

Mobilité des capitaux en Afrique du Nord

Boulila Ghazi¹

Professeur d'économie à l'Ecole Supérieure des
Sciences Economiques et Commerciales de Tunis

Résumé

Le débat sur les vertus de la libre circulation des capitaux en Afrique du Nord soulève des questions extrêmement importantes et controversées. On se demande pourquoi ces pays devraient libéraliser leurs comptes de capital alors que la libre circulation des capitaux est un phénomène relativement récent? Devraient-ils prendre en compte du niveau de développement de leur secteur financier avant d'ouvrir leur compte de capital? Quelles sont les politiques et les réformes à envisager pour assurer le succès de cette ouverture financière? Quelles sont les leçons à tirer de la part des pays qui ont réussi leur intégration financière afin d'augmenter les flux de capitaux de la région?

Actuellement, il est encore difficile d'affirmer que les flux de capitaux constituent le moteur de relance et de croissance des pays en développement. Les données comptables montrent que les flux de capitaux ont toujours appuyé le processus de croissance. Cependant, le sens de causalité de la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique reste controversé. Les études empiriques ne permettent pas de dégager un impact positif indiscutable de la libéralisation des mouvements de capitaux sur la croissance. La particularité pluridimensionnelle et la difficulté de mesure de la libéralisation d'une part et la multiplicité des stratégies possibles d'autre part expliquent en partie les résultats des travaux empiriques.

Sur le plan des résultats, les études menées sur les effets de la libéralisation du compte de capital sur la croissance restent à ce jour mitigées. Le principal enseignement qui en ressort en revanche est que l'assouplissement du contrôle des mouvements de capitaux ne peut être avantageux qu'en présence d'un cadre macroéconomique stable, notamment un système financier solide et un taux de change réel proche de l'équilibre. En outre, ce processus doit être mené de façon prudente et progressive dans le temps, faute de quoi il peut générer des effets désastreux sur les pays de l'Afrique du Nord.

¹ L'auteur remercie Mohamed Trabelsi et Nabil Maalel pour la collecte des données et les discussions fructueuses lors de l'élaboration de cette étude.

Dans cette étude, nous examinons l'intensité des flux de capitaux entre les pays d'Afrique du Nord et nous étudierons les avantages et les inconvénients que peuvent comporter l'ouverture des marchés de capitaux de ces pays. L'objectif est de déterminer les éventuelles répercussions de la libéralisation des mouvements de capitaux sur la croissance des pays d'Afrique du Nord, avant d'identifier les conditions nécessaires en termes de politique macroéconomique permettant à ces pays de tirer profit d'une telle option.

L'étude se focalise sur les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine qui ont déjà eu une expérience plus ou moins réussie en termes d'intégration et de libéralisation financière, afin de tenter d'en tirer des conséquences applicables aux pays de la région.

I. Introduction

Une des transformations majeures de ces deux dernières décennies réside dans l'essor considérable de l'intégration financière internationale qui, sous l'effet de la libéralisation des mouvements de capitaux et de l'ouverture des marchés financiers, touche une partie des pays émergents. Les pays d'Afrique du Nord ont réussi certes à attirer une partie de ces capitaux étrangers mais ont pris un retard dans l'ouverture de leur compte de capital empêchant les entrepreneurs locaux à investir dans les pays étrangers et notamment à l'intérieur de cette région.

La théorie économique défend l'idée que la libre circulation des flux internationaux de capitaux encourage une allocation plus efficace des ressources, offre des moyens de diversifier les risques et aide à promouvoir les marchés financiers. Les pays industrialisés de l'OCDE ont profité de ces effets positifs en engageant une vaste déréglementation des mouvements de capitaux depuis deux décennies. Plusieurs études empiriques notamment celles du FMI accordent quelques dixièmes de point de croissance à l'ouverture des marchés financiers à travers une meilleure allocation des flux d'épargne et d'investissement, une amélioration de la liquidité des marchés financiers, une multiplication des possibilités de diversification, une réduction des risques et surtout un développement du marché financier. Il est donc cohérent d'élargir ce processus d'intégration financière internationale à d'autres pays en développement et notamment aux pays d'Afrique du Nord. Cependant, ce mimétisme a suscité des débats et des controverses.

Certains économistes maintiennent l'idée que la déréglementation des mouvements de capitaux est certes bénéfique pour ces pays, mais qu'il importe d'agir lentement et surtout de préparer des conditions macroéconomiques propices avant de se lancer dans cette politique.

D'autres critiquent son efficacité du fait qu'elle engendre des crises. En effet, on a observé une instabilité financière en Thaïlande en 1997 qui est due essentiellement aux désengagements rapides d'opérateurs qui ont la possibilité de quitter instantanément une place boursière. On a observé aussi une instabilité des cours de change euro dollar entre 1999 et 2005 du fait de la profondeur des marchés. On a observé, en outre, une volatilité de l'activité économique dans plusieurs pays asiatiques du fait que la mobilité des capitaux a été associée à une réduction des marges de manoeuvre en matière de politiques monétaire et de change. D'une manière plus précise, dans les années 1990, période durant laquelle les entrées de capitaux dans les pays en développement ont connu leurs plus hauts niveaux, la plupart des ces pays en ont profité pour réaliser des taux de croissance records, mais en même temps, quelques uns étaient victimes des crises monétaire et bancaire.

Actuellement, il est encore difficile d'affirmer que les flux de capitaux constituent le moteur de relance et de croissance des pays en développement. Les données comptables montrent que les flux de capitaux ont toujours appuyé le processus de croissance. Cependant, le sens de causalité de la relation entre les flux de capitaux et la croissance économique reste controversé. Les études empiriques ne permettent pas de dégager un impact positif indiscutable de la libéralisation des mouvements de capitaux sur la croissance. La particularité pluridimensionnelle et la difficulté de mesure de la libéralisation d'une part et la multiplicité des stratégies possibles d'autre part expliquent en partie les résultats des travaux empiriques.

Sur le plan des résultats, les études menées sur les effets de la libéralisation du compte de capital sur la croissance restent à ce jour mitigées. Le principal enseignement qui en ressort en revanche est que l'assouplissement du contrôle des mouvements de capitaux ne peut être avantageux qu'en présence d'un cadre macroéconomique stable, notamment un système financier solide et un taux de change réel proche de l'équilibre. En outre, ce processus doit être mené de façon prudente et progressive dans le temps, faute de quoi il peut générer des effets désastreux sur les pays de l'Afrique du Nord.

Le débat sur les vertus de la libre circulation des capitaux en Afrique du Nord soulève des questions extrêmement importantes et controversées. On se demande pourquoi ces pays devraient libéraliser leurs comptes de capital alors que la libre circulation des capitaux est un phénomène relativement récent? Devraient-ils prendre en compte du niveau de développement de leur secteur financier avant d'ouvrir leur compte de capital? Quelles sont les politiques et les réformes à envisager pour assurer le succès de cette ouverture financière?

Quelles sont les leçons à tirer de la part des pays qui ont réussi leur intégration financière afin d'augmenter les flux de capitaux de la région?

Dans cette étude, nous examinons l'intensité des flux de capitaux entre les pays d'Afrique du Nord et nous étudierons les avantages et les inconvénients que peuvent comporter l'ouverture des marchés de capitaux de ces pays. L'objectif est de déterminer les éventuelles répercussions de la libéralisation des mouvements de capitaux sur la croissance des pays d'Afrique du Nord, avant d'identifier les conditions nécessaires en termes de politique macroéconomique permettant à ces pays de tirer profit d'une telle option.

L'étude se focalise sur les pays émergents d'Asie et d'Amérique latine qui ont déjà eu une expérience plus ou moins réussie en termes d'intégration et de libéralisation financière, afin de tenter d'en tirer des conséquences applicables aux pays de la région.

II. Les flux de capitaux entre les pays d'Afrique du Nord et entre les grandes régions du monde : les faits stylisés

Du point de vue comptable, les flux de capitaux sont constitués de la dette, des investissements de portefeuille, des investissements directs et de placements immobiliers et sont enregistrés au compte de capital et d'opérations financières de la balance des paiements. Les sorties coïncident aux achats d'avoirs extérieurs par les résidents, qui remboursent en outre leurs emprunts à l'étranger. Les entrées s'effectuent par des étrangers qui investissent directement ou indirectement sur les marchés financiers du pays d'accueil, y procurent des propriétés immobilières, ou octroient des prêts aux résidents de ce pays.

Les flux des investissements étrangers dans les pays de la région d'Afrique du Nord sont basés essentiellement sur les investissements directs étrangers (IDE). Les flux d'investissement en portefeuille (IPF) sont mêmes négatifs pour quelques années comme le montrent le tableau 1 et les graphiques par pays de l'annexe.

Matrice des flux d'investissement dans la région

La matrice (entrée et sortie) des principaux flux d'IDE à l'intérieur des pays de la région d'Afrique du Nord entre 2003 et 2006 (partie hachurée en rouge du tableau 1) montre que ces flux sont négligeables et presque inexistantes (matrice dominée par des cases vides au tableau 1) et que l'Algérie qui attire relativement le plus des IDE des autres pays de la région. Cette faiblesse des flux intra région d'Afrique du Nord est due essentiellement aux restrictions institutionnelles qui empêchent la mobilité des capitaux. On constate que l'Egypte n'a

investie qu'en Algérie et en Turquie ; le Maroc n'a investi qu'en Algérie, en Tunisie et en Jordanie et la Tunisie n'a investi qu'en Algérie, en Libye, en Jordanie et en Chypre.

Origine	Destination	Algérie	Maroc	Tunisie	Libye	Egypte	Jord	Liban	Syrie	Chypre	Malte	Israël	Turquie	Total	
Europe	Allemagne	114	352	15		462	5	164	388		85	237	1252	3073	
	Autriche			108					43				1257	1408	
	Belgique	15	1344	3								21	1137	2509	
	Espagne	4296	2967	25		1128	3					80	118	8617	
	France	616	4040	242		1454	162	11	23	97	10	253	3854	10761	
	Grèce			41		69				9				2599	2719
	Italie	183	481	189	84	2323	9							1152	4421
	Norvège	1622													1622
Pays bas	114	41	27	161	316				36	402		14	738	1849	

Tableau 1. Matrice des principaux flux d'IDE estimés vers les pays de la région entre 2003 et 2006 en millions d'euros.

	Portugal	23	84	28										135
	Royaume uni	159	148	246		2205	2	12	217	7	12	1214	3885	8107
	Suède		4	266								42	2526	2839
	Suisse	229	451				80		6		13	121	142	1042
	Autres Euro	17	135	2		89	56	10		23		16	26	374
Amérique	Canada	569	66	128		1056		80	215	23		146		2283
	Etats-Unis	1510	670	34	434	2120	177	78	125		4	18185	5883	29220
MEDA	Egypte	2229											88	2416
	Israël												449	449
	Jordanie	35					602			81				718
	Liban	38					155	668		348				1209
	Maroc	24		37			85							146
	Tunisie	21			34		6	7		21				89
Turquie	12					55	10						77	
Golfe	A. saoudite	373	236			2029	1443	493	1049				1827	7450
	Bahreïn		484			224	1393		71					2172
	Emirats	157	2175	3100	65	7759	1042	921	1822	1	255	406		17704
	Iran							80	183			225		489
	Koweït	1176	129	214		1928	809	253	1350				948	6807
	Qatar		226	403		102	219		284					1234
	MENA	97	144			1		166						408
Asie Océanie	Australie	205				96					3	33		338
	Chine	543		52		701	32		108			34	4	1475
	Corée du sud	10	2						16				520	548
	Inde	16	51	46		1209			32				99	1453
	Japon	14	50			309						6	334	714
	Malaisie		2			540								804
	Autres Asie		26	12		180			30			175		520
Autres	Brésil	1	318						2				8	329
	Russie		89			10			2071				1045	3215
	Af. du Sud		500											500
	Autres pays		61			232	150		19			161	2	625
	Total	14491	15307	5180	777	27444	6392	2540	8541	560	382	20964	30300	132880

Source : ANIMA-MIPO

Le tableau 2 montre aussi que les parts des flux d'IDE sortants en pourcentage du PIB pour les pays de la région à destination du reste du monde sont faibles et presque négligeables par rapport aux flux mondiaux. (Part des flux d'IDE entrants en pourcentage du PIB pour les pays de la région se trouve dans le tableau 2 de l'annexe).

Tableau 2: Part des flux d'IDE sortants en pourcentage du PIB pour les pays de la région

	1980	1990	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Algérie	0,08	0,008	0,03	0,016	0,17	0,02	0,3	0,02
Egypte	0,01	0,028	0,05	0,012	0,03	0,02	0,18	0,09
Libye	0,13	0,36	0,28	0,61	-0,71	0,27	-0,96	0,37
Maroc		0,05	0,17	0,29	0,14	0,04	0,06	0,03
Mauritanie			0,10			-0,084		
Tunisie		0	0	0,03	0,03	0,02	0,01	0,04
Soudan	0	0	0	0	0	0	0	0

Source: CNUCED, WIR.

Le nombre de projets d'investissement et le volume des IDE croisés entre les pays de la région sont marginaux

Les pays d'Afrique du Nord ont attiré 1231 projets étrangers dont 12 projets croisés à l'intérieur de la région soit une proportion d'environ de 1 %. Les pays pétroliers (Algérie et Libye) ont accaparé seul la part de lion soit 11 projets. Les entreprises tunisiennes et Marocaines sont les plus présentes dans les autres pays de la région comme le montre le tableau ci-dessous. Les entreprises des pays d'Afrique du Nord attirent les investissements étrangers, mais elles sont incapables d'investir ni à l'intérieur de la région ni à l'extérieur de la région à cause des restrictions et des réglementations qui pénalisent les sorties de capitaux.

Tableau 3 : Liste des projets d'investissement intra pays d'Afrique du Nord en 2006-2007

Destination	Entreprise	Origine	Projet	secteur
Algérie (total des projets étrangers investis en 2006 : 279)	Attijarie Wafa Bank	Maroc	La Banque Marocaine Attijarie Wafa Bank a ouvert un bureau en Algérie	Banque
	Biat	Tunisie	La Banque Tunisienne Biat a ouvert un bureau en Algérie	Banque
	BMCE	Maroc	La Banque Marocaine BMCE va ouvrir un bureau en Algérie en 2007	Banque
	BTEI	Tunisie	La Banque Tunisienne BTEI va ouvrir un bureau en Algérie	Banque
	UIB	Tunisie	La Banque Tunisienne UIB va ouvrir un bureau en Algérie	Banque
	LAFICO	Libye	Construction d'un centre des affaires à Birkhaden en Algérie	BTP et immobilier
	Alkimia	Tunisie	L'entreprise Tunisienne Alkimia achète l'entreprise Algérienne Asmidal	Chimie
	Egypt telecom et Orascom	Egypte	Ces 2 entreprises ont investi 200 millions de \$ US dans l'opérateur Algérien Lacom	Telecom
Egypte (284 projets étrangers 2006)	Karthago Airlines	Tunisie	Création d'un opérateur charter avec un capital de 10 millions de \$ US	Logistique
Libye (41 projets étrangers 2006)	BTL	Tunisie	La Banque Tunisienne BTEI va ouvrir un bureau en Lybie	Banque
	Poulina	Tunisie	Carthago ceramic, filiale du groupe Tunisien Poulina a décidé de se délocaliser en Libye	Ciment, verre et minéraux
	STEG	Tunisie	Construction de pipeline Trans-Med alimentant le gaz Libyen en Tunisie	Energie
Maroc (450 projets étrangers)			Aucun projet intra région	
Tunisie (177 projets étrangers)			Aucun projet intra région	

Sources : différents ministères des pays de la région

Toutefois, la diversification des sources d'IDE ne semble pas s'accompagner d'une diversification suffisante des secteurs d'activité. Les flux d'investissement demeurent globalement concentrés dans les activités à rentabilité immédiate, telles que énergie, les télécommunications, le secteur bancaire, le tourisme et l'immobilier.

Tableau 4: Nombre total de projets et principaux secteurs en 2003-2006

	Algérie	Egypte	Maroc	Tunisie
Nombre de projets	279	284	450	177
Principaux secteurs	Energie, banques et services	Energie, chimie, banques, BTP, tourisme	Agro-alim, industrie et TIC	Energie, Télécom, textile et services

Le tableau ci-dessous donne un aperçu sur l'origine des flux d'IDE entrants en Tunisie au cours des sept dernières années. Il en ressort que ces flux proviennent en premier lieu des pays européens, dont la part relative avoisine 48 %. Parmi ces derniers, il semble que ce sont la Grande-Bretagne, la France et l'Italie qui représentent les principaux fournisseurs avec des parts respectives de 12 %, 8,7 % et 8 %. Les pays arabes arrivent en seconde position avec une part se situant aux alentours de 39%. Ces pays comprennent en fait l'Arabie saoudite, l'Algérie, le Bahrein, l'Egypte, l'Irak, le Koweït, la Jordanie, le Liban, la Libye, le Maroc et les Emirats arabes unies (E.AU). Force est de souligner que les parts relatives aux pays d'Afrique du Nord paraissent relativement négligeables, avec 1,14 % pour la Libye, 0,90 % pour l'Egypte, 0,55 % pour le Maroc et 0,12 % pour l'Algérie.

Tableau 5. Origine des flux d'IDE en Tunisie sur la période 2000-2006 (en Millions de Dinars)

Pays	Années							Total	%
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2000-2006	
Europe	785,2	398,6	788,0	586,3	566,1	623,1	1036,3	4783,6	48,31
dont G-B	42,9	49,1	364,6	218,4	153,7	146,9	270,4	1246	12,6
France	86,3	136,4	176,7	80,3	133,9	96,7	153,1	863,4	8,71
Italie	163,0	84,4	85,9	88,6	125,1	113,8	131,5	792,3	8,00
Amérique du Nord	144,0	131,7	100,2	68,4	106,4	147,0	137,5	835,2	8,44
Pays arabes	57,4	99,5	223,5	67,3	107,4	200,1	3069,8	3825	38,62
dont Algérie	0,5	0,9	0,8	1,1	2,6	5,4	1,4	12,7	0,12
Maroc	0,4	0,2	0,7	1,3	0,8	49,0	2,5	54,9	0,55
Libye	14,4	71,6	8,8	4,9	8,3	1,0	4,3	113,3	1,14
Egypte	0,0	0,0	0,1	25,0	31,8	24,4	8,0	89,3	0,90
Autres pays	81,6	70,2	55,6	29,9	16,0	45,5	159,3	458,1	4,63
Total	1068,2	700,0	1167,3	751,9	795,9	1015,7	4402,9	9901,9	100

Source: BCT

Le tableau 6 présente une ventilation géographique des flux d'IDE sortants de la Tunisie en 2005 et 2006. Les chiffres entre parenthèse représentent les parts relatives des IDE tunisiens à destination du pays en question par rapport au total des flux d'IDE tunisiens sortants. Au cours de ces deux années, il semble que c'est l'Algérie (avec 43,8 % en 2005 et 36,4 % 2006) qui a représenté la principale destination des IDE tunisiens. Le Maroc et le Soudan arrivent loin derrière avec 0,2 % en 2005 et 0,44 % en 2006 pour le premier et 0,5 % en 2006 pour le second. La Libye et l'Egypte occupent une place intermédiaire avec 3,9% en 2005 et 14,23 % en 2006 pour la Libye et 0,36 % en 2005 et 15,29 % en 2006 pour l'Egypte. La répartition sectorielle des IDE entrants en Tunisie ainsi que les répercussions en matière d'emplois sont résumées au tableau 3 en annexe.

Pays	Années	
	2005	2006
Allemagne	0,02	
USA	0,08	0,008
Canada		0,16
Espagne		0,16

Tableau 6. Destination des flux d'IDE tunisiens par pays (en Millions de Dinars)

France	2,50	1,41
G-B	5,03	9,94
Italie		0,04
Algérie	7,20 (43,8 %)	16,00 (36,4%)
Egypte	0,06 (0,36%)	6,72 (15,29 %)
Libye	0,64 (3,9%)	6,26(14,24%)
Mauritanie		1,86 (4,23%)
Maroc	0,20 (1,2%)	0,44 (1%)
Soudan	0,09 (0,5%)	
E.A.U	0,07	0,09
Gabon	0,16	
Liban	0,36	0,6
Mali		0,17
Bénin		0,03
Burkina Faso		0,01
Sénégal		0,05
Total	16,41	43,94

Source: BCT

Pour le Maroc, le tableau ci-dessous donne une idée sur l'origine des flux d'IDE entrants au Maroc au cours de la période allant de 1997 à 2006. Ce tableau révèle un constat sans appel: Les flux d'IDE entrants au Maroc sont d'origine européens, américains, voire certains pays du Golfe. Comme nous pouvons le constater en examinant les données relatives aux

pays de la région d’Afrique du Nord, les IDE tunisiens et libyens représentent des montants négligeables.

Tableau 7. Origine des flux d’IDE au Maroc par pays (en Millions d’euros)

	1997	1998	1999	2000	2001	1 ^è sem 2002	2003- 2006*
France	145	161	371	158	2769	114	4040
Portugal	0,9	13	502	82	140	7	84
Etats-Unis	296	25	101	35	70	10	670
Espagne	48	49	205	57	95	26	2967
Pays-Bas	25	29	319	17	20	2,5	41
Suède	359	0,2	1,5	2	5	0	4
G-B	19,5	24	19	39	26	9	148
Allemagne	60	5	7	16	25	21	352
Italie	3	6	12	20	6	3	481
Suisse	7	12	26	12	31	13	451
Japon	76	0,3	0,4	1	1,9	0,9	50
Belgique- L	3	13	10	17	10	20	1344
Corée du Sud	29	33	-	2,7	-	-	2
Arabie Saoudite	7,5	9	11	14	9	9	236
Tunisie	0	9	11	14,5	9	9	
Libye	24	18	0,2	0,3	0,6	-	
Koweït	1	2	8	3	13		129
E.A.U	10	7	0,2	6	0,9	0,9	2175

Sources : Office des changes, DREE, ANIMA-MIPO.

* Les montants figurants dans cette colonne représentent le total estimé des flux d’IDE entrants sur la période considérée.

L’évolution des IDE des grandes régions du monde

L’examen sur le long terme des flux d’IDE au niveau mondial révèle une part négligeable des pays de la méditerranée du Sud. En 2005, comme nous pouvons facilement le voir en consultant les données du tableau ci-dessous, il semble que 1,3 % des flux mondiaux se sont orientés vers cette région, soit moins que l’Afrique subsaharienne qui en a accueilli environ 2,2%.

Tableau 8: Flux d'IDE entrants par région (en millions de \$ US)

	1995	2000	2005
Pays de la rive Sud de la méditerranée²	1228	3456	12738 (1.3%)
Afrique subsaharienne³	4426	6514	20239 (2.20%)
Economies en transition	4803	9062	39679 (4.33%)
Economies en développement	115861	254593	320670 (35%)
Economies développées	219672	1145913	555927 (60.7%)
Monde	340336	1409568	916277 (100%)

Source : CNUCED

En dépit de ce constat, il semble manifeste que les dernières années ont été marquées par une évolution notable en la matière : croissance des flux d'IDE, dispersion de l'origine des flux et diversification sectorielle relative.

Tableau 9: Hiérarchie des principaux revenus extérieurs de la région en millions de \$ US

	IDE 2005 CNUCED	Revenus du tourisme 2005 OMT	Transferts des migrants 2004 Banque Mondiale	Aide publique au développement 2004 Banque Mondiale
Algérie	1081	178	2460	313
Egypte	5376	6851	3341	1458
Maroc	2933	4617	4221	706
Tunisie	782	2063	804	328

Cette dynamique de croissance des flux s'est accompagnée d'une redistribution du rôle des acteurs sur ce marché. Comme on peut le voir en consultant le tableau 1 ci-dessous, il convient en effet de relever la position des investisseurs du golfe et le renforcement de la position des investisseurs Nord américains. En revanche, le recul relatif des investissements européens marque davantage une moindre croissance de leurs engagements. Cette tendance globale masque le dynamisme significatif des investissements en provenance de l'Italie et de l'Espagne. En outre, de nouveaux investisseurs de pays émergents prennent de nouvelles

² Ce groupe englobe l'Algérie, l'Egypte, la Libye, le Maroc, le Soudan et la Tunisie.

³ Sans l'Afrique du Sud

positions sur les marchés méditerranéens (Chine, Brésil, Afrique du sud, Corée du Sud, Inde et Russie).

Cette recomposition des acteurs de la région implique des logiques sectorielles et géographiques. Si les pays européens sont relativement moins actifs au proche orient, ils continuent d'occuper une place centrale au Maghreb, notamment en Tunisie et au Maroc. La montée des Etats-Unis peut s'expliquer par la relance des investissements dans le secteur de l'énergie (Algérie, Egypte et Libye) et dans une moindre mesure dans les activités des services financiers. Les investissements des pays du Golfe tendent à opérer dans trois secteurs d'activités : le tourisme, l'immobilier et le secteur des télécommunications.

Une autre caractéristique de ces flux d'investissement réside dans la montée en puissance des flux Sud-Sud. Pendant longtemps les marchés méditerranéens ont été considérés comme étant risqués, voire peu rentables. Or, la présence croissante des investisseurs du Golfe, de pays émergents et de certains pays méditerranéens, tels que la Turquie et l'Egypte, peut contribuer à modifier la perception du climat d'investissement dans cette région.

Une autre caractéristique de ces flux porte sur la hausse considérable de la taille des engagements, dont une partie croissante s'oriente vers des projets d'aménagement du territoire, du développement ou d'exploitation d'infrastructures.

III. Le développement du système financier comme condition préalable au succès de la libéralisation du compte de capital

Toutefois, avant d'analyser l'expérience des différents pays en matière de libéralisation du compte de capital, il est utile de présenter la croissance et le degré de développement du système financier de chaque pays de la région considérés comme le fondement de réussite d'une politique de libéralisation du compte de capital.

La croissance économique

Les pays de l'Afrique du Nord constituent une région de plus de 150 millions d'habitants et ils sont à différents niveaux de développement et de dotations en ressources naturelles. Les réformes économiques mises en œuvre dans ces pays durant les deux dernières décennies ont permis d'assurer une certaine stabilité macroéconomique et de contribuer à l'accroissement de la croissance. Néanmoins, les réalisations en matière de croissance ne sont pas encore suffisamment importantes pour porter tous ces pays à des paliers supérieurs surtout par rapport aux performances des pays émergents.

Le tableau suivant montre les réalisations en matière de croissance de l'ensemble de ces pays.

Tableau 10 : La croissance économique en Afrique du Nord : 2001-2005

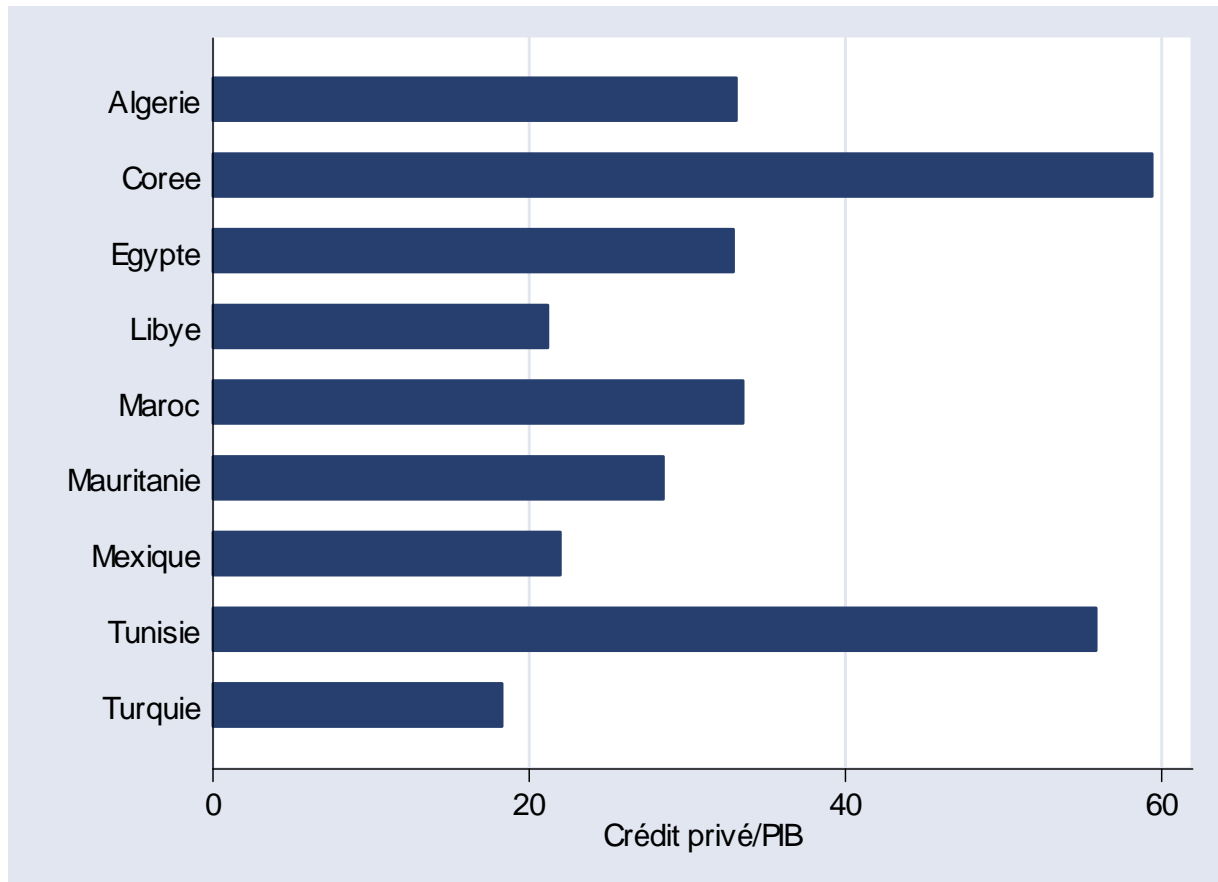
Pays	Population (Millions 2005)	PIB par tête 2005 (USD \$ constant)	Croissance réelle 2001-2005
Algérie	33,1	3,086	4,9
Egypte	70,5	1,320	3,8
Libye	5,8	6,696	5,0
Maroc	30,1	1,953	4,9
Mauritanie	2,8	663	4,0
Tunisie	10,1	2,713	4,5

Malgré les performances en matière de croissance, les pays de l'Afrique du Nord ont besoin d'augmenter encore les investissements productifs pour satisfaire, surtout, les besoins croissant en matière d'emploi de la population active. Une bonne partie de ces investissements devraient être financés par le secteur privé et par les investissements étrangers, ce qui soulève la nécessité de la formation d'un secteur privé dynamique, le développement d'un secteur financier efficient et la libéralisation du compte de capital.

Le développement du secteur financier

Malgré le développement substantiel durant la dernière décennie avec, entre autres, les mesures de l'accroissement de la concurrence, la privatisation des banques publiques et la dotation des systèmes d'une structure légale appropriée, les systèmes financiers des pays de la région restent à des niveaux significativement différents de développement comme le montre le graphique suivant :

Graphique 1: Le développement financier en Afrique du Nord : 1970-2005



Le graphique montre que l'état du développement financier, mesuré le ratio des crédits privés par rapport au PIB, est variable entre les pays de la région durant la période 1970-2005 et même en comparaison avec les pays émergents (Corée du Sud, Turquie et Mexique). A ce titre, la Tunisie et la Corée du Sud dépassent le reste des pays avec des ratios supérieurs à 55%. Le reste des pays se trouvent avec des ratios inférieurs à 35 %. Ce résultat pourrait trouver son explication dans la nature des systèmes financiers qui sont encore à caractère bancaire et marqués par une forte présence des banques publiques.

En Algérie, par exemple le système bancaire est dominant avec 6 banques publiques et qui détiennent 93 % des actifs bancaires et le reste est détenu par 15 banques privées. La confiance dans ces dernières banques a été beaucoup réduite après la faillite de la plus grande banque privée dans le pays (Khalifa Bank). Les institutions financières non bancaires restent encore marginales et le financement du logement est entre les mains d'une seule banque

publique (Caisse Nationale d'Épargne et de Prévoyance) et le marché boursier est encore embryonnaire avec uniquement 3 entreprises à la côte et un échange presque inexistant.

Le système financier Libyen est également dominé par la présence de 5 banques publiques, à la base des banques internationales nationalisées en 1971. Il existe seulement 4 banques privées dont 3 d'entre elles nouvellement créées en 2001 et surtout 48 banques régionales qui sont la propriété des comités populaires. Toutefois, à la recherche de plus d'efficacité, l'objectif des autorités est de privatiser toutes les banques publiques surtout avec l'activité marginale des institutions financières non bancaires et l'absence totale d'un marché boursier. Le marché boursier est encore inexistant mais un projet de loi pour la création d'un marché financier est en cours de préparation par les autorités qui ont l'intention de préparer au plus vite le pays à l'ouverture financière. La conviction maintenant en Libye est qu'un système bancaire et financier orienté vers le marché est nécessaire pour l'accroissement de l'efficacité de l'économie.

En Mauritanie, les choses sont différentes puisque le système bancaire est dominé par les banques privées (9 banques) et il y a une seule banque publique qui est une propriété des gouvernements mauritanien et libyen. Le marché boursier est inexistant et le secteur de l'assurance est sous-développé avec des actifs représentant moins de 1% du PIB. Toutefois, le secteur de la micro-finance est en train de croître de manière rapide avec 64 institutions en 2005. L'effort actuel des autorités monétaires est de renforcer le dispositif actuel de contrôle et de régulation surtout pour les marchés monétaires et de change. Le système des paiements est encore en train d'être modernisé avec le commencement imminent des paiements électronique interbancaire.

Le système financier marocain est le plus large et le plus diversifié parmi les pays de la région où le total des actifs représente plus de 150 % du PIB. Le secteur bancaire est composé de 22 banques commerciales (dont 6 offshore) totalisant près de 60 % du total des actifs du système financier. Le marché boursier est également dynamique et il est parmi le plus important en Afrique du Nord avec un taux de capitalisation boursière de plus de 70 % du PIB. Près de 50 entreprises sont inscrites sur le marché en 2005 mais la concentration du marché reste élevée.

Le système financier Tunisien est aussi développé à l'image de celui du Maroc avec un total actifs représentant 90 % du PIB. Le système bancaire comprend 20 banques commerciales dont 5 banques de développement. Toutefois, ces dernières ont été converties récemment en banques universelles. Entre 2002 et 2006 le système bancaire a connu la privatisation de certaines petites banques publiques et la priorité des autorités est de continuer dans la politique de fusion et de privatisation en vue de préparer le système à affronter la concurrence

internationale. Le marché boursier reste relativement petit avec un manque de liquidité malgré les efforts du gouvernement de dynamiser ce secteur.

Toutefois, l'état de santé de ces systèmes bancaires est variable d'un pays à un autre puisque le taux des créances douteuses est très élevé en Mauritanie avec un taux de 46 % alors qu'il est de 10 % seulement au Maroc. Entre ces deux pays la situation bancaire de l'Algérie reste encore préoccupante avec un taux de 32,5 % alors que la Tunisie a fait des progrès substantiels puisque le taux a baissé de 25 % au début de années 2000 à 20,7 % en 2005. En parallèle, un effort louable est en train d'être consentis en vue de constituer des provisions pour les créances douteuses dans tous ces pays, exception faite pour la Mauritanie. Pour ces pays, le taux des provisions est supérieur à 50 % en moyenne et le taux le plus élevé est celui du Maroc qui dépasse 70 %. Cependant, il reste que les efforts de ces pays en matière de réduction de créances douteuses sont en deçà des performances des pays développés et même de certains pays émergents. En effet, dans un pays comme la Corée du Sud ce taux est seulement de 1,2 % alors qu'en Mexique il est de 1,8 % et même en Turquie ce taux est 5,2%. De même, le taux de constitution de provisions pour des créances compromises est égal à 90%.

Ainsi, il s'avère, que les systèmes financiers dans les pays d'Afrique du Nord sont encore à dominante bancaire et encore marqués par une forte présence des banques publiques qui n'opèrent pas nécessairement selon les règles d'efficience. Les dettes des entreprises publiques dans ces pays constituent encore une partie importante des créances compromises des systèmes bancaires. Cette forte présence publique dans les systèmes bancaires a entraîné la fragilité du secteur de façon à ce qu'ils soient incapables d'affronter l'ouverture financière à l'heure actuelle. Pour cela, les transactions en devises étrangères par les résidents sont limitées par des quotas et les transactions en capital sont encore restreintes et contrôlées dans les 6 pays et l'entrée des banques étrangères reste encore limitées en Algérie, Libye et jusqu'à une date récente en Mauritanie.

IV. L'état d'avancement des politiques en matière de la libéralisation du compte capital dans les pays de la région

La déréglementation des mouvements de capitaux signifie une élimination de toutes les restrictions qui pèsent sur ces transactions et de laisser les capitaux entrer et sortir du pays sans contrôle ni entrave. Dans les pays de la région, on constate l'existence de deux niveaux de contrôle des mouvements de capitaux, les uns qualifiés de directs et les autres d'indirects.

Les contrôles directs sont par nature transparents, ils prennent la forme de taxes proportionnelles aux montants transférés ou de plafonnement des montants autorisés. A travers ces contrôles, les autorités cherchent à influencer le transfert des fonds surtout à la sortie expliquant ainsi les faibles flux de capitaux entre les pays de la région. Les contrôles indirects sont plus opaques. Ils peuvent être constitués par des règles prudentielles comme la détermination de seuil à ne pas dépasser pour les capitaux étrangers dans les entreprises nationales (en Tunisie 49% en général) ou comme l'absence de règles juridiques sur le paiement des dettes étrangères.

Le contrôle du capital

Le contrôle des mouvements de capitaux dans les pays de la région est encore strict. En effet, les transactions sur le capital sont encore totalement contrôlées dans tous les pays avec une petite exception pour l'Algérie où le transfert du capital à l'étranger est conditionné par l'accord préalable de la banque centrale. S'agissant de l'investissement direct étranger l'état des législations diffère d'un pays à un autre puisque même l'investissement étranger est interdit dans certains pays. En Libye par exemple, la participation étrangère dans les industries est permise seulement dans certains cas et la propriété totale des projets est sujette à l'aval de la commission des investissements étrangers. En Algérie, l'investissement des étrangers dans le pays est libre à l'exception de certains secteurs jugés stratégiques par les autorités. Cependant, les choses sont différentes au Maroc et en Tunisie puisque l'IDE dans ces pays ne fait l'objet d'aucune restriction mais l'investissement à l'étranger des résidents est conditionné par l'accord préalable des autorités monétaires.

L'investissement de portefeuille reste plus contrôlé par rapport l'investissement étranger et l'élément commun entre les différents pays est que les résidents ne peuvent procéder à de telles transactions avec l'étranger qu'avec l'accord des autorités monétaires. En Algérie, le rapatriement des revenus du capital est possible mais contrôlé et l'accord de la Banque Centrale est toujours nécessaire dans ce cas. Au Maroc, le transfert du capital par les résidents étrangers en devises étrangères est libre tant qu'il se fait à partir de leurs dépôts en monnaies étrangères et le Maroc constitue une exception par rapport aux pays de la région.

Pour les opérations de crédit en devises effectuées par des résidents à des résidents, elles restent encore plus contrôlées par les autorités. En effet, les contrôles s'appliquent à toutes les transactions en crédit, garanties et facilités financières en Algérie et en Mauritanie. En Libye, les entreprises publiques peuvent emprunter en devises étrangères avec des lignes de crédit à travers le système bancaire à condition de déclarer les sources et l'utilisation des devises. Au

Maroc et en Tunisie, les contraintes sont moins serrées puisque certaines transactions de crédit ne sont pas conditionnées par l'aval des autorités monétaires.

Les différents états des systèmes bancaires et financiers ainsi que les restrictions sur les mouvements du capital dans les pays d'Afrique du Nord font que la libéralisation du compte capital n'est pas immédiate et ces pays ont encore du chemin à faire pour parvenir à cet objectif.

La politique de libéralisation graduelle du compte capital

Sur l'ensemble des pays de la région, deux pays seulement sont relativement avancés dans le processus de libéralisation du compte capital qui sont la Tunisie et le Maroc. Le reste des pays (Egypte, Algérie, Mauritanie et Libye) sont encore à la recherche des conditions préalables pour cette réforme : assainissement et consolidation du secteur bancaire, préparation du marché de change à l'ouverture, une meilleure coordination des politiques macroéconomiques relatives à l'inflation et la détermination du régime du taux de change et la préparation du cadre réglementaire de la réforme. Dans ce suit on va passer en revue les pas franchis par tous les pays de la région dans ce processus de la réforme du compte capital.

La Tunisie

En 2005, les autorités tunisiennes ont commencé le processus de libéralisation du compte capital afin d'attirer l'épargne extérieure, de diversifier le financement de la balance des paiements, ainsi que la composition des portefeuilles et d'améliorer l'efficacité des marchés financiers intérieurs. Elles ont mis au point un plan en trois phases permettant une libéralisation graduelle du compte de capital.

- La première phase consiste à établir des réformes destinées à libéraliser les flux de capitaux à moyen et à long terme- comme par exemple l'investissement direct et les crédits à long terme par des non-résidents au profit d'entreprises cotées, les investissements limités par des non-résidents dans des titres publics en monnaie nationale - et d'autres mesures visant à renforcer l'efficacité globale de l'intermédiation financière et à diversifier les sources de financement de la balance des paiements.

Cette première phase est presque accomplie. L'obligation de rétrocession des recettes en devises a été retirée et la réglementation des avoirs en devises détenus dans les banques tunisiennes assouplie. Les restrictions sur l'investissement direct étranger non financier en

Tunisie ont été levées. Les étrangers peuvent investir librement dans la plupart des secteurs économiques. Les étrangers n'ont plus besoin de demander l'approbation de la Commission Supérieure d'investissement (CSI) pour acquérir des titres tunisiens conférant un droit de vote. Les autorités ont autorisé les non résidents à investir dans les titres publics libellés en monnaie locale, sous réserve d'un plafond de 10 % de leur encours.

Désormais, les institutions financières résidentes peuvent contracter auprès de non-résidents des emprunts en devises de plus de 12 mois dont le montant n'est plus plafonné (antérieurement, 10 millions de dinars par an). Les entreprises résidentes notées peuvent contracter de tels emprunts dans les limites d'un plafond annuel équivalant à 10 millions de dinars (contre 3 millions précédemment). Dans le cas des emprunts en devises à court terme, les plafonds ont été sensiblement relevés pour les institutions financières et les entreprises. La libéralisation des emprunts extérieurs s'est accompagnée d'un assouplissement de la réglementation des crédits en devises aux sociétés.

- La deuxième phase prévoit (délais d'achèvement début 2009) une libéralisation de l'investissement direct par les Tunisiens à l'étranger, de sorte que des investisseurs institutionnels pourraient effectuer des investissements de portefeuille à l'étranger et notamment dans les pays d'Afrique du Nord et des non-résidents des investissements de portefeuille sous forme de titres de dette. Cette phase nécessite une transition vers un taux de change flottant et un approfondissement du marché des changes et un système bancaire assez robuste pour soutenir la concurrence internationale.

Les autorités publiques ont commencé à réduire le volume élevé des créances improductives afin de réduire la vulnérabilité du système bancaire. Les autres facteurs contribuant à la fragilité du secteur ont été traités, les données financières plus fiables sur les entreprises sont relativement disponibles et des déficiences dans le recouvrement des prêts surtout au niveau de la réalisation des garanties sont réduits. Sur le marché des changes, les opérations à terme et les options de change continuent de faire l'objet de restrictions. Ces insuffisances continuent à freiner l'ouverture du compte de capital, car elles constituent des obstacles au développement des marchés des capitaux. En fait, si une ouverture totale du compte de capital se réalisera dans ces conditions, le manque de préparation des participants au marché monétaire et à celui des changes, qui seraient amenés à assurer l'intermédiation des flux de capitaux plus importants, pourraient aggraver les vulnérabilités du système financier en cas de renversement soudain de ces flux.

- La troisième phase prévoit, vers la fin de l'année 2009, une convertibilité totale de la monnaie. Elle nécessite la libéralisation des investissements de portefeuille à l'étranger par des résidents et les crédits consentis par des résidents à des non-résidents. Pour passer à cette phase, il faudrait que le secteur financier soit robuste et que la situation de la balance des paiements soit solide.

Ainsi en 2010, les tunisiens pourraient déplacer librement sans aucune entrave leurs capitaux vers le reste des pays étrangers et notamment vers nos voisins d'Afrique du Nord. Ces transferts supposent que nos voisins n'imposent pas des restrictions sur les flux de capitaux en provenance de la Tunisie. De toute manière, nos voisins peuvent investir en Tunisie sans aucune entrave.

Le Maroc

Le processus de la libéralisation des mouvements des capitaux au Maroc ne semble pas au même degré d'avancement que celui de la Tunisie. Toutefois, plusieurs actions sont prévues dans ce domaine et on cite :

- La liberté du transfert du capital pour la réalisation des opérations d'investissement au pays quelle que soit leur forme (création de société, participation à l'augmentation du capital des sociétés déjà existantes, achats de valeurs mobilières cotées, acquisition de biens immobiliers etc.). Le transfert des revenus générés par ces investisseurs se fait sans aucune restriction.
- Depuis 2002, les banques sont autorisées à effectuer des placements en devises à l'étranger, à acquérir des titres souverains et à accorder des crédits en dirhams aux étrangers non résidents pour le financement de l'acquisition de biens immeubles au Maroc.
- En 2007, les entreprises d'assurance et de réassurance sont également autorisées d'investir ou de constituer des dépôts à l'étranger à concurrence de 5 % du total de leurs actifs

Toutefois, malgré ces mesures et la relative bonne santé du secteur bancaire grâce aux efforts déployés dans la diminution de la vulnérabilité et la réduction des créances douteuses et surtout la constitution des provisions pour créances compromises, d'autres actions restent encore à accomplir en vue de réussir la libéralisation totale du compte capital. Au même temps, les autorités Marocaines continuent leurs efforts pour la préparation de l'économie à une possible transition de l'actuel régime de change marqué par le rattachement du Dirham à un panier de monnaie à un régime de change plus flexible. Cette transition est de nature à intégrer le Maroc dans l'économie mondiale et éviter ainsi les risques de sur-évaluation ou de

sous-évaluation de la monnaie. Pour assurer cette transition dans de bonnes conditions, les autorités sont appelées à persévérer l'équilibrer le budget public, de développer les marchés monétaires et de change et surtout dans l'adoption d'une structure de ciblage de l'inflation à moyen et long terme.

L'Égypte

Depuis l'adoption du régime de change flottant en janvier 2003, la politique monétaire égyptienne a pour principaux objectifs le ciblage de l'inflation, la stabilité économique et la mobilisation de l'épargne. La stabilisation du taux d'inflation reflète les premiers fruits d'une politique saine et crédible. Durant l'année 2004, les autorités monétaires ont assuré la transition à un régime de taux de change flexible unifié. Le marché parallèle, qui avait une prime de plus de 15 % à la fin de 2003, a fini par converger au taux bancaire durant la deuxième moitié de l'année 2004. Ceci est dû aux rentrées massives des revenus au niveau du compte courant et au taux d'intérêt élevés. En 2004, toutes les activités génératrices de devises ont connu une croissance remarquable grâce, notamment, à (i) l'amélioration de la compétitivité due à la dépréciation réelle de la Livre Égyptienne (LE) en 2001, (ii) l'accroissement des cours du pétrole et (iii) le trafic maritime croissant sur le Canal de Suez. A la fin de la même année les autorités monétaires ont créé le marché interbancaire de devises et le surplus dans le compte courant extérieur, a atteint 4,4% du PIB.

La Banque Centrale Égyptienne a utilisé les surplus de la balance des paiements et cette abondance dans la liquidité étrangère pour consolider sa position en matière de réserves en devises à travers les achats et les ventes sur le marché interbancaire surtout pour aider les banques à respecter la réglementation en matière d'ouverture. Toutefois, cette rentrée de capitaux enregistrée a ravivé les soucis des autorités à propos d'une appréciation nominale de la Livre Égyptienne en 2005 bien que la large dépréciation de 2001 a permis de restaurer les équilibres dans une grande mesure. Cette appréciation a eu un effet sur la compétitivité des exportations puisque les secteurs exportateurs autres que le pétrole ont connu une stagnation durant la seconde moitié de 2005 surtout.

Toutefois, malgré les efforts, le compte capital officiel affiche encore un déficit et l'investissement direct étranger encore loin des niveaux souhaités. Les réserves internationales officielles demeurent stables aux alentours de 14,5 milliards \$ et la Banque Centrale d'Égypte a commencé un programme de consolidation de ces réserves en profitant des avantages des conditions du marché. Comme conséquence, les réserves se sont élevées au début de 2005 à 17,3 milliards \$, soit l'équivalent de plus de 7 mois d'importations. Pendant

ce temps, la dette extérieure est restée stable au alentours de 29 milliards \$, soit 31 % du PIB à la fin de 2004.

Toutes ces considérations font que la libre convertibilité de la Livre Egyptienne n'est pas encore à l'ordre du jour dans l'agenda des autorités monétaires au moins à court terme. La priorité demeure, donc, d'assurer les conditions d'un approvisionnement permanent de l'économie en devises étrangères et surtout restructurer le secteur financier pour qu'il soit prêt à affronter la concurrence étrangère et contribuer à la réussite de cette libéralisation du compte capital.

A ce titre, certaines étapes ont été franchies dans la restructuration du système financier, mais d'autres défis restent à relever surtout au niveau bancaire au niveau du renforcement des ratios prudentiels des banques commerciales et l'introduction de nouveaux instruments financiers aptes à mobiliser davantage d'épargne et à faciliter l'investissement. Ainsi, Le taux de croissance du crédit au secteur public, de 27 % en moyenne, indique la frilosité des banques à prendre des risques dans un contexte où les créances douteuses représentent une part importante de leur portefeuille de prêts, estimée à plus de 27%.

L'Algérie

Les autorités monétaires algériennes ciblent une large croissance de la masse monétaire (16% en 2004 et 14,5% en 2005) pour atteindre les objectifs d'inflation dans un contexte de régime de change de flottement dirigé et surtout de contrôle de capitaux. Ces politiques de maîtrise de l'inflation et du régime de flottement dirigé ont bien servi l'économie et la dépréciation du taux de change réel effectif en 2002-2003 a permis d'améliorer la compétitivité extérieure puisqu'il n'y pas de signe de misalignement courant par rapport au taux de change d'équilibre. En outre, avec l'ouverture de l'économie, le lien entre les variations du taux de change et le taux d'inflation devraient être consolidées. Dans ce cas l'appréciation du taux de change réel effectif se fait à travers une appréciation du Dinar, plutôt qu'une inflation plus élevée. Depuis 2005, la baisse significative de l'inflation a empêché le taux de change réel effectif de s'apprécier comme prévu.

Toutefois, il y a lieu de remarquer que la différence entre le taux de change officiel et le taux sur le marché parallèle est lié à un problème de convertibilité courante surtout celui de la conversion pour les voyages et les paiements pour les transactions invisibles surtout les importations informelles de biens et de services. Il est à noter également la difficulté d'ordre institutionnelle de la communication de cette libre convertibilité du Dinar aux institutions financières comme au public algérien. En effet, malgré la publication par la Banque d'Algérie

de la note de 1997, le public ignore encore que les autorités monétaires permettent l'achat de montants *bona fide*, au-delà des limites annuelles, qui sont de nature à couvrir des paiements invisibles.

La convertibilité totale du Dinar Algérien pour les paiements et les transferts à l'échelle internationale passe nécessairement par l'instauration et le développement d'un marché de change qui empêche le fonctionnement du marché informel de change. En outre, les autorités monétaires, reconnaissent que malgré les efforts, l'actuel système de change nécessite encore des améliorations car il reste encore compliqué et bureaucratique. A ce titre, les autorités devraient mettre en place une nouvelle structure réglementaire générale qui confirme la libre convertibilité du Dinar pour le paiement des transactions invisibles (les voyages, les études et les soins à l'étranger) et disséminer largement et immédiatement la politique de la libre convertibilité pour tous les *bona fide* paiements courants et les transferts.

La Mauritanie

La situation de la Mauritanie s'est relativement améliorée en 2005 surtout au niveau de la balance courante grâce au bon comportement des exportations de fer. Toutefois, les réserves officielles de change restent faibles et en deçà des normes requises puisqu'elles s'élèvent à 0,7 mois d'importation. Avec la production attendue du pétrole, les exportations du pays vont tripler en 2007 et le compte courant connaîtra un surplus qui représentera près de 5% du PIB. Cependant, en dehors des exportations dans les activités minières et pétrolières, le solde de la balance courante reste encore négatif surtout avec l'accroissement des importations dans le programme ambitieux du gouvernement en matière d'investissement public.

S'agissant du change des devises, les autorités monétaires ont l'intention de développer une politique de change flexible pour mieux gérer l'impact d'une possible appréciation du taux de change réel et les chocs externes relatives au secteur du pétrole surtout. A ce titre, les autorités envisagent la suppression de ce qui reste comme restrictions sur les transactions courantes. Pour la politique monétaire, la Banque Centrale de Mauritanie a l'intention d'introduire de nouvelles mesures en vue d'améliorer la gestion de la liquidité surtout l'accroissement attendu des revenus du gouvernement en devises et la baisse de la dette publique. Ainsi, l'action portera sur la promotion et le développement d'un marché interbancaire par l'adoption d'un nouveau cadre réglementaire et la restructuration et la sécurisation d'une partie des créances de la Banque Centrale sur le gouvernement pour qu'elle soit utilisée dans les opérations « *d'open market* ».

Toutes ces réformes en cours font que la libéralisation du compte capital n'est pas immédiate et que l'économie Mauritanienne devrait réussir avant tout la convertibilité courante, le ciblage de l'inflation et l'instauration d'un régime de change flexible comme étapes intermédiaires à la convertibilité totale de la monnaie.

V. L'opportunité d'une intégration financière dans les pays d'Afrique du Nord

La libéralisation du compte capital dans les pays d'Afrique du Nord est une étape importante dans le processus d'intégration financière dans la région et avec le reste des pays partenaires. L'intégration financière étant définie comme le processus à travers lequel les marchés financiers d'un certain nombre de pays éliminent les restrictions sur les mouvements des flux de capitaux et sur l'entrée des capitaux étrangers sur les marchés domestiques de façon à ce que l'accès des différents intervenants (nationaux ou étrangers) se fait sans discrimination et sur la base des mêmes règles.

Toutefois, même si elle paraît encore lointaine à cause de plusieurs facteurs (dont la très faible intégration commerciale et la fragilité du système financier), il faut insister sur la nécessité du processus *graduel* de cette intégration. En effet, une intégration financière pour les pays de la région reste encore appropriée même si certains efforts ont échoué dans le passé. En outre, les responsables politiques reconnaissent que la région n'a pas d'autres choix que d'aller dans cette voie surtout avec la mondialisation qui règne sur l'économie mondiale. Pour cela, une intégration graduelle est appropriée car elle prend en considération les différences en matière de développement économique et surtout dans la mise en œuvre des réformes. Ainsi, le processus d'intégration nécessite un diagnostic dans chaque pays de l'état des réalisations par rapport aux standards mondiaux pour bien identifier les différences. Cela pourrait se faire par l'adoption d'un guide général des règles et des pratiques générales que chaque pays doit adopter. Dans cet effort, les pays d'Afrique du Nord doivent se partager des lignes directrices qui vont amener à cette intégration à savoir les réformes bancaires et fiscales et la libéralisation du compte capital.

En outre la structure macroéconomique devrait être adaptée pour mieux gérer les éventuels accroissements dans la volatilité des flux de capitaux puisque les récentes crises financières dans les pays du Sud Est Asiatiques, en Argentine, en Turquie et même au Mexique ont montré le danger qui pourrait accompagner des politiques de change fixe avec une libéralisation du compte capital. Ainsi, il apparaît qu'un régime de change flexible devrait précéder toute suppression des restrictions sur les mouvements de capitaux, surtout ceux de

court terme. Le Maroc et la Tunisie sont les pays les plus avancés dans la libéralisation du compte capital parmi les pays de la région et ils ont fait des pas substantiels dans la transition vers un régime de change flexible. En Outre, pour trouver un ancrage nominal alternatif, ces deux pays ont décidé de faire une transition graduelle vers une structure de ciblage de l'inflation. Dans ce cas, les deux pays ont besoin du temps pour passer, dans un premier temps, aux instruments indirects de politique monétaire et, dans un second temps, développer le marché monétaire de façon à établir un canal efficient de transmission de politique monétaire.

L'intégration financière des pays d'Afrique du Nord permettra d'exploiter l'avantage comparatif de chaque pays au profit des autres pays entraînant des gains réel à tous les pays (un jeu à somme non nulle). La complémentarité entre les pays en terme de spécialisation dans la production des biens et des services et l'exploitation des économies d'échelle au niveau sectoriel permettront d'accroître ces gains.

En effet la mobilité des capitaux permet aux pays comme le Maroc, la Tunisie et l'Egypte d'investir dans les autres pays de la région dans les domaines des services et des industries mécanique et électriques et même dans les industries du textile et d'habillement (malgré l'avènement de l'accord multifibres). Les domaines d'investissement et d'exportation seront les suivants :

- **Services informatiques** : L'expérience des entreprises de logiciels des trois pays permet d'aider les autres pays à développer ce secteur et de satisfaire leur besoin en logiciel adapté et en services de logiciels.
- **Banque, assurances et services financiers** : Actuellement il est difficile d'obtenir des crédits commerciaux des banques installées à l'étranger. Avec la libéralisation financière, les entrepreneurs de chaque pays de la région pourront octroyer des crédits à d'autres pays sans aucune restriction. De même, l'industrie de l'assurance est soumise à une stricte réglementation. En Tunisie par exemple, plus que de la moitié du secteur est contrôlée par l'Etat. La participation des compagnies étrangères aux activités d'assurance reste faible. Selon l'article 44 du code des assurances, les résidents en Tunisie et les risques situés en Tunisie ne peuvent être assurés que par des compagnies d'assurance résidentes. Les filiales de compagnies étrangères qui opéreraient au pays doivent être constituées en mutuelle ou en société anonyme à responsabilité limitée et ne peuvent offrir leurs services qu'aux non résidents. Cependant, la nationalité tunisienne est exigée pour pouvoir offrir des contrats d'assurance-vie ou pour être agent d'assurance. La

libéralisation du compte du capital dans la région ouvre la porte à des flux des investissements croisés supplémentaires entre les pays.

- **Services d'audit, d'étude, d'ingénierie, d'expertise comptable et de conseil en gestion :** les bureaux nationaux pourront s'installer dans les autres pays en créant des filiales.
- **Services d'édition et de publicité :** L'importance de la demande interne du marché des pays d'Afrique du Nord permet à ses services d'exploiter les économies d'échelle en diminuant les coûts d'exploitation et en augmentant la compétitivité.
- **Services du bâtiment et de la construction :** Aujourd'hui, la participation étrangère à cette activité est sévèrement limitée en raison de la réglementation sur la participation du capital d'entreprises étrangères. Les fournisseurs de services de soutien comme les architectes étrangers doivent être des nationaux pour pouvoir pratiquer. La libéralisation du compte de capital permet aux entrepreneurs des différents pays d'investir dans cette activité dans tous les pays de la région sans restrictions.
- **Services de distribution :** Cette activité est réglementée par les étrangers. Pour exercer par exemple le commerce de gros ou en détail, les étrangers doivent obtenir une carte de commerçants fournie par le ministère concerné. La participation étrangère aux activités de distribution de tout genre est soumise aussi aux exigences en matière de participation au capital des sociétés (en Tunisie, elle est régie par le décret de 1961 sur les activités commerciales exercées par des personnes étrangères).
- **Le tourisme :** Les hôteliers Marocains, tunisien et Egyptien pourront investir sans aucune restriction dans les autres pays de la région une fois la libéralisation financière sera réalisée.

VI. Les mesures de l'intégration financière

Plusieurs mesures de la libéralisation financière ont été adoptées par les économistes pour évaluer dans quelle mesure un pays autorise le libre mouvement des capitaux avec l'étranger. Ces indicateurs sont classés selon deux groupes :

Le premier basé sur des variables qualitatives

- L'indicateur du FMI, prend la valeur de 1 en cas de contrôle et celle de 0 en absence de contrôle. Tous les pays de la région disposent d'une valeur de 1 signifiant que le contrôle sur les mouvements de capitaux est important.
- Indicateur de pourcentage (nommé *Share*), consiste à établir, pour chaque pays, une variable correspondant au pourcentage d'années pendant lesquelles les comptes de capital de ces pays étaient ouverts. Si on jugeait que les marchés financiers avaient été libres pendant cinq ans sur une période de 10 ans, l'indicateur d'ouverture *Share* serait de 0,5. Une valeur de *Share de* 0,1, indique que le compte de capital du pays concerné n'avait été ouvert qu'en 1995; quand elle est de 0,2, il n'avait été ouvert qu'en 1994 et 1995, et ainsi de suite. Cette mesure se retrouve dans tous les pays industrialisés et dans dix des douze pays en développement qui ont procédé à une certaine ouverture du compte de capital au cours de cette période. Les pays d'Afrique du Nord ne sont pas concernés puisque le compte de capital est encore fermé.
- Indicateur d'intensité développé par Quinn, note séparément l'intensité des contrôles exercés sur les recettes et les paiements du compte de capital. Le mode de notation utilisé pour chacune de ces catégories est le suivant : une note 0 indique que les paiements sont interdits; 0,5, lorsqu'il existe des limitations quantitatives ou réglementaires; 1 signale que les transactions sont assujetties à des taxes élevées; 1,5, implique que ces taxes sont assez faibles et 2, suppose que les transactions sont libres de toutes les restrictions et les taxes. La somme des valeurs des deux catégories est un indicateur, compris entre 0 et 4. Cet indicateur est disponible pour toutes les années comprises entre 1950 et 1997 pour 21 pays de l'OCDE, et pour les années 1958, 1973, 1982 et 1988 pour 43 pays émergents et en développement.
 - Code de la libération des mouvements de capitaux de l'OCDE, contient des données sur l'ampleur des restrictions appliquées au même moment à onze différents types de transactions internationales à savoir l'investissements directs; la liquidation d'investissements directs; l'admission de titres sur les marchés de capitaux; les opérations sur titres; les opérations sur titres d'organismes de placement collectif; les opérations immobilières; les crédits et prêts financiers et les mouvements de capitaux de caractère personnel. Klein et Olivei (2001) construisent une variable représentant le pourcentage de ces onze catégories qui ne sont pas soumis à des restrictions, une moyenne étant établie dans le temps. Cette variable peut aller de 0 à 1 sur la période d'observation (à la différence de la variable *Share*) mais elle peut prendre pour tous les pays, quelle que soit

l'année, une valeur comprise entre 0 et 1 en continue. Pour la période 1986-1995, ses quatre valeurs les plus élevées sont de 0,89 pour l'Allemagne ; 0,92 pour les Etats-Unis ; 0,921 pour les Pays-Bas et 0,93 pour le Royaume- Uni. Deux pays enregistre des valeurs inférieures à 0.5 à savoir la Grèce (0,49) et le Portugal (0,43).

- Indicateur d'intensité de Montiel-Reinhart, mesure l'intensité des contrôles limitant les transactions internationales qui se fonde sur les informations annuelles concernant 15 pays (Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Costa Rica, République tchèque, Égypte, Indonésie, Kenya, Malaisie, Mexique, Philippines, Sri Lanka, Thaïlande et Ouganda) pour la période 1990-1996. Cet indicateur est compris entre 0 et 2. Contrairement aux proxies précédemment analysées, plus la valeur est élevée, plus les restrictions pesant sur les opérations en capital sont rigoureuses. En particulier, une valeur de 0 pour un pays correspond à une situation où aucune restriction ou taxe n'était imposée aux entrées de capitaux, et il n'existait aucune restriction sur l'endettement intérieur des institutions financières nationales qui semblait outrepasser les mesures prudentielles généralement utilisées. Une valeur de 1 représente des restrictions qui revêtent la forme de règlements prudentiels excessifs, tandis qu'une valeur de 2 indique l'existence de mesures explicites- comme l'interdiction, cautionnements ou taxes sur les transactions financières- visant à limiter les mouvements de capitaux. Chacun des quinze pays de l'échantillon part d'une valeur de 0 pour la variable de remplacement du contrôle sur les capitaux en 1990. Dix pays notamment l'Égypte la conservent jusqu'en 1996, et cinq arrivent en fin de période avec une valeur de 2.

Le second fondé sur un calcul d'indices quantitatifs

- Feldstein et Horioka (1980) ont publié une étude dont la grande influence tient en partie à ce qu'elle a été l'une des premières à tenter de mesurer quantitativement la mobilité des capitaux sur un large échantillon de pays. Ils ont analysé le comportement de l'épargne et de l'investissement dans différents pays pour mesurer le degré réel de mobilité des capitaux, en argumentant que le degré de corrélation entre les deux séries était un bon indicateur des obstacles aux mouvements de capitaux. Pour une année donnée, l'épargne est égale à l'investissement dans un pays qui limite parfaitement les mouvements de capitaux, tandis qu'il n'y a pas forcément de lien entre ces deux agrégats dans un pays où les capitaux circulent librement. Les auteurs ont constaté qu'entre 1960 et 1974, ainsi que pendant les trois sous-périodes de cinq ans formant

cette période de 15 ans, les taux d'épargne et d'investissement moyens étaient très positivement corrélés. Sur la base de cette observation, ils ont conclu qu'il existait des restrictions substantielles aux mouvements de capitaux.

- Kraay (1998) et Lane et Milesi-Ferretti (2004) utilisent le montant annuel des avoirs et engagements d'investissement direct en pourcentage du PIB comme indicateur à long terme de l'ouverture financière. Ces indicateurs sont similaires à ceux de l'ouverture commerciale. Ainsi, comme le degré d'ouverture aux échanges, généralement calculé par la somme des importations et des exportations divisée par le PIB, l'indice de Lane et Milesi-Ferretti est un bon indicateur de l'ouverture à un moment donné. Mais cet indicateur, de même que celui de Kraay, peut varier d'une année sur l'autre puisque les mouvements de capitaux sont endogènes et que des ajustements de valeur substantiels peuvent se produire en raison, par exemple, d'une importante fluctuation des valeurs boursières (Eichengreen, 2001). Néanmoins, des variations de ces indicateurs sur de plus longues périodes traduiront probablement des changements du degré d'ouverture.

- Chinn et Ito (2002) ont élaboré un indice nommé KOPEN basé sur quatre variables à savoir une variable indiquant la présence de taux de change multiple, une variable indiquant les restrictions sur le compte courant, une variable indiquant les restrictions sur le compte capital et une variable indiquant le degré d'ouverture commerciale.

Les données du tableau ci-dessous illustrent également le retard accusé par les pays de la région en matière d'intégration financière. Les résultats révèlent que les pays de la région demeurent faiblement intégrés aux marchés financiers internationaux. Plus l'indice est élevé, plus les restrictions sur les mouvements des capitaux sont faibles.

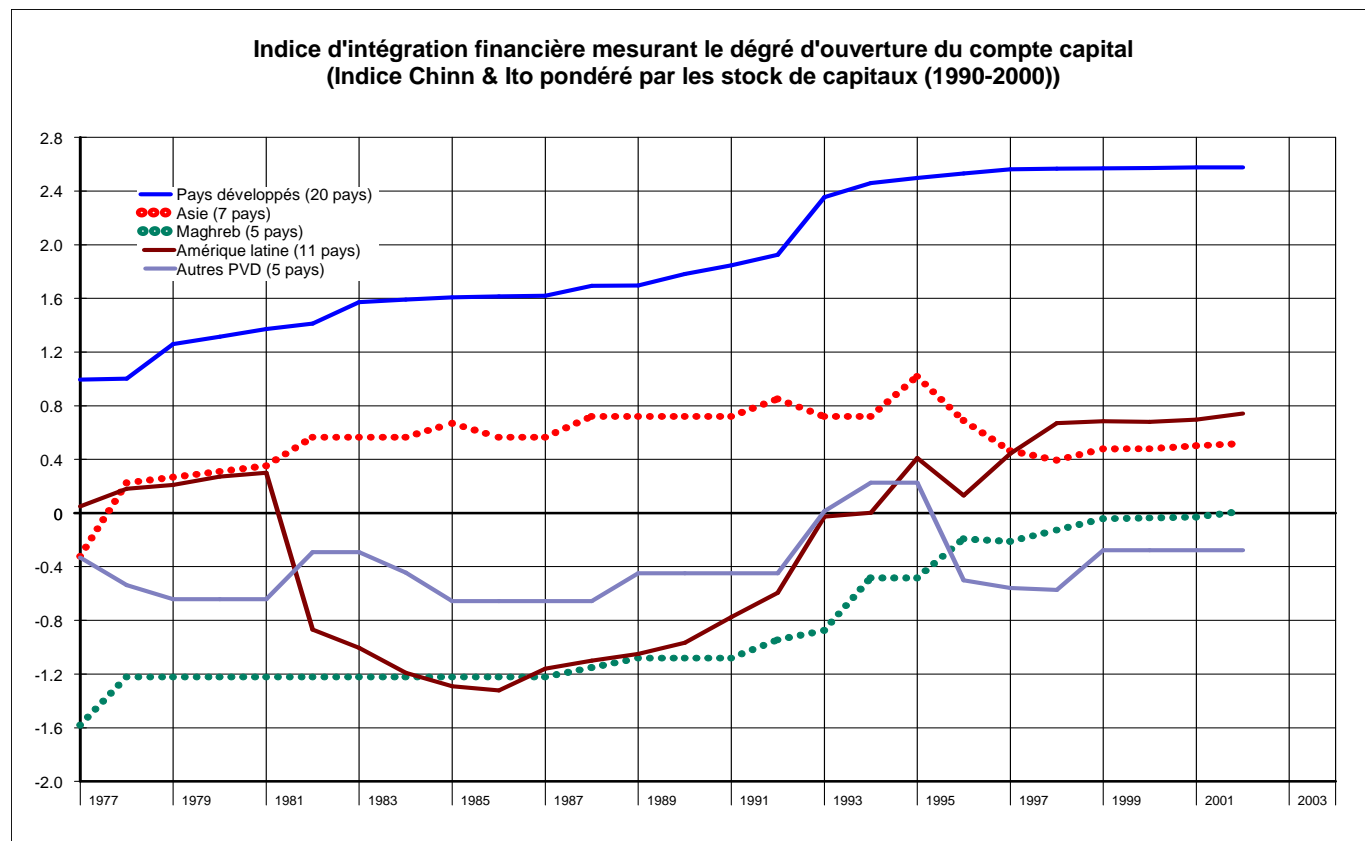
Tableau 11: Evolution de l'indice de Chinn et Ito pour les pays de la région et à travers le monde

	1970	1980	1990	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Etats Unis	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Royaume uni	-1,7	1,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
France	-1,2	-0,06	0,2	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Allemagne	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Japon	-0,06	1,7	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Brésil	-1,7	-1,7	-1,7	-1,1	-1,1	-0,06	-0,06	-0,06	0,21
Argentine	0,7	-0,06	-1,1	1,5	-1,1	-1,1	-0,06	-0,06	-0,06
Algérie	-1,7	-1,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Tunisie	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Maroc	-1,1	-1,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Libye	-1,1	-0,06	-1,1	-1,7	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1
Egypte	-1,7	-1,7	-1,7	1,9	2,6	2,6	1,3	2,6	2,6
Soudan	-1,7	-1,7	-1,1	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	0,4	0,2
Mauritanie	-0,8	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1

Source : FMI.

Le graphique ci-dessous présente aussi l'évolution de l'intégration financière pour différentes régions du monde. En utilisant l'indicateur KOPEN de Chinn et Ito, nous avons procédé au calcul des indices régionaux pondérés par le stock de capital (1990-2000). L'examen des résultats révèle que cette évolution est assez hétérogène pour les différents groupes de pays. La différence en terme d'intégration financière entre pays industrialisés et pays en développement est toute à fait remarquable, et ce malgré les efforts considérables de ces derniers. Au niveau régional, signalons que les pays du Maghreb restent très loin des niveaux atteints par les pays d'Asie ou encore ceux de l'Amérique Latine.

Graphique 2 : L'évolution de l'intégration financière régionale



VII. Lien entre la libéralisation du compte du capital et la croissance : l'expérience des autres pays

Le lien entre les flux de capitaux et la croissance économique a fait naître un débat théorique et empirique entre deux courants.

Selon le premier, la libre circulation des capitaux engendre des gains immenses. Dès lors qu'un pays s'ouvre aux flux de capitaux, une réallocation des ressources s'opère au sein de l'économie engendrant une croissance plus forte et un transfert de technologie suite à une augmentation du niveau et de la qualité des investissements. Ce résultat reste cependant soumis aux efforts d'ajustement dynamique des politiques macroéconomiques et de l'évolution de la composition de ces flux. L'étude de Quinn (1997) est l'une des premières à déceler un lien positif entre la déréglementation des mouvements de capitaux et la croissance économique pour un échantillon de 58 pays sur la période comprise entre 1960 et 1989. Klein et Olivei (2000) observent aussi un effet favorable de la libéralisation sur la croissance dans les pays industrialisés, mais ne trouvent pas d'éléments corroborant ce lien dans les pays non industrialisés. Edwards (2001) montre que l'ouverture du compte de capital freine la

croissance dans les pays à faible revenu, mais la favorise dans les pays industrialisés et dans les pays à marché émergent plus développés.

Selon le second courant, la libre circulation des capitaux engendre des crises et accentue les fluctuations suite aux problèmes d'asymétrie d'information et aux aléas moraux. Une libéralisation désordonnée peut avoir des conséquences négatives, notamment en terme de volatilité de la production et de la consommation. En effet un afflux massif de capitaux engendre de très fortes pressions sur les taux d'intérêts et le taux de change. Sans un cadre macro-économique stable et un système financier solide, certains pays cèdent et se retrouvent contraints de dévaluer leurs monnaies et d'augmenter leurs taux d'intérêt. Rodrik (1998) met en doute l'effet positif de la déréglementation des mouvements de capitaux sur la croissance. Sur un échantillon de près de 100 pays, développés et en développement, il n'observe pas, d'après l'indice *Share*, d'effet significatif de cette déréglementation sur la variation en pourcentage du revenu réel par habitant pour la période comprise entre 1975 et 1989 dans des régressions de croissance comprenant également le revenu initial par habitant, le taux de scolarisation secondaire initial, un indice de la qualité des institutions publiques et des variables régionales. Kraay (1998) conclut également à l'absence de relation significative entre libéralisation des mouvements de capitaux et la croissance. Il utilise un éventail d'indices de l'ouverture du compte de capital, notamment *Share*, l'indicateur d'ouverture de Quinn et un indicateur fondé sur les flux nets réels de capitaux.

L'observation statistique montre que la mobilité internationale des capitaux a été associée à une accélération de la croissance dans nombre de pays mais aussi à l'apparition de fortes crises. Les capitaux sont devenus de plus en plus volatiles et les fuites brutales des capitaux de certaines places financières sont plus fréquentes provoquant nécessairement des crises de liquidité.

En effet durant la seconde moitié des années 1990, plusieurs pays ont subi une crise financière : le Mexique en 1994-95, les pays d'Asie du sud-est en 1997, le Brésil en 1998 et l'Argentine en 2000. Par exemple en 1996 et 1997, la Corée du Sud, l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande ont perdu près de 100 milliards de dollars de capitaux, soit 11% de leur PIB.

Ces événements ont eu pour conséquence de semer le doute sur la capacité de la libéralisation du compte de capital de stimuler une croissance soutenue dans les pays émergents. La question principale qui a été posée à la fin des années 90 est la suivante : les mouvements de capitaux sont-ils à la source de la fragilisation des économies, ou ne sont-ils que la traduction

du constat de déséquilibres macro-économiques déjà existants avant la libéralisation du compte de capital? Les faits stylisés montrent que c'est la seconde proposition qui constitue la réponse à cette question. En effet, selon la plupart des économistes, ces déséquilibres sont dus essentiellement à la présence au préalable d'une certaine fragilité du marché financier. Au milieu des années 90, l'endettement global de la Corée dépassait 200 milliards de dollars, celui de l'Indonésie s'établissait à 117 milliards de dollars alors que la Banque Centrale n'avait que 20 milliards de dollars au titre des réserves de change. La fragilité des banques asiatiques a rendu les fuites massives de capitaux dangereuses pour les économies, alors que les fuites de même intensité localisée dans les pays développés n'ont pas conduit à une crise financière. L'exemple de la Malaisie témoigne d'ailleurs de l'apparition d'une crise bancaire sans la présence de fuites de capitaux et sans la participation des capitaux étrangers. La frénésie du crédit (180 % du PIB en 1997) a été entièrement supportée par le secteur bancaire national. Les engagements extérieurs ne représentaient que 10 % du PIB et ne croissaient quasiment pas depuis le début de la décennie.

Par opposition à la Malaisie, la Thaïlande a connu une explosion du crédit bancaire (180 % du revenu national), dont 40 % du PIB constitue les engagements extérieurs du secteur bancaire (le secteur bancaire s'était appuyé sur le différentiel d'intérêt pour emprunter des devises et les prêter en monnaie nationale). Ainsi la fuite des capitaux n'a fait qu'aggraver le phénomène, mais n'en constitue pas l'origine.

L'expérience d'intégration financière des pays de l'union Européenne et celle des pays du Golf pourrait servir de leçon pour le cas des pays de l'Afrique du Nord. En effet, l'expérience Européenne est considérée comme un modèle d'intégration financière et économique réussi dans le monde entier. Elle pourrait servir d'expérience à suivre pour les pays de la région surtout avec l'importance des relations économiques privilégiées entre l'espace maghrébin et la rive Nord de la Méditerranée. Elle offre aussi un modèle de réformes financières en harmonisation avec l'objectif d'intégration financière. De même, l'effort d'intégration financière et le progrès vers une union monétaire dans les pays du conseil de coopération du golf arabe avancent un cadre intéressant à suivre pour la région d'Afrique du Nord.

L'expérience de l'Union Européenne a montré que malgré l'hétérogénéité des pays membres, un processus d'intégration financière peut réussir. L'intégration financière a été bâtie en Europe avec une approche graduelle sur la base d'un plan sur la liberté des services financiers. Ce plan prévoit la liberté de circulation des capitaux au sein des pays de l'union avec l'élimination des régulations et des barrières qui pourraient empêcher cette circulation. Les résultats montrent maintenant que les bénéfices de l'intégration financière sont importants

et que cette intégration a abouti à un profond changement dans la structure des marchés financiers Européens et également dans le changement des comportements des investisseurs dans cette zone. Cette intégration au sein de l'Europe a amélioré l'allocation des ressources financières qui a fini par donner un coup de fouet à la croissance économique et limiter les fluctuations macroéconomiques.

L'expérience d'intégration financière en cours dans les pays du conseil de coopération dans le golf arabe est intéressante car elle montre qu'une telle expérience peut également réussir même dans le cas où les économies sont dotées des mêmes structures et des dotations en ressources naturelles. A ce titre, les progrès réalisés dans la mise en œuvre de l'union monétaire ont entraîné le développement des marchés financiers en les rendant plus liquides et l'accroissement des échanges des produits non pétroliers entre les pays membres. L'expérience des pays du golf met l'accent également sur l'importance de l'engagement politique en faveur du processus d'intégration économique et financière. A ce titre, le consensus politique est une condition sine qua none pour la réussite du projet avant et après l'instauration de la monnaie unique. Cet engagement politique devrait être toujours constant particulièrement quand il y a transfert de souveraineté d'un niveau national à un autre supranational dans la conduite de la politique monétaire et aussi lorsque le champ des manœuvres de la politique fiscale sera réduit.

Sur la base de l'expérience d'intégration réussie en Europe et en analysant les défis en termes d'intégration financière régionale qui se sont posés dans certaines régions du monde notamment l'ASEAN, il y a actuellement un consensus sur la mise en place des réformes visant une plus grande intégration financière régionale. Ces réformes doivent porter essentiellement sur les cinq volets suivants :

- le renforcement des marchés de capitaux de manière à canaliser l'épargne et à améliorer les services fournis aux investisseurs et le climat de l'investissement.
- la mise en place d'infrastructure financière régionale tels que l'interconnexion des systèmes de paiement et de compensation et la création d'agences de rating régionales, ce qui est de nature à faciliter et à sécuriser les transactions;
- la maîtrise des risques associés à une plus grande intégration. Une plus grande intégration régionale s'accompagne d'une augmentation de la volatilité des flux de capitaux et d'une vulnérabilité au risque de contagion. Il y a lieu de veiller à mettre en place le séquençage adéquat de la libéralisation des restrictions de change;

- l'élimination des entraves aux activités trans-frontières à travers notamment la levée graduelle des contrôles de change et des contraintes sur l'établissement et l'accès au marché;
- l'harmonisation des règles et des pratiques dans un cadre régional en allant vers les meilleures pratiques internationales, est de nature à renforcer la confiance des investisseurs et à améliorer la capacité des pays à s'engager de manière crédible vers une réglementation plus ouverte et stable. L'harmonisation devrait également décourager l'arbitrage réglementaire (regulatory arbitrage) et réduire les coûts de conformité des entreprises aux réglementations.

L'esprit de ces principes se retrouve dans le plan d'action adopté par les experts maghrébins en juillet 2007 dans le cadre de l'initiative du FMI visant le renforcement de l'intégration maghrébine (Tahari, 2007). A cet effet, les cinq pays de l'UMA sont en cours de formalisation d'un accord visant une plus grande intégration financière régionale.

Le tableau ci-dessous synthétise le plan d'action selon les cinq axes proposés:

Tableau 12 : Plan d'action pour une meilleure intégration financière de la région

Titre des actions	Description des mesures
<p>La facilitation du financement du commerce extérieur et des investissements</p>	<ul style="list-style-type: none"> - la mise en place et /ou l'élargissement des instruments de financement des flux commerciaux entre les pays de la région ; - la libéralisation à terme des crédits commerciaux au profit des opérateurs des pays de la région; - l'identification et la mise en oeuvre de mesures de nature à permettre les investissements intra-pays en valeurs mobilières des investisseurs institutionnels réglementés, tels que notamment les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et les OPCVM ;
<p>L'harmonisation des systèmes de paiement et des plateformes techniques</p>	<ul style="list-style-type: none"> - en rendant compatibles les systèmes de règlement ; - veiller à ce que les plates-formes techniques soient compatibles et conformes aux standards internationaux dans chacun des pays en matières de : <ul style="list-style-type: none"> ➤ systèmes de négociation des instruments financiers; ➤ systèmes de compensation ; ➤ systèmes de règlement/livraison.
<p>L'harmonisation des réglementations bancaires et financières et des cadres d'exercice de la supervision</p>	<p>le rapprochement entre les différentes autorités de contrôle des différents pays (Banques centrales, commissions bancaires et autorités des marchés des valeurs mobilières) à travers notamment la signature de conventions de coopération, d'assistance technique et d'échange d'informations.</p>
<p>Le renforcement de la coopération et de la concertation entre les institutions et entre les opérateurs du secteur bancaire et financier</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ en stimulant l'installation des banques, des établissements financiers, des sociétés de bourse et autres opérateurs maghrébins du secteur financier dans les différents pays ; ➤ en examinant les mesures permettant aux entreprises maghrébines d'être cotées sur les différentes bourses maghrébines notamment à travers des doubles cotations;
<p>La mise en place d'un portail unique relatif à la réglementation du secteur bancaire et financier dans les pays</p>	<p>L'information diffusée sur ce portail doit être exhaustive, fiable et à jour.</p>
<p>Autres actions</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Mise en place de rencontres périodiques (au moins une fois par an dans les différentes capitales) entre les responsables des politiques économiques en vue d'échanges d'expériences notamment sur les politiques macroéconomiques (politique monétaire, politique budgétaire ...); - Mise en place de mécanismes de coopération entre les banques centrales en vue d'échange d'informations sur les clients des banques des différents pays à des fins de relations commerciales;

III. Conclusions et recommandations

Aujourd'hui, il est largement admis que, même si la mobilité des capitaux peut rendre les flux des capitaux volatiles et peut faire fluctuer le PIB et engendrer des crises financières, le processus d'intégration financière entre les pays de la région offre la possibilité d'obtenir des points additionnels de croissance. Ce gain de croissance n'est pas automatique, il dépend du degré de développement des institutions mises en place, du timing poursuivi lors de l'ouverture du compte de capital, de l'état d'évolution du système financier et des politiques économiques poursuivies. Le processus d'ouverture du compte de capital présente en outre une occasion majeure en ce sens qu'il peut servir de déclencheur pour les réformes institutionnelles profondes, poussant les autorités de chaque pays à adopter une gestion saine et cohérente et à appliquer des réformes nécessaires pour surmonter les rigidités structurelles. L'intégration financière inter pays d'Afrique du Nord, devrait en principe s'accompagner d'une hausse des flux de capitaux dans chaque pays. Elle offre en effet des bénéfices importants en diminuant les risques et en augmentant les rendements du portefeuille des investisseurs. En effet, ne placer ses fonds que sur le marché national implique une sensibilité parfaite du portefeuille de l'investisseur à un choc affectant le pays considéré. En revanche, si l'investisseur place son épargne sur les marchés des autres pays de la région, un choc affectant un pays aura une incidence plus modérée sur son portefeuille. Ainsi, même lorsque les rendements sont identiques entre les pays de la région, le risque encouru est moins grand lorsque l'investisseur diversifie ses placements que lorsqu'il place ses capitaux sur le marché national. En outre, il existe une certaine complémentarité entre les pays de la région de telle façon que chaque pays tire profit d'une éventuelle intégration financière. Les entreprises des pays comme le Maroc, la Tunisie et l'Égypte ont un avantage comparatif dans la fourniture des services (services informatiques, Banques, assurances et services financiers, services d'audit, d'expertise comptable et de conseil en gestion, services d'études et d'ingénierie, services d'édition et de publicité, services du bâtiment et de la construction, services de santé et de tourisme etc.) aux autres pays de la région. Alors que les entrepreneurs des pays comme la Libye, la Mauritanie et l'Algérie peuvent diversifier leur portefeuille en investissant dans le secteur industriel et de tourisme dans le reste des pays de la région.

REFERENCES

- Aart Kraay, (1998), In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization, *The World Bank Group*, October 1998.
- Bailliu J., (2000), Private Capital Flows, Financial Development, and Economic Growth in Developing countries, *Bank of Canada Working Paper* 2000-15.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad (2001a), Does Financial Liberalization Spur Growth? *NBER Working Paper* No. 8245.
- Calvo Guillermo, Leonardo Leiderman, and Carmen Reinhart (1993), Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors, *Staff Papers, International Monetary Fund*, Vol. 40 (March), pp. 108–151.
- Dooley M. P., (1996), A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions, *International Monetary Fund Staff Papers* 639-687.
- Feldstein M. et Horioka C., (1980), Domestic Saving and International Capital Flows, *Economic Journal*.
- Chinn, Menzie and Hiro Ito (2002), Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence, *NBER Working Paper* N°8967.
- Dooley. Michael P., (1996), A Survey of Literature on Controls over International Capital Transactions, *International Monetary Fund Staff Papers*. 43(4):639-687.
- Eichengreen, Barry J. (2001), Capital Account Liberalization: What do Cross-Country Studies Tell Us? *University of California*.
- Eichengreen, Barry and Michael Mussa (1998), Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects *IMF Occasional Paper*.
- Eichengreen, Barry J., Michael Mussa, Giovanni Dell’Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie (1998), Capital Account Liberalization: Theoretical and Practical Aspects, *IMF Occasional Paper* No. 172
- Kaminsky et Schmukler (2002), Short-Run Pain, Long-Run Gain. The Effect of Financial Liberalization, *mimeo Banque Mondiale*. Juin 2002
- Maalel N et El Kadhi Z (2006), libéralisation des mouvements de capitaux, mésalignement du taux de change et croissance économique. Document de travail LMC
- Pierre Henry et Bénédicte de Saint-Laurent (2007), Les investissements directs étrangers dans la région MEDA en 2006, Notes et documents n° 23, ANIMA-MIPO, *Agence Française pour les investissements internationaux*.
- Rodrik Dani (1998), Who Needs Capital-Account Convertibility? *Essays in International Finance*, No. 207 (Princeton: Princeton University).
- Rodriguez Francisco and Dani Rodrik (2002), Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic’s Guide to the Cross-National Evidence, in *NBER Macroeconomics Annual 2000*, ed. by Ben S. Bernanke and Kenneth Rogoff (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press).
- Sachs Jeffrey D. and Andrew Warner (1995), Economic Reform and the Process of Global Integration, *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 1-118.

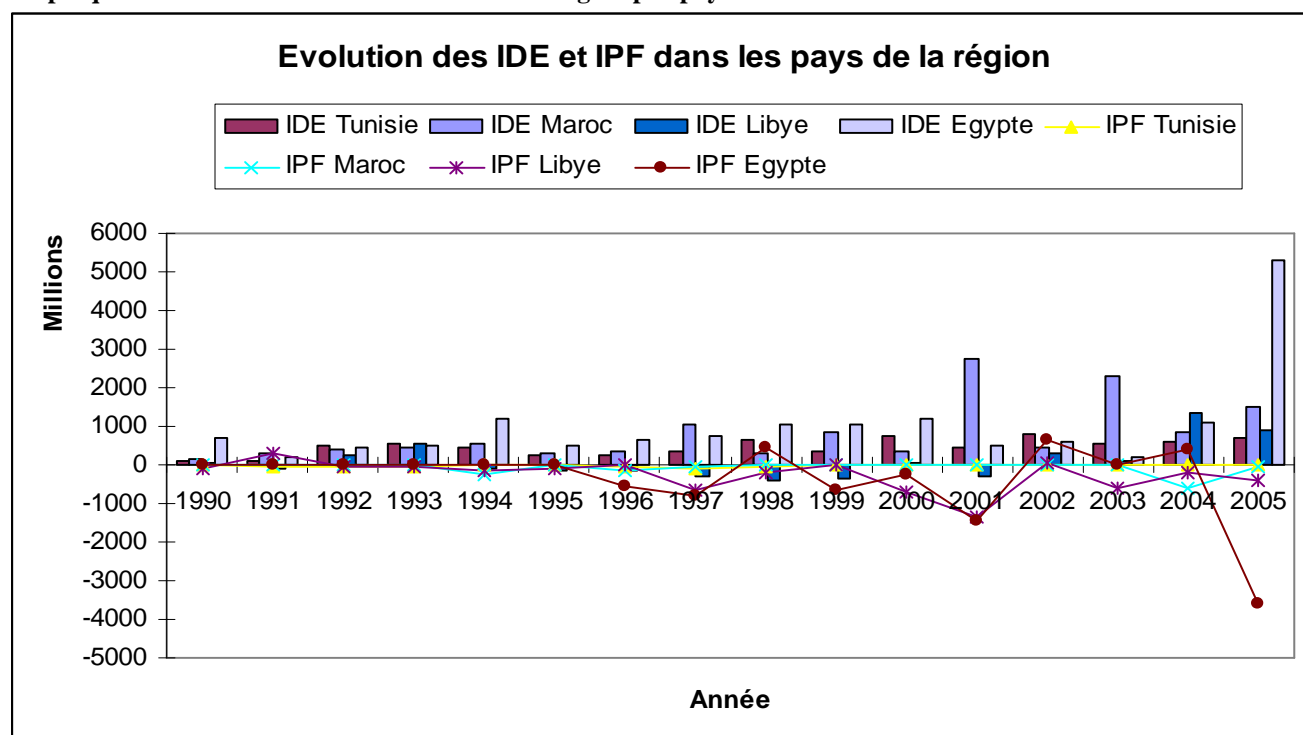
Annexe

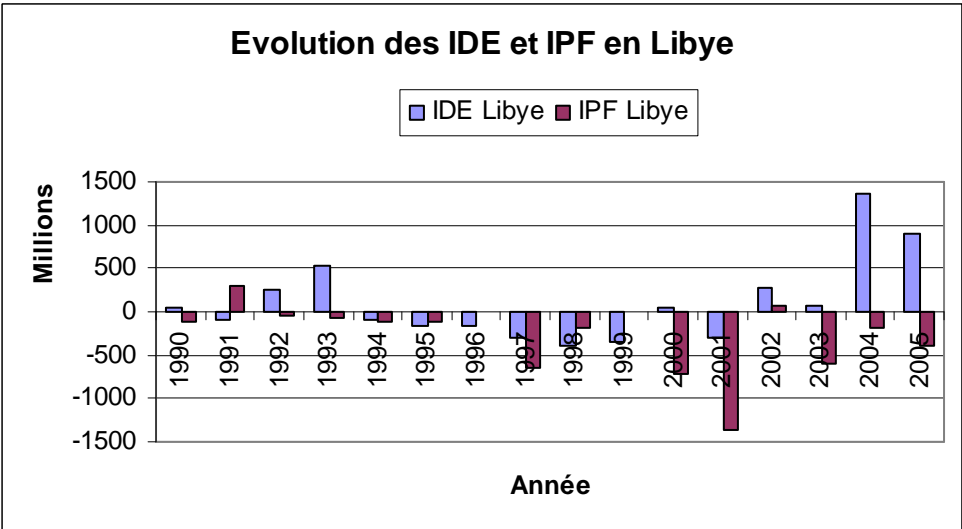
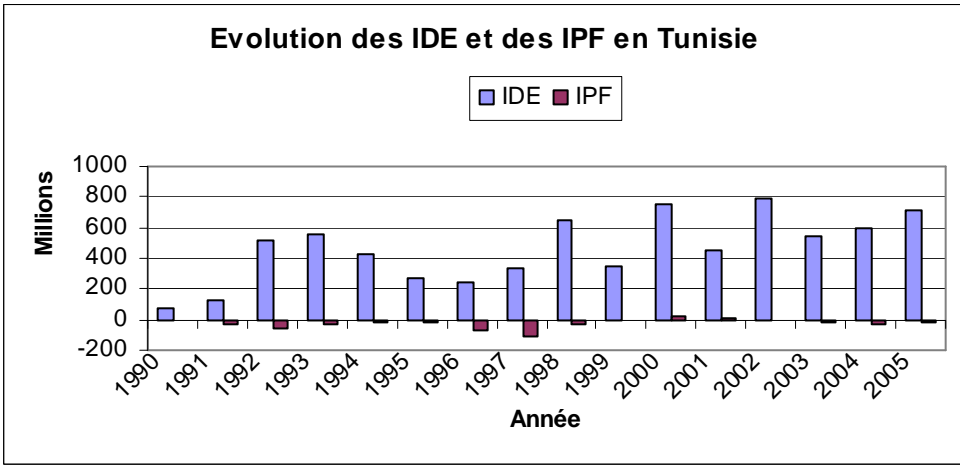
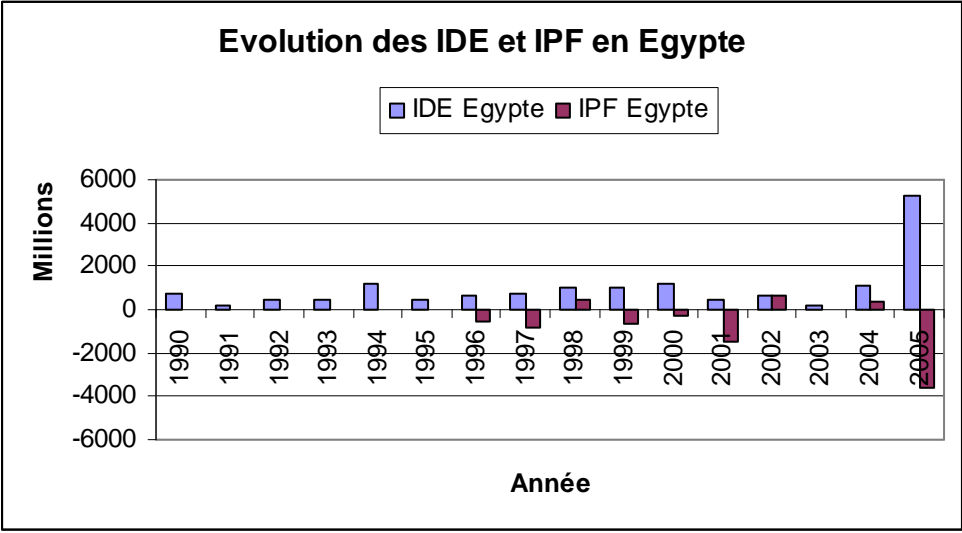
Tableau 1. Structure des flux d'investissements étrangers dans les pays de la région en millions de \$

	Tunisie		Maroc		Libye		Egypte	
	IDE	IPF	IDE	IPF	IDE	IPF	IDE	IPF
1990	77,41	-4,5	165	0	53	-110	722	15
2000	750,72	20	368	-18	43	-71	1180	-270
2001	456,65	15	2730	6,9	-310	-140	4,98	-150
2002	790,58	-6	452	7,6	281	72	619	666
2003	539,40	-14	2300	-7,9	79	-610	217	-7,5
2004	591,74	-24	862	-600	1360	-190	1090	409
2005	712,94	-12	1527	-62	910	-390	5280	-3600

Source: WDI

Graphiques: L'évolution des IDE et IPF dans la région par pays





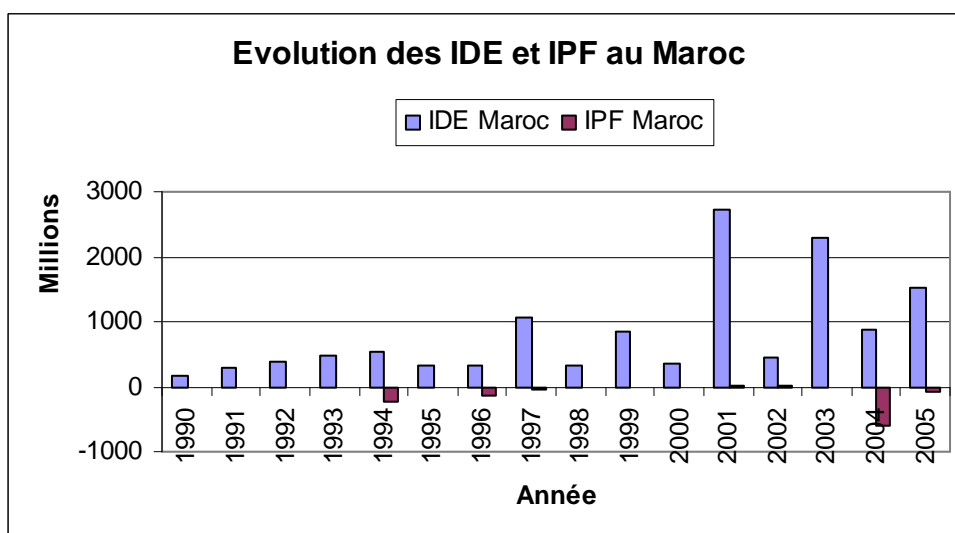


Tableau 2. Part des flux d'IDE entrants en pourcentage du PIB pour les pays de la région

	1980	1990	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Algérie	0,82	0	0,79	2,00	1,8	0,93	1,0	1,0
Egypte	2,2	1,7	1,2	0,5	0,7	0,3	2,5	5,3
Libye	-3,0	0,5	0,4	-0,46	0,75	0,6	-1,2	0,7
Maroc	0,47	0,6	1,4	8,4	1,4	1,6	2,6	2,9
Mauritanie	3,2	0,6	4,3	9,5	12	18	0,3	6,8
Tunisie	2,8	0,72	0,4	2,4	3,9	2,3	2,2	2,6
Soudan	0,10	-0,19	3,3	4,4	4,8	8,3	7,9	9,3

Source : CNUCED, WIR

Tableau 3 : Statistiques par nationalité et par secteur des entreprises à participation arabe (situation en décembre 2006)

Pays	Nombre d'entreprises					Investissements réalisés (en Millions de Dinars)					Emplois créés				
	Industrie	Service	Agriculture	Tourisme	Total	Industrie	Service	Agriculture	Tourisme	Total	Industrie	Service	Agriculture	Tourisme	Total
Arabie saoudite	15	1	5	18	39	109,873	0,595	11,891	223,891	345,833	3985	6	116	2903	7010
Koweït	2	2	0	18	22	3,387	478,794	0	342,039	824,220	525	816	0	3986	5327
Libye	38	3		5	46	110,630	0,419		87,638	198,687	3637	20		746	4403
Algérie	30	3	4	1	38	12,637	0,128	0,698	20,140	33,603	1389	9	30	200	1628
Maroc	19	1			20	14,966	0,049			15,015	987	20			1007
Egypte	3	2			5	1,825	243,274			245,099	235	205			440
E.A.U	2	1	3	5	11	2,163	3088,031	6,653	16,731	3113,578	557	8000	147	1294	9998
Jordanie	8	1			9	28,221	0,039			28,260	507	2			509
Liban	10	1		1	12	1,642	0,015		1,152	2,809	559	5		120	684
Qatar	0		1		1	0		0,068		0,068	0		14		14
Syrie	10	1			11	1,530	0,010			1,540	280	2			282
Irak	9	3			12	8,538	0,010			8,548	687	7			694
Bahreïn		1			1		0,293			0,293		5			5

*il s'agit d'entreprises dans lesquelles participent les ressortissants d'une nationalité donnée. Les entreprises sont comptées autant de fois qu'il y a de nationalité.

Source: FIPA