotisations sociales patronales. De ces dépenses, il convient évidemment de soustraire

les subventions salariales reçues par l'employeur (prime d'embauche, prise en charge par l'Etat d'une partie des cotisations patronales). Le calcul du coût de travail n'est pas chose aisée. Plusieurs facteurs entrent en jeu pour compliquer cet exercice. Il s'agit, en particulier, du degré de substituabilité entre le capital et le travail, l'élasticité de l'offre et de la demande de la main d'œuvre, la part de l'impôt supporté par la firme (employeur) et la législation du travail. Elmorchid et Mansouri (2004) ont présenté une tentative de modélisation du coût de travail dans le secteur industriel marocain. Que ce soit au niveau du SMIG ou du salaire moyen, les auteurs ont montré que le coût du travail, exprimé en termes réels, suit une tendance haussière. Pour un salarié rémunéré au SMIG, le coût du travail est passé de 5,48 dirhams par heure en 1989 à 6,83 dirhams par heure en 2002, ce qui correspond à une évolution moyenne de 1,21%. Pour un salarié hybride ou moyen, le coût est passé, pour la même période de 9,73 dirhams à 12,31 dirhams par heure, soit une augmentation annuelle moyenne de 1,82%.

e) L'utilisation des données agrégées pour mesurer la sensibilité de l'investissement à son coût d'utilisation ne permet pas d'aboutir à des résultats convaincants. Il est donc préférable de travailler sur la base de données de panel construites à partir d'observations microéconomiques (à l'échelle de l'entreprise). Un tel choix permet d'ajouter une dimension méthodologique et stratégique à l'analyse. Sur le plan méthodologique, comme les modèles néoclassiques sont fondés sur des principes microéconomiques, ils devraient être estimés à partir de données collectées à l'échelle de l'entreprise. Sur le plan stratégique, l'utilisation d'estimations tirées de données microéconomiques permet d'enrichir l'analyse en reconnaissant le fait que l'impact des politiques d'incitation à l'investissement peut varier entre les secteurs et entre les entreprises à l'intérieur d'un même secteur. Elle permet également de neutraliser les facteurs qui pourraient fausser l'estimation des l'élasticités du coût de capital, en particulier les conditions financières. Les données de panel permettent de mieux cerner l'importance des variables financières pour les entreprises qui font face à des problèmes d'information sur le marché financier. Si une entreprise a accès à des ressources internes pour financer ses investissements, elle n'aura pas besoin de recourir à des emprunts ou à émettre de nouvelles actions. Dans ce cas, les ressources

d'autofinancement pourront avoir un impact significatif sur les valeurs estimées des élasticités du coût d'utilisation de capital, surtout si les flux de trésorerie sont appréciables.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Liste des figures

- Figure 01 : Coin fiscal dans une économie fermée.
- Figure 02 : Coin fiscal dans une économie ouverte.
- Figure 03 : Evolution du prix relatif de capital au Maroc.
- Figure 04 : Evolution du taux d'intérêt réel au Maroc.
- Figure 05 : Evolution du taux d'imposition des sociétés au Maroc.
- Figure 06 : Evolution de la valeur actuelle de l'économie fiscale résultant de l'amortissement linéaire au Maroc.
- Figure 07 : Evolution de la valeur actuelle de l'économie fiscale résultant de la provision pour investissement au Maroc.
- Figure 08 : Evolution du coût de capital au Maroc entre 1961 et 2002.
- Figure 09 : Evolution de l'investissement global au Maroc entre 1960 et 1972 (en % du PIB)
- Figure 10 : Evolution des composantes de la FBCF au Maroc entre 1960 et 1972 (en % du PIB)
- Figure 11 : Evolution de l'investissement industriel au Maroc entre 1960 et 1972 (en % de la FBCF et du PIB)
- Figure 12 : Evolution de l'investissement étranger au Maroc entre 1960 et 1972 (en % de la FBCF et du PIB)
- Figure 13 : Evolution de l'investissement global au Maroc entre 1973 et 1982 (en % du PIB)
- Figure 14 : Evolution des composantes de la FBCF au Maroc entre 1973 et 1982 (en % du PIB)
- Figure 15 : Evolution de l'investissement industriel au Maroc entre 1973 et 1982 (en % de la FBCF et du PIB)
- Figure 16 : Evolution de l'investissement étranger au Maroc entre 1973 et 1982 (en % de la FBCF et du PIB)
- Figure 17 : Evolution de l'investissement global au Maroc entre 1983 et 1993(en % du PIB)
- Figure 18 : Evolution des composantes de la FBCF au Maroc entre 1983 et 1993 (en % du PIB)

Liste des figures (suite)

- Figure 19 : Evolution de l'investissement industriel au Maroc entre 1983 et 1993 (en % de la FBCF et du PIB)
- Figure 20 : Evolution de l'investissement étranger au Maroc entre 1983 et 1993 (en % de la FBCF et du PIB)
- Figure 21 : Evolution de l'investissement global au Maroc entre 1994 et 2002(en % du PIB)
- Figure 22 : Evolution des composantes de la FBCF au Maroc entre 1994 et 2002 (en % du PIB)
- Figure 23 : Evolution de l'investissement industriel au Maroc entre 1994 et 2002 (en % de la FBCF et du PIB)
- Figure 24 : Evolution de l'investissement étranger au Maroc entre 1994 et 2002 (en % de la FBCF et du PIB)
- Figure 25 : Evolution du stock de capital au Maroc à prix constants entre 1961 et 2002 (en millions de dirhams).
- Figure 26 : Evolution de l'investissement privé à prix constants entre 1961 et 2002 (en millions de dirhams).
- Figure 27 : Evolution du PIB à prix constants au Maroc entre 1961 et 2002 (en millions de dirhams).
- Figure 28 : Evolution de l'investissement public à prix constants au Maroc entre 1961 et 2002 (en millions de dirhams).
- Figure 29 : Evolution du taux de change réel des biens d'équipement importés entre 1961 et 2002.
- Figure 30 : Evolution de la part de l'investissement en matériel et outillage à l'instant t dans son stock à l'instant $(t-1)$.
- Figure 31 : Evolution de la part de l'investissement en bâtiment à l'instant t dans son stock à l'instant $(t-1)$.
- Figure 32 : Evolution de la part de l'investissement en matériel et outillage à l'instant t dans son stock à l'instant $(t-1)$.
- Figure 33 : Evolution de la part de l'investissement en bâtiment à l'instant t dans son stock à l'instant $(t-1)$.

Liste des tableaux

- Tableau 01 : Expressions mathématiques du coût de financement pour les huit politiques de financement envisagées.
- Tableau 02 : Evolution du taux d'imposition uniforme des entreprises durant l'application du Code de 1973.
- Tableau 03 : Evolution du taux d'imposition uniforme des entreprises durant l'application du Code de 1983.
- Tableau 04 : Evolution du taux d'imposition uniforme des entreprises entre 1996 et 2002.
- Tableau 05 : Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement fiscale durant l'application du Code de 1960.
- Tableau 06 : Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement fiscale durant l'application du Code de 1973.
- Tableau 07 : Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement linéaire durant l'application du Code de 1983.
- Tableau 08 : Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement accéléré entre 1989 et 1995.
- Tableau 09 : Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement linéaire durant la période 1996-2002.
- Tableau 10 : Evolution de l'économie fiscale résultant de l'amortissement dégressif durant la période 1996-2002.
- Tableau 11 : Evolution du coût de capital durant l'application du Code de 1960.
- Tableau 12 : Evolution du coût de capital durant l'application du code de 1973.
- Tableau 13 Evolution du coût de capital pendant l'application du code de 1983 : Cas des investissements réalisés dans les Zones I et II.
- Tableau 14 : Evolution du coût de capital durant l'application du code de 1983 : dans les zones III et IV : Cas d'une création.
- Tableau 15 : Evolution du coût de capital durant l'application du code de 1983 dans les zones III et IV : Cas d'une extension.
- Tableau 16 : Evolution du coût de capital entre 1989 et 1995 : Cas des entreprises exportatrices.

Liste des tableaux (suite)

- Tableau 17 : Evolution du coût de capital en application de la charte de l'investissement de 1995 : cas des investissements ne bénéficiant d'aucune réduction de l'IS.
- Tableau 18 : Evolution du coût de capital en application de la Charte de l'investissement de 1995 : cas des investissements réalisés dans les régions défavorisées ou dans le secteur de l'artisanat.
- Tableau 19 : Evolution du coût de capital en application de la charte de l'investissement de 1995 : cas des investissements réalisés dans le secteur de l'exportation.
- Tableau 20 : Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement : cas du matériel et outillage.
- Tableau 21 : Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement : cas du bâtiment
- Tableau 22 : Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement réajusté : cas du Matériel et outillage.
- Tableau 23 : Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement réajusté : cas du Bâtiment.
- Tableau 24 : Résultats de l'estimation du modèle néoclassique d'investissement réajusté et amélioré : cas du Bâtiment.

Références bibliographiques

Liste des ouvrages

- **ALOWRTH J.S.** (1988), *The Finance, Investment and Taxation Decisions of Multinationals*, Basil Blackwell, Oxford.
- **BELAL A.** (1970), *L'investissement au Maroc : 1912-1964*, les éditions Maghrebines.
- **BENSALAH ZEMRANI A.** (1982), *La fiscalité face au développement économique et social au Maroc*, les éditions LAPORTE.
- **BOUTAHLIL S.** (2002), *Le taux d'imposition marginal effective au Maroc*, REMALD, Collection Manuels et Travaux Universitaires.
- **CHIRINKO R.S.** (1993), *Econometric Models and Empirical Findings for Business Investment, Financial Markets Institutions and Instruments*, Blackwell Cambridge (Mass.).
- **EI AOUI N.** (1990) "La marocanisation", les éditions Toubkal.
- **EL HARRAS M. L.** (2001), *Attraction de l'investissement étranger et dynamique de l'économie marocaine*, Imprimerie de Fédala
- **EL MALKI H.** (1989), *Trente ans d'économie marocaine*, les éditions du CNRS.
- **HALL B.H. et MAIRESSE J.** (2001), *Testing for Unit Roots in Panel Data: An Exploration Using Real and Simulated Data*, mimeo.
- **HAMDOUCH B.** (1990), *Politiques de développement et d'ajustement au Maroc à l'épreuve de la crise*, les éditions SMER.
- **KING M. et FULLERTON D.** (1984), *The taxation of income from capital : a comparative study of United States, the United Kingdom, Sweden and West-Germany*, The University of Chicago Press, Chicago.
- **MOURGUES N.** (1993), *financement et coût du capital de l'entreprise*, Economica.
- **OCDE** (1993), *L'imposition des bénéfices dans une économie globale*, Paris.
- **OULALOU F.** (1980) "Propos d'économie marocaine", éditions SMER.
- **Rapport de la banque mondiale n°11894-MOR**, (1993) "Renforcement du secteur privé au Maroc",
- **RIMBAUX E.** (1993), *L'incidence de l'imposition des entreprises sur l'investissement : une comparaison internationale*, Thèse de Doctorat en Sciences Economiques, Université de Paris X, Nanterre.
- **SINN H.-W.** (1993), *Taxation and the Birth of Foreign Subsidiaries*, in H. HERBERG and N.V. LONG (eds.), *Trade, Welfare and Economic Policies: Essays in honor of Murray C. KEMP*, 325-352, Ann Arbor : University of Michigan Press.
- **TAZI A.** (1995), *Aperçu sur la fiscalité marocaine actuelle*, Société d'édition et de diffusion Al Madariss.

Liste des articles

- **ABEL A. B.** (1983), "Optimal Investment under Uncertainty", *The American Economic Review*, vol. 73, n° 1, pp. 228-233.
- **AGARWAL J. P.** (1980). "Determinants of Foreign Direct Investment: A Survey", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 116, n° 4, pp. 739-773.
- **AIZENMAN J.** (1992), "Exchange Rate Flexibility, Volatility, and Domestic and Foreign Direct Investment", *IMF Staff Papers*, vol. 39, n° 4, pp. 890-922.
- **ALBER R. Z.** (1970), "A Theory of Foreign Direct Investment". In : *The International Corporation: A Symposium*, sous la direction de C. P. Kindleberger, Cambridge, MIT Press, pp. 17-34.
- **ANDO A. et AUERBACH A.** (1987), "The cost of capital in the U.S. and Japan : A comparison", *NBER Working Paper* n° 2286, Cambridge.
- **ANDO A., HANCOCK J. et SAWCHUK G.** (1997), "Cost of capital for the United States, Japan and Canada : An attempt at measurement based on individual company records and aggregate national account data", in *Financing Growth in Canada*, University of Calgary Press, Canada
- **ANTIA Z. et LAFRANCE R.** (1999), "Note technique : Un nouvel indice pondéré des cours du dollar canadien", *Revue de la Banque du Canada* (hiver 1998-1999), pp. 125-126.
- **ASCHAUER D.** (1989a), "Is Public Expenditure Productive?", *Journal of Monetary Economics*, n° 23, Mars.
- **ASCHAUER D.** (1989b), "Public Investment and Productivity Growth in the Group of Seven", *Economic Perspectives*, vol. 13, n° 5.
- **ASCHAUER D. et LÄCHLER U.** (1998), "Public Investment and Economic Growth in Mexico", *Policy Research Working Paper* n° 1964, The World Bank..
- **AUERBACH A. J.** (1983), "Taxation, corporate financial policy and cost of capital", *Journal of Economic Literature*, Vol. XXI, pp. 905-940.
- **AUERBACH A. J.** (1990), "The cost of capital and investment in developing countries", Country Economics Department, The World Bank, April 1990, WPS 410.
- **AVOUYI-DOVI S., LEGROS F., NICOLAI J. P. et LEROUX V.** (1991), "Effets de la fiscalité sur l'investissement", *Cahiers Economiques de Bruxelles* n° 132, pp. 485-535.
- **BAILET M. J. et TAVLAS G.S.** (1991), "Exchange Rate Variability and Direct Investment", *The Annals of The American Academy of Political and Social Science*, vol. 516, pp. 106-116.
- **BAXTER M. et STOCKMAN A. C.** (1989), "Business Cycles and the Exchange Rate Regime: Some International Evidence", *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, n° 3, pp. 377-400.
- **BELGHAZI S.** (1993), "Dynamiques nationales et régionales du secteur industriel marocain", Actes du séminaire international 'Les stratégies du développement régional et national : le cas du Maroc', Marrakech le 21-22 Octobre.
- **BERNHEIN B. D. et SHOVEN J. B.** (1988), "Fiscalité et coût du capital : une comparaison internationale", *Annales d'Economie et de Statistique*, n° 11, pp. 93-116.

- **BLEJER, MARIO I. ET MOHSIN S. KHAN.** (1984), "Government Policy and Private Investment in Developing Countries"», *IMF Staff Papers*, n° 31.
- **BOADWAY R.** (1988), "Measuring marginal effective tax rates : Theory and application to Canada", *Annales d'Economie et de Statistique*, n°11, pp. 73-92
- **BOADWAY R. et SHAH A.** (1995), "Perspectives on the role of investment incentives in Developing Countries", in A. SHAH, ed., *Fiscal incentives for investment and innovation*, *Oxford University Press*, Oxford.
- **BOADWAY R. , BRUCE N. et MINTZ J.** (1984), "Taxation, inflation and effective marginal tax rate on capital in Canada", *Canadian Journal of Economics* , XVII, n° 1, pp. 63-79.
- **BOADWAY R. W.** (1987), "The theory and measurement of effective tax rate", in D. D. Purvis ed., *The impact of taxation on business activity*, *Queen's University* , Kingston, Canada.
- **BREHAIN P.** (1986), "La rentabilité des investissements et la fiscalité", *Reflets et Perspectives de la vie économique*, Tome XXV, pp.169-179.
- **BUA M., GIRAR P., LEGENDRE F. and REDONDO P.** (1991), "Financement, fiscalité et croissance des entreprises industrielles", *Economie et Prévision* n° 98 1991-2, pp.45-68.
- **BULOW J.I. and SUMMERS L.H.** (1984), The Taxation of Risky Assets, *Journal of Political Economy*, 92, 20-39.
- **CABALLERO R. J.** (1991), "On the Sign of the Investment-Uncertainty Relationship", *The American Economic Review*, vol. 81, n° 1, pp. 279-288.
- **CAMPA J. et GOLDBERG L. S.** (1995), "Investment in Manufacturing, Exchange Rates and External Exposure", *Journal of International Economics*, vol. 38, n° 3, pp. 297-320.
- **CAMPA J. et GOLDBERG L. S.** (1997), "The Evolving External Orientation of Manufacturing: A Profile of Four Countries", *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, vol. 3, n° 2 (juillet), pp. 53-81.
- **CAMPA J. et GOLDBERG L. S.** (1999), "Investment, Pass-Through, and Exchange Rates: A Cross-Country Comparison", *International Economic Review*, vol. 40, n° 2, pp. 287-314. *Lafrance et Tessier*.
- **CAPOALE G. M. et PITTIS P.** (1995), "Nominal Exchange Rate Regimes and the Stochastic Behavior of Real Variables", *Journal of International Money and Finance*, vol. 14, n° 3, pp. 395-415.
- **CAVES R. E.** (1989), "Exchange-Rate Movements and Foreign Direct Investment in the United States". In : *The Internationalization of U.S. Markets*.
- **CHIRINKO R. S., FAZZARI S.M et MEYER A. P.** (1999), "How responsive is business capital formation to its cost ? An application with micro data", *Journal of Public Economics* 74, pp. 53-80.
- **CHIRINKO R.S. et MEYER A.P.** (1997), "The User Cost of Capital and Investment Spending : Implications for Canadian Firms", in *Financing Growth in Canada*, University of Calgary Press, Canada
- **CHIRINKO R.S. et MEYER A.P.** (1997), "The User Cost of Capital and Investment Spending : Implications for Canadian Firms", in *Financing Growth in Canada*, University of Calgary Press, Canada

- **COHEN D. et HASSETT K. A.** (1997), "Inflation, Taxes, and the Durability of capital", *NBER Working Paper* n° 6068, Cambridge
- **COHEN D., HASSETT K. et GLENN HUBBARD R.** (1997), "Inflation and the user cost of capital: Does inflation still matter?", *NBER Working Paper* n° 6046, Cambridge.
- **CORBO, VITTORIO ET KLAUS SCHMIDT-HEBBEL.** (1991), "Public Policies and Saving in Developing Countries"», *Journal of Development Economics*, Vol.36, n° 1.
- **CRAINE R.** (1989), "Risky Business: The Allocation of Capital", *Journal of Monetary Economics*, vol. 23, n° 2, pp. 201-218.
- **CUSHMAN D. O.** (1985), "Real Exchange Rate Risk, Expectations, and the Level of Direct Investment", *Review of Economics and Statistics*, vol. 67, n° 2, pp. 297-308.
- **CUSHMAN D. O.** (1988), "Exchange Rate Uncertainty and Foreign Direct Investment in the United States", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 124, n° 2, pp. 322-336.
- **DARBY J. , HUGHES H. , IRELAND J. et PISCITELLI L** (1998), "The Impact of Exchange Rate Uncertainty on the Level of Investment", *Discussion Paper* n° 1896, Centre for Economic Policy Research.
- **DE CALLATAY E. et GERARD M.** (1990), "La taxation effective des revenus de l'investissement en Belgique", *Bulletin de Documentation du Ministère des Finances* n°3, pp.170-193.
- **DE CALLATAY E.** (1990), "Le taux marginal effectif d'imposition des revenus de l'investissement", *Reflets et Perspectives de la vie économique*, Tome XXIX, pp. 307-318.
- **DESSUS S. et HERRERA R.** (1996), "Le rôle du capital public dans la croissance des pays en développement au cours des années 80", *Document de travail* n° 115, OCDE
- **DHUMALE, RAHUL.** (2000), "Public Investment in the Middle-East and North Africa : Towards Fiscal Efficiency", *Development Policy Review*, Vol.18.
- **Dickey, D.A. et W.A. Fuller.** (1981), "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometrica*, 49.
- **DIXIT A.** (1992), "Investment and Hysteresis", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, n° 1, pp. 107-132.
- **DORMONT B.** (1997), "L'influence du coût salarial sur la demande de travail", *Économie et Statistique*, n° 301-302, pp. 95-109.
- **EASTERLY W.** (1991), "The Macroeconomics of the Public Sector Deficit : The Case of Colombia", *WPS n° 626*, World Bank, Country Economics Department, Washington, D.C.
- **EASTERLY W.** (1994), "Colombia : Avoiding Crises through Fiscal Policy"», In Easterly, William, Carlos Alfredo Rodríguez and Klaus Schmidt-Hebbel (eds.), *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press.
- **EASTERLY W. , RODRIGUEZ A. et SCHMIDT-HEBBEL.** (1989), "Research Proposal : The Macroeconomics of the Public Sector Deficits", World Bank, Country Economics Department, Washington, D.C.
- **EASTERLY WILLIAM, CARLOS ALFREDO RODRIGUEZ ET SCHMIDT-HEBBEL.** (1994), "Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance : A Synthesis", In Easterly William, Carlos Alfredo Rodríguez and Schmidt-Hebbel (eds.), *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press.
- **EISNER R.** (1986), "How Real Is the Federal Deficit?", New York, Free Press.

- **EISNER R.** (1983), "Social Security, Saving and Investment", *Journal of Macroeconomics*, hiver, n° 5.
- **ELMORCHID B. et MANSOURI B.** (2003) "The User Cost of Capital and Behavior of Private Investment in Morocco: Measurement Issues and Econometric Analysis", papier, 10th ERF Conference, Marrakech, Maroc, 16-18 décembre, Economic Research Forum, Le Caire, Egypt (
- **ELMORCHID B. et RIGAR S. M.** (2004), "Politiques d'incitation à l'investissement et Coût du capital au Maroc", *Revue Marocaine d'Economie et de Droit comparé*, Marrakech
- **EPAULARD A.** "L'apport du Q de Tobin à la modélisation de l'investissement en France", *Economie et Prévision*, n° 109, 1993-3, pp.1-10.
- **FAINI R.** (1991), "The Macroeconomics of public sector deficit : the case of Morocco", World Bank Policy Research Working Paper n° 631.
- **FAINI R.** (1994), "Morocco : Reconciling Stabilization and Growth", in William Carlos, Alfredo Rodriguez and Klaus Schmidt-Hebbel (eds). *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press.
- **FAINI R. , PORTER J. et WIJNBERGEN V.** (1989), "Trade liberalization, Budget deficits and Growth", Banque Mondiale, département Europe, Moyen Orient et Afrique du Nord, Washington, D.C.
- **FARBER A.** (1989), "Les incitants fiscaux à l'investissement et au capital à risque : un bilan pour la Belgique", *Reflets et perspectives de la vie économique*, Tome XXVIII, pp. 3-17.
- **FELDSTEIN M. , DICKS-MIREAUX L. et POTERBA J.** (1983), "The effective tax rate and the pretax of return", *Journal of Public Economics*, Vol.21, pp. 126-158
- **FLOOD R. P. et ROSE A. K.** (1995), "Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals", *Journal of Monetary Economics*, vol. 36, n° 1, pp. 3-37.
- Fonds monétaire international (1984), "Exchange Rate Volatility and World Trade", Occasional Paper n° 28, département des études; FMI.
- **FROOT K. A. et STEIN G. C.** (1991), "Exchange Rates and Foreign Direct Investment: An Imperfect Capital Markets Approach", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n° 4, pp. 1191-1217.
- **FULLERTON D. et KARAYANNIS M.** (1987), "The taxation of income from capital in the United States, 1980-1986", NBER Working Paper n° 2478, Cambridge.
- **FULLERTON D.** (1983), "Which effective tax rate ?", *NBER Working paper* n°1123, Cambridge.
- **GASTON N. et TREFLER D.** (1997), "The Labour Market Consequences of the Canada-U.S. Free Trade Agreement", *Revue canadienne d'économie*, vol. 30, n° 1, pp. 18-41.
- **GERARD M.** (1984), Fiscalité, finances publiques et initiative industrielle privée, le dire de l'économique et les pratiques belges, 6^{ème} Congrès des Economistes Belges de Langue Française, Commission 3, CIFOP, Rapports préparatoires, 169-266.
- **GERARD M., BEAUCHOT L., JAMAEEL S. et VALENDUC C.** (1997), MESC (Marginal Effective Statutory Charge), an extension of King-Fullerton Methodology, XXXIII^{ème} Colloque de l'ASRDLF, Lille, 1-3.

- **GERARED M.** (1987), Autour du débat fiscal belge : neutralité à l'égard des choix financiers et l'imposition effective des revenus de l'investissement, *Cahier économique de Bruxelles*, 116, 25-63.
- **GIOVANNINI A.** (1983), "The Interest-Elasticity of Savings in Developing Countries", *World Development*, Vol. 11, n° 7.
- **GIOVANNINI A.** (1985), "Saving and the Real Interest Rate in LDCs", *Journal of Development Economics*, n° 18..
- **GOLDBERG L. S. et KOLSTAD C. D.** (1995), "Foreign Direct Investment, Exchange Rate Variability and Demand Uncertainty", *International Economic Review*, vol. 36, n° 4, pp. 855-873.
- **GOUADAIN D.** "Impôt et avenir de l'entreprise" (1988), RFC 189, pp.49-57.
- **GREENE J. et VILLANUEVA D.** (1991), "Private Investment in Developing Countries", *IMF Staff Papers*, Vol. 38, n°1.
- **HALL B.H., MAIRESSE J. et MULKAY B.** (1999), Firm-level investment in France and the United States: an exploration of what we have learned in twenty years, *Annales d'Economie et de Statistique*, 55-56.
- **HALL B.H., MAIRESSE J. et MULKAY B.** (2000), Firm-level investment and R&D in France and the United States: A Comparison, *Annales d'Economie et de Statistique*, 55-56.
- **HALL R.E. et D.W. JORGENSEN** (1967), "Tax Policy and Investment Behavior", *American Economic Review* 59 (3), 921-947.
- **HAMDOUCH B.** (1990), "Politiques de développement et d'ajustement au Maroc à l'épreuve de la crise", SMER, Rabat
- **HAQUE N. et MONTIEL P.** (1990), "A Macroeconometric Model for Developing Countries", *IMF Staff Papers* n°37.
- **HAQUE N. et MONTIEL P.** (1991), "The Macroeconomics of Public Sector Deficits : The Case of Pakistan", *World Bank Policy Research Working Paper* n° 673.
- **HAQUE N. et MONTIEL P.** (1994), "Pakistan : Fiscal Sustainability and Macroeconomic Policy", in Easterly, William, Carlos Alfredo Rodriguez and Klaus Schmidt-Hebbel (eds.), *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press.
- **HARBERGER D. W.** (1978), Perspective on Capital and Technology in Less-Developed Countries; dans M.J. Artis et A.R. Nobav (éditeurs), *Contemporary Economic Analysis*, Croon-Helm, London.
- **HARTMAN R.** (1972), "The Effects of Price and Cost Uncertainty on Investment", *Journal of Economic Theory*, vol. 5, n° 2, pp. 258-266.
- **ISLAM R. et WETZEL D.** (1991), "Macroeconomics of Public Sector Deficits : The Case of Ghana", *World Bank Policy Research Working paper* 672.
- **ISLAM R. et WETZEL D.** (1994), "Ghana : Adjustment, Reform and Growth", in Easterly, William, Carlos Alfredo Rodriguez and Klaus Schmidt-Hebbel (eds.)? *Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*, Oxford University Press.
- **IWAMOTO Y.** (1992), "Effective tax rates and Tobin's q", *Journal of Public Economics* Vol. 48, pp.225-237.

- **JEFFREY A. FRANKEL** (1991), "The cost of capital in Japan : A Survey", Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Research Department, *Working Paper* n° PB91-05.
- **JOG V. M.** (1997), "Investing in Canada: estimation of the sectoral cost of capital in Canada and case studies for international comparisons", in *Financing Growth in Canada*, University of Calgary Press, Canada
- **KHAN M. et REINHART C.M.** (1990), "Private Investment and Economic Growth in Developing Countries", *World Development*, Vol.18, n° 1.
- **KLAASSEN F.** (1999), "Why Is It So Difficult to Find an Effect of Exchange Rate Risk on Trade ?", *Center Discussion Paper* n° 9973, Tilburg University
- **KOSTELETOU N., et LIARGOVAS P.** (2000), "Foreign Direct Investment and Real Exchange Rate Interlinkages", *Open Economies Review*, vol. 11, n° 2, pp. 135-148.
- **LAFRANCE R. et SCHEMBRI L.** (2000), "Le taux de change, la productivité et le niveau de vie", *Revue de la Banque du Canada* (hiver 1999-2000), pp. 17-29.
- Lamodière J. (1977) "L'évolution du droit des investissements étrangers au Maroc", CNRS, Aix-Marseille, pp.
- **LEVEAU R** (1998) "La monarchie, acteur central du système politique : Réussir la transition démocratique au Maroc", *Le monde diplomatique*, novembre 1998, p.14
- **LIZAONDO J. S.** (1990), "Foreign Direct Investment", *document de travail* n° 90/63, Fonds monétaire international.
- **MAILLARD D.** (1989), "Amortissement fiscal, amortissement économique, taxation des profits", *Economie et Prévision* n° 90 1989-4, pp.57-68.
- **MANN C. L.** (1989), "Determinants of Japanese Direct Investment in U.S. Manufacturing Industries", International Finance Discussion Paper n° 362, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- **MANSOURI B.** (2001), "Implications Macro-économiques des Déficits Publics dans les Pays en Développement", Lebanese Center for Policy Studies, LCPS, Middle East Research Competition Program, Ford Foundation, Beyrouth, Liban.
- **MANSOURI B.** (2003), "Structure des Dépenses Publiques et Développement : Les Paradoxes de la Politique Budgétaire Marocaine", in Elcohen, Abdlemajid (éd.), *Les Paradoxes du Développement*, La REMALDE, Rabat, Maroc.
- **MANSOURI B.** (2003), "Why the Moroccan Government Does Not Use Reliable Policy Research When Implementing Fiscal Policy Reform? : The Driving Role of Governance and Interest Group Pressures", Bridging Research and Policy Program, Global Development Network, Washington, D.C., RAPNET ().
- **MANSOURI B. , ELMORCHID B. , ZIKY M. et RIGAR M.** (2003), "Understanding Reforms: The Case of Morocco Since early Eighties", First Draft, GDN Program on Understanding Reforms, Global Development Network, Washington, D.C. ()
- **McKENZIE K. J. et THOMPSON A. J.** (1997), "Les impôts, le coût du capital et l'investissement : comparaison entre le Canada et les Etats Unis", Comité technique de la fiscalité des entreprises, Ministère des Finances, Ottawa, Canada, *Document de travail* n° 97-2.

- **McKENZIE K. J.** (1997), "Le calcul des taux effectifs marginaux d'imposition", Comité technique de la fiscalité des entreprises, Ministère des Finances, Ottawa, Canada, *Document de travail* n° 97-15.
- **McKENZIE K. J. , MINTZ J. M. et SCHARF K. A.** (1997), "Measuring effective tax rates in the presence of multiple inputs : A production based approach", *International Tax and Public Finance*, Vol. 4, pp. 337-359.
- **McKENZIE K. J. et THOMPSON A. J.** (1996), "Les effets économiques de l'imposition des dividendes", Comité technique de la fiscalité des entreprises, Ministère des Finances, Ottawa, Canada, *Document de travail* n° 96-7.
- **McKENZIE K.J., MINTZ J.M. et SCHARF K.** (1992), Differential Taxation of Canadian and U.S. Passenger Transportation, in Directions, *Royal Commission on national passenger transportation, Final Report*, vol. 4, 1645-1698.
- **McQUILLAN P. et COCHRANE C.** (1996), "L'impôt sur le capital", Comité technique de la fiscalité des entreprises, Ministère des Finances, Ottawa, Canada, *Document de travail* n° 96-8.
- **MIGNOLET M.** (1992), "L'évaluation des politiques régionales : l'exemple des aides à l'investissement", in DERYCKE P-H., éd., *Espaces et dynamiques territoriales*, Economica, Paris, pp. 263-290.
- **MIGNOLET M. et GUIOT S.** (1995), "La politique régionale européenne et le coût du capital : application à la Martinique et au Hainaut d'un modèle de taxation internationale", *Cahiers de Recherche de la Faculté des Sciences Economiques et Sociales de Namur* n° 155, Belgique.
- **MIGNOLET M. et GUIOT S.** (1995), "Politiques régionales et coût du capital : un outil d'évaluation", *Cahiers de Recherche de la Faculté des Sciences Economiques et Sociales de Namur* n° 154, Belgique.
- **MIGNOLET M. et PIERRE I.** (1998), "Fiscalité et distribution spatiale des unités au sein de multinationales : L'exemple de Groupes belges", *Revue d'Economie Régionale et Urbaine* n° 2, pp. 251-280.
- **MIGNOLET M.** (1995), "The multinational companies cost of capital : what is the impact of regional policy ?", *Cahiers de Recherche de la Faculté des Sciences Economiques et Sociales de Namur* n° 153, Belgique.
- **MIGNOLET M., PIRAUX T. et VEREECKE A.** (1995), "Le coût du capital : L'impact de la taxation internationale et de la politique régionale", *Actes du colloque international 'Région et développement'*, Rabat, 20-21 Octobre.
- **MIGNOLET M., PIRAUX T. et VEREECKE A.** (1997), "Le coût du capital et les politiques régionales : une application à six régions européennes", *Cahiers de Recherche de la Faculté des Sciences Economiques et Sociales de Namur* n° 153, Belgique.
- **MIGNOLET M.** (1996), "Toward a 'spatialized' cost of capital concept", *Cahiers de Recherche de la Faculté des Sciences Economiques et Sociales de Namur* n° 177, Belgique.
- **MIGNOLET M., PIRAUX T. et VEREECKE A.** (1995), "La localisation d'activités, le coût du capital, la politique régionale et la taxation internationale", *Cahiers de Recherche de la Faculté des Sciences Economiques et Sociales de Namur* n° 158, Belgique.
- **MINTZ J. M. et ARTHUR A.** (1992), "Is there a future for capital income taxation ?", OCDE/GD, *Economics Department Working Papers* n°108

- **MINTZ J. M. et TSIPOULOS T.** (1992), "Contrasting corporate tax policies : Canada and Taiwan", *Canada Tax Journal*, pp. 902-917.
- **MODIGLIANI F. et MILLER M.** (1958), "The cost of capital, Corporation Finance and the theory of investment", *American Economic Review*, 48, pp.261-232
- **MORANDÉ F. et SCHMIDT-HEBBEL** (1991), "Macroeconomics of Public Sector Deficits : The Case of Zimbabwe"», *World Bank Policy Research Working Paper* n°688, World Bank, Washington, D.C.
- **MORANDÉ F. et SCHMIDT-HEBBEL** (1994), "Zimbabwe : Fiscal Disequilibria and Low Growth"», In Easterly, William, Carlos Alfredo Rodriguez and Klaus Schmidt-Hubbell (eds.), *Public Sector Deficits and macroeconomic Performance*, Oxford University Press.
- **MUNNEL P.** (1990), , "Policy Watch : Infrastructure Investment and Economic Growth", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 6.
- **PINDYCK R. S.** (1991), "Irreversibility, Uncertainty, and Investment", *Journal of Economic Literature*, vol. 29, n° 3, pp. 1110-1148.
- **RAMA M.** (1993), "Empirical Investment Equations for Developing Countries", In Servén, Luis and Andrés Solimano (eds.), *Striving for Growth after Adjustment : The Role of Capital Formation*, Washington, D.C., World Bank.
- **ROSE A. K.** (1994), "Are Exchange Rates Macroeconomic Phenomena ? ", *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*, n° 1, pp. 19-30.
- **ROSSI N.** (1996), "Government Spending, the Real Interest Rate, and the Behavior of Liquidity-Constrained consumers in Developing Countries", *IMF Staff Paper*.
- **SCHMIDT-HEBBEL K. , WEBB S. et CORSETTI G.** (1992), "Household Saving in Developing Countries : First Cross-Country Evidence", *World Bank Economic Review*, Vol. 6, n° 3.
- **SCOTT M.** (1987), "A note on King and Fullerton's Formulae to Estimate the Taxation of Income from capital", *Journal of Public Economics* 34, pp.253-264.
- **SERVÉN L. et SOLIMANO A.** (1993), "Private Investment and Macroeconomic Adjustment : A Survey", in servén, Luis and Andrés Solimano (eds.), *Striving for Growth after Adjustment : The Role of Capital Formation*, World Bank, Washington, D.C.
- **SIMS C. A., J. H. STOCK et M. W. WATSON** (1990), "Inference in Linear Time Series Models with Some Unit Roots", *Econometrica*, vol. 58, n° 1, pp. 113-144..*La variabilité du taux de change et l'investissement au Canada* 293
- **SINN H-W.** (1991), "Taxation and the cost of capital : the "old" view, the "new" view, and "another" view", *NBER Working Paper* n° 1677, Cambridge.
- **SINN H-W.** (1991), "The Vanishing Harberger Triangle", *Journal of Public Economics*, 45, 271-300.
- **STEVENS G. V. G.** (1993), "Exchange Rates and Foreign Direct Investment: A Note", International Finance Discussion Paper n° 444, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- **SURET J-M., CARPENTIER C. et L'HER J-F.** (1999), "Le coût du capital, des entreprises à base de connaissance au Canada", *CIRANO Working Paper* 90s-10, Montréal, Canada.

- **WEICHENRIEDER A.J.** (1995), Transfer Pricing, Double Taxation and the Cost of Capital, *CES Working Paper*, July, Munich.
- **WEICHENRIEDER A.J.** (1996), "Anti-Tax Avoidance Provisions and the Size of Foreign Direct Investment", *International Tax and Public Finance* 3, 67-81.
- **WHALLEY J.** (1997), "L'incidence de l'imposition des sociétés : un retour sur la question", Comité technique de la fiscalité des entreprises, Ministère des Finances, Ottawa, Canada, *Document de travail* n° 97-7.
- **WILLIAMSON G.** (1996), "L'imposition des investissements en provenance de l'étranger", Comité technique de la fiscalité des entreprises, Ministère des Finances, Ottawa, Canada, *Document de travail* n° 96-12.
- **World Development Indicators** (on CD-ROM). (2003), World Bank.

CODESRIA - BIBLIOTHEQUE

Table des matières

Sommaire.....	001
Introduction générale.....	002

PREMIERE PARTIE

Les fondements théoriques du coût de capital

Introduction	012
Chapitre 1 : Les formalisations standards du coût de capital.....	014
1. Présentation des formalisations standards du coût de capital.....	015
1.1. Le coût du capital au sens Jorgensen	015
1.2. Le coût du capital au sens de King et Fullerton	018
1.3. Le coût du capital au sens d'Auerbach.....	021
1.4. Le coût du capital au sens de Boadway et Shah	025
2. Revue critique des formalisations standards.....	030
2.1. Traitement de l'imposition des dividendes.....	030
2.2. Traitement des congés fiscaux.....	036
2.3. Traitement de l'érosion monétaire	041
3. Du coût du capital au coin fiscal.....	047
3.1. Le cas d'une économie fermée.....	048
3.2. Le cas d'une économie ouverte.....	051
Chapitre 2 : Les principales extensions des formalisations standards.....	056
1. L'internationalisation du coût de capital.....	057
1.1. Coût du capital associé à un montage simple.....	057
1.2. Coût du capital associé à un montage complexe.....	062
2. Les implications du risque sur le coût du capital.....	065
2.1. Le risque supporté par l'actionnaire dans une économie fermée.....	066
2.2. Le risque supporté par l'actionnaire dans une économie ouverte : le risque pays.....	069
2.3. Le risque associé à l'acquisition des actifs.....	074
3. La "spatialisation" du coût de capital	076
3.1. La prise en compte du différentiel de productivité entre territoires.....	076
3.2. La prise en compte du différentiel de prix des facteurs entre territoires...	078
3.3. La prise en compte de l'imperfection des marchés.....	080
4. Du coût de capital aux coûts des facteurs.....	081
4.1. Méthodologie de calcul du taux marginal d'imposition effective des facteurs de production	082
4.2. Méthodologie de calcul des coûts de facteurs	084

DEUXIEME PARTIE

Le comportement dynamique du coût de capital au Maroc

Introduction	092
Chapitre 1 : Les mesures d'allégement du coût de capital	094
1. Les mesures à caractère fiscal.....	095
1.1. La réforme de la fiscalité pesant sur les bénéfiques des entreprises.....	095
1.1.1. Les apports de la loi instituant l'IBP.....	095
1.1.2. Les apports de la loi instituant l'impôt sur les sociétés.....	098
1.2. La réforme de la fiscalité de financement des entreprises.....	100
1.2.1. La baisse tendancielle de l'impôt sur les bénéfiques des sociétés	101
1.2.2. L'allégement de la charge fiscale pesant sur les bailleurs de fonds..	102
1.2.3. L'incitation à la rétention des bénéfiques	103
1.2.4. L'imposition réduite des apports en sociétés	103
1.2.5. Le renforcement de la capacité d'autofinancement des entreprises...	103
1.3. Le remaniement graduel des lois fiscales spécifiques à l'investissement..	104
1.3.1. Le code des investissements de 1958.....	104
1.3.2. Le code des investissements de 1960.....	105
1.3.3. Le code des investissements de 1973.....	106
1.3.4. Le code des investissements de 1983.....	108
1.3.5. La charte des investissements de 1995.....	111
1.4. L'allégement des charges fiscales pesant sur le capital étranger.....	113
1.4.1. Les dispositions fiscales en faveur des centres de coordination.....	114
1.4.2. Les dispositions fiscales en faveur des zones franches.....	115
1.4.3. La prévention de la double imposition internationale.....	117
2. Les mesures à caractère financier.....	119
2.1. La libéralisation progressive des taux d'intérêt.....	119
2.2. L'assouplissement progressif des emplois obligatoires des banques.....	125
2.3. La refonte du cadre réglementaire des activités bancaires.....	129
2.4. La modernisation des circuits de la finance directe.....	132
2.5. L'introduction de nouvelles formes de financement.....	134
2.5.1. Le financement par crédit-bail.....	134
2.5.2. Le recours aux fonds de garantie	135
2.5.3. Les lignes de financement spécialisées.....	136
2.5.4. Les titres de créances négociables.....	137
2.5.5. Le recours au capital-investissement.....	138
Chapitre 2 : Estimation du coût de capital au Maroc	142
1. Méthodologie de calcul du coût de capital.....	143
1.1. Hypothèses du modèle.....	143
1.2. Présentation du modèle.....	144
2. Calcul du coût de capital	149
2.1. Présentation des variables.....	149
2.1.1. Les variables non fiscales.....	149
2.1.2. Les variables fiscales.....	153

2.2. Présentation des résultats.....	172
2.2.1. Le coût du capital en application des dispositions fiscales de droit commun.....	172
2.2.2. Le coût du capital en application des lois spécifiques à l'investissement	176

TROISIEME PARTIE

La relation entre le coût du capital et l'investissement

Introduction.....	192
Chapitre 1 : Aperçu sur l'évolution de l'investissement au Maroc.....	194
1. La période d'hésitation et de tâtonnement : 1960- 1972	195
1.1. Le contexte général	195
1.1.1. L'adoption d'un système de planification hésitant et peu réaliste....	195
1.1.2. La prédominance de l'industrie de substitution aux importations.....	197
1.1.3. La promulgation d'un code des investissements à caractère libéral.	198
1.2. Le comportement dynamique de l'investissement	198
1.2.1. Evolution de la FBCF et de ses composantes.....	198
1.2.2. Evolution de l'investissement industriel.....	201
1.2.3. Evolution de l'investissement étranger.....	203
2. La période du décollage économique raté : 1973-1982.....	204
2.1. Le contexte général.....	204
2.1.1. La poursuite d'une politique de planification toujours hésitante.....	205
2.1.2. La mise en place de la loi sur la "marocanisation".....	208
2.1.3. La prédominance de l'industrie de promotion des exportations.....	210
2.1.4. La promulgation d'un code des investissements à caractère sectoriel.....	210
2.1.5. La pratique d'une grande distorsion dans le système des prix.....	211
2.1.6. L'accomplissement de l'intégrité territoriale.....	213
2.2. Le comportement dynamique de l'investissement	214
2.2.1. Evolution de la FBCF et de ses composantes.....	214
2.2.2. Evolution de l'investissement industriel.....	217
2.2.3. Evolution de l'investissement étranger.....	219
3. La période de la première génération de réformes : 1983-1993.....	222
3.1. Le contexte général	222
3.1.1. L'instauration des réformes macroéconomiques.....	222
3.1.2. L'initiation des réformes structurelles.....	225
3.1.3. Le réajustement des mesures d'encouragement aux investissements	227
3.1.4. La redéfinition d'un nouveau système de planification.....	228
3.2. Le comportement dynamique de l'investissement	230
3.2.1. Evolution de la FBCF et de ses composantes.....	230
3.2.2. Evolution de l'investissement industriel.....	233
3.2.3. Evolution de l'investissement étranger.....	237
4. La période de la seconde génération de réformes : depuis 1994.....	239
4.1. Le contexte général	239
4.1.1. Le transfert des mesures incitatives dans le droit commun.....	239

4.1.2. La poursuite des réformes structurelles.....	241
4.1.3. L'initiation des réformes à caractère institutionnel.....	246
4.1.4. L'initiation des réformes à caractère social.....	248
4.1.5. La réhabilitation du système de planification.....	251
4.1.6. L'entrée en vigueur l'accord d'association avec l'union européenne.....	254
4.2. Le comportement dynamique de l'investissement	256
4.2.1. Evolution de la FBCF et de ses composantes.....	256
4.2.2. Evolution de l'investissement industriel.....	259
4.2.3. Evolution de l'investissement étranger.....	262
Chapitre 2 : Modélisation du comportement de l'investissement au Maroc...	266
1. Fondements théorique de la modélisation de l'investissement.....	267
1.1. Les modèles implicites d'investissement.....	267
1.1.1. Le modèle de référence.....	267
1.1.2. Le modèle néoclassique.....	268
1.1.3. Les autres modèles implicites.....	274
1.2. Les modèles explicites d'investissement.....	277
1.2.1. Le modèle de référence	277
1.2.2. Les autres modèles explicites.....	282
2. Approche empirique.....	286
2.1. Présentation des variables.....	287
2.1.1. Le stock du capital.....	287
2.1.2. L'investissement privé à prix constants.....	292
2.1.3. Le PIB à prix constants.....	293
2.1.4. Le coût du capital.....	293
2.1.5. L'investissement public à prix constants.....	293
2.1.6. Le taux de change réel des biens d'équipement importés.....	294
2.2. Présentation des résultats du modèle néoclassique standard.....	296
2.2.1. Cas de l'investissement en matériel et outillage.....	299
2.2.2. Cas de l'investissement en bâtiment.....	302
2.3. Réadaptation du modèle néoclassique au contexte marocain.....	312
2.3.1. Cas de l'investissement en matériel et outillage.....	315
2.3.1. Cas de l'investissement en bâtiment.....	322
Conclusion générale.....	322
Liste des figures.....	335
Liste des tableaux.....	337
Références bibliographiques.....	339
Table des matières	349

