



**NATIONS UNIES
COMMISSION ECONOMIQUE POUR L'AFRIQUE**

Distr.: GENERALE

CEA-AN/AH/MC/08/1/MA
Janvier 2008

Original: FRANÇAIS

Bureau de la CEA pour l'Afrique du nord

Réunion ad hoc d'experts sur
la mobilité des capitaux en Afrique du nord

Casablanca (Maroc)
17-19 janvier 2008

**ETUDE NATIONALE DU MAROC SUR
LA MOBILITE DU CAPITAL AU NIVEAU REGIONAL**

TABLE DES MATIERES

I – Analyse descriptive des flux de capitaux entre le Maroc et les autres pays de l'Afrique du nord	2
A- Les flux de capitaux de la région vers le Maroc	2
B- Flux de capitaux du Maroc vers la région de l'Afrique du nord	4
II – Exploration des facteurs expliquant la faiblesse des flux des capitaux entre le Maroc et la région de l'Afrique du nord	9
A- Réglementation des changes encore restrictive	9
B- Climat d'investissement	13
C - Ouverture sur les investissements étrangers	17
III – Expériences d'intégration financière régionale et enseignements pour l'Afrique du nord	19
Références	26

Etude nationale du Maroc sur la mobilité du capital au niveau régional

Par Younes Zouhar

Le Maroc connaît, depuis quelques années, un afflux important des investissements étrangers. En 2005, le Maroc s'est classé premier pays hôte d'IDE au Maghreb et quatrième en Afrique, avec un flux brut de près de 3 milliards de dollars. Force est de constater, toutefois, que les investissements provenant des pays de l'Afrique du Nord restent marginaux. D'un autre côté, et en dépit des restrictions de change sur le compte de capital au Maroc, les investissements marocains vers la région ont connu ces dernières années une augmentation importante et représentent plus de 20% des investissements marocains à l'étranger.

Dans cette étude, il est proposé d'analyser les déterminants des flux de capitaux entre le Maroc et les autres pays de l'Afrique du Nord. Nous commencerons, dans une première section, par une analyse descriptive de ces flux. On exploitera à cet effet les statistiques établies par l'Office des changes et le Conseil déontologique des valeurs mobilières.

Nous nous pencherons, dans une seconde section sur les facteurs expliquant la faiblesse des flux de capitaux entre le Maroc et les autres pays de l'Afrique du nord. Il est clair que l'un des facteurs affectant le volume des investissements au Maroc provenant des autres pays de l'Afrique du Nord a trait à l'existence d'importantes restrictions de change. En conséquence, nous procéderons à l'analyse à ce niveau du degré des restrictions de change dans les autres pays d'Afrique du nord en se référant au rapport annuel du FMI sur les restrictions de changes.

Toutefois, la levée des restrictions ne saurait à elle seule garantir une augmentation des flux de capitaux entre le Maroc et les pays de la région. La décision d'investir étant plus complexe et dépend d'un certain nombre de facteurs dont en particulier la taille du marché et le climat d'investissement dans le pays hôte. Dans ce sens, l'attractivité du Maroc mais également des autres pays de la région sera analysée dans la troisième section à la lumière des rapports *Doing business* de la banque mondiale. Nous évoquerons également le développement des marchés de capitaux et l'élargissement qui s'ensuit des opportunités d'investissement.

L'intégration financière régionale est une problématique qui fait l'objet d'intenses consultations au niveau des acteurs régionaux qui ont présent à l'esprit le modèle d'intégration réussie en Europe à la fois sur le plan commercial et financier. Force est de constater que si des groupements régionaux comme l'ASEAN et le CAFTA ont renforcé leur intégration commerciale, ils sont loin toutefois d'avoir significativement réussi leur intégration financière au niveau régional.

Une synthèse des initiatives prises au niveau de ces différents groupements régionaux sera présentée. En général, il y a un consensus sur l'importance de la consolidation de la solidité du secteur financier et l'harmonisation des réglementations et des procédures ainsi qu'un niveau minimum de coordination des politiques économiques en tant facteurs favorisant l'intégration financière. Il se dégage également que l'existence de disparités en termes de développements économique et financier entre les pays d'un groupement économique donné pousse à la signature de conventions bilatérales entre les pays les plus avancées au sein dudit groupement.

Dans le cas de l'Afrique du Nord, presque tous les pays ont entrepris une revue de leur secteur financier dans le cadre du programme FSAP piloté par le FMI et la Banque mondiale. Ces pays sont ainsi dans l'ensemble engagés dans la mise en œuvre de recommandations issues du FSAP. Il reste néanmoins vrai qu'il existe des disparités importantes en termes de développement du secteur financier et du cadre de supervision bancaire entre les pays de l'Afrique du nord. Le Maroc, la Tunisie et l'Egypte sont à un stade relativement avancé et similaire de développement de leur secteur financier. Ces trois pays ont à ce titre les marchés boursiers les plus développés de la région. On peut envisager en conséquence des initiatives entre ces pays qui visent l'adaptation des infrastructures techniques (interconnexion), la double cotation (cross-listing)...

Il est proposé d'examiner à ce niveau le plan d'action pour l'intégration financière adopté récemment par les experts des autorités monétaires et de supervision des pays du Maghreb dans le cadre de l'initiative du FMI pour l'intégration régionale. Ce plan ayant été élaboré après moult discussions entre les responsables maghrébins, peut constituer une plate-forme minimale pour les mesures au niveau de la région de l'Afrique du Nord.

I – Analyse descriptive des flux de capitaux entre le Maroc et les autres pays de l'Afrique du Nord

A - Les flux de capitaux de la région vers le Maroc

Au cours de la période 2002-06, les **investissements directs étrangers au Maroc provenant des pays de la région Afrique du nord** se sont situés en moyenne autour de 100 Millions de dirhams par an, soit 0,5% du total des IDE au Maroc. Comme le montre le tableau ci-après, ces IDE ne dégagent pas une tendance régulière et ont connu plutôt une évolution assez erratique, atteignant un pic en 2003 avec 179 millions de dirhams et son niveau le plus bas en 2005 avec 43 millions de dirhams.

Investissements Directs Etrangers au Maroc provenant des pays de l'Afrique du Nord

<i>Millions de dirhams</i>	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Tunisie	3	70	52	152	5	28	36
Egypte	1	11	1	0	13	10	85
Libye	3	6		26	24	4	-
Algérie	20	75	23	1	25	1	-
Total Afrique du nord	27	162	76	179	66	43	121
Part dans le total des IDE au Maroc	0,5%	0,5%	1,3%	0,8%	0,7%	0,2%	0,5%
<i>Pour mémoire:</i>							
Investissements directs étrangers	4 998	32 486	5 876	23 257	9 485	26 193	25 482

Source: Balance des paiements, Office des changes

Sur les six pays de la région, et sur la base des données de l'Office des changes, la Mauritanie et le Soudan n'ont pas procédé à des investissements d'un ordre significatif au Maroc au cours de la période 2000-06. La Tunisie a été le premier investisseur de la région dans le Maroc avec un volume d'investissements directs de 273,3 millions de dirhams au cours de la période 2002-06, soit 56,3% des IDE au Maroc provenant des pays de la région.

L'Egypte vient en second lieu avec 108,8 millions de dirhams, soit 22,4% du total. Enfin, la Libye et l'Algérie viennent en dernière place avec environ 50 millions de

dirhams chacun, soit près de 11% du total des IDE au Maroc provenant de la région. Les investissements de ces deux pays au Maroc, en plus d'être faibles, sont marqués par une forte discontinuité, comme l'illustre leur modicité en 2005 et leur absence en 2006.

Un examen détaillé des opérations d'investissement (une à une) fait ressortir qu'en général ces investissements sont le fait de quelques entreprises essentiellement des PME-PMI, avec des montants de transaction individuelles variant entre 13 et 52 millions de dirhams.

Les investissements tunisiens sont orientés principalement vers le secteur des services financiers liés au partenariat maroco-tunisien dans une société financière de la place spécialisée dans le capital investissement, et vers la branche des pneumatiques liés dans ce cas également à une joint-venture entre un producteur tunisien de pneumatiques (Pneu amine) et une société marocaine de distribution.

Jusqu'en 2005, bien que stables, les investissements égyptiens n'étaient pas importants se situant autour de 10 millions de dirhams par an. En 2006, ces investissements vont être multipliés par 8 pour atteindre 85 millions de dirhams investis presque totalement par deux opérateurs égyptiens dans le secteur immobilier.

Le stock des investissements de portefeuilles dans le Maroc provenant des pays de la région est estimé à fin 2006 autour de 1603 millions de dirhams. Ce chiffre recouvre presque totalement la participation stratégique de l'organisme financier Lafico dans le holding ONA pour 1600 millions de dirhams, soit 6% du capital de l'ONA. La Libye représente ainsi près de 7% du stock des investissements étrangers en actions cotées dans la bourse de casablancais au titre des investissements de portefeuille.

Le reste des investissements de portefeuille, soit 3 millions de dirhams représente les placements de personnes physiques algériennes (1588 millions DH) et libyennes (1147 millions DH) dans les titres d'OPCVM¹. Malgré leur faiblesse, ces investissements représentent 2,6% du total des investissements étrangers en titres OPCVM.

Enfin, les flux de capitaux de la région entrant au Maroc sous forme de **prêts privés** ne sont observés que depuis 2003 et se limitent à de très faibles montants.

Prêts privés étrangers au Maroc

Millions de dirhams	2 000	2 001	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006
Tunisie	-	-	-	-	1,3	0,1	9,4
Egypte	-	1,0	-	-	2,2	62,5	-
Libye	-	-	-	-	0,7	-	-
Algérie	-	-	-	-	-	2,6	-
Total Afrique du nord	-	1,0	-	-	4,2	65,2	9,4
Part dans le total des prêts privés étrangers	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	3,1%	0,2%
<i>Pour mémoire:</i>							
Prêts privés étrangers	7 649	782	935	643	6 201	2 132	3 805

Source: Balance des paiements, Office des changes

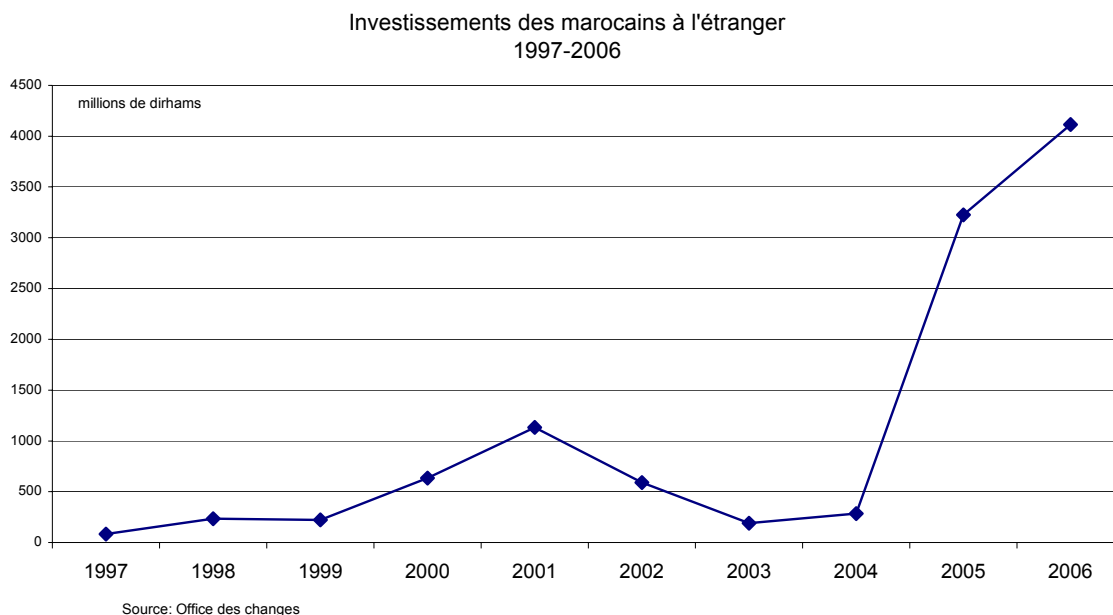
Les capitaux de la région Afrique du Nord entrant au Maroc consistent, en général, en quelques opérations de faibles montants et impliquent les PME. Ceci traduit le faible courant d'affaires de la région vers le Maroc. Hormis le cas de la participation d'un

¹ Source : CDVM, www.cdvm.gov.ma

holding libyen dans le capital de l'ONA, il n'y a pas de participation stratégique des entreprises de la région dans les entreprises marocaines.

B- Flux de capitaux du Maroc vers la région de l'Afrique du nord

Jusqu'à récemment, la réglementation des changes au Maroc était très restrictive quant à la détention d'actifs étrangers par les résidents. Un investissement à l'étranger pouvait à l'occasion bénéficier d'une dérogation à condition qu'il soit démontré qu'il a un impact favorable direct sur les exportations. Tout naturellement, les flux de capitaux sortant du Maroc n'étaient pas significatifs (voir graphique ci-après).



L'amélioration de position extérieure du Maroc et la forte consolidation des réserves de changes à partir de 2001, a permis une certaine souplesse dans l'octroi de la dérogation par les autorités. Et à ce titre quelques opérations importantes d'investissement à l'étranger vont être autorisées ce qui va permettre de porter le stock des investissements directs des marocains à l'étranger à 4000 millions de dirhams.

Jusqu'en 2000, **le stock des investissements directs marocains dans la région de l'Afrique du nord** n'était pas important et représentait à peine une vingtaine de millions de dirhams, soit 0,5% du total stock des investissements directs à l'étranger.

A partir de 2001, on commence à observer un intérêt particulier des grandes entreprises marocaines pour la réalisation d'investissements dans les pays de la région, ce qui se va traduire par une hausse significative des investissements marocains dans cette région. Ainsi, en avril 2001, l'opérateur historique Maroc Telecom leader marocain dans le secteur de télécommunications va acquérir pour environ 420 millions de dirhams², 54% de la compagnie de téléphonie mauritanienne Mauritel.

² Source : Maroc Telecom - document de référence 2004, www.iam.ma

En 2005, la société marocaine Ciments du Maroc (CIMAR) a pris une participation de 13,4%³ dans le capital de la compagnie égyptienne Suez Cement Company qui détient 30% des parts de marché du ciment gris en Egypte, et ce pour 1220 millions de dirhams. CIMAR détient également 15% du capital de la société mauritanienne CINOR spécialisée dans la production des matériaux de construction notamment le ciment.

La même année, la banque marocaine Attijariwafabank, en consortium avec Grupo Santander, acquiert 53,54%⁴ du capital de la Banque du Sud, devenue depuis Attijari bank Tunisie pour environ 500 millions de dirhams.

Ces opérations traduisent un intérêt accru des grandes entreprises marocaines au développement de leurs courants d'affaires avec l'Afrique du Nord mais également avec l'Afrique subsaharienne. En effet, les acquisitions à l'étranger faites par les entreprises marocaines ne se sont pas limitées aux pays de la région Afrique du Nord mais ont concerné également les pays de l'Afrique subsaharienne. C'est le cas de la compagnie de télécommunications Maroc Telecom qui a acquis en 2006 51% du capital de la compagnie burkinabé de télécommunication et, 51% du capital de Gabon Telecom. En Mars 2007, La BMCE a pris une participation de 35% dans le capital d'FH/Bank of Africa.

Depuis quelques années, les grands entreprises marocaines ont inscrit de manière explicite le développement au niveau de l'Afrique du Nord et de l'Afrique subsaharienne au cœur de leur stratégie de développement à travers l'assignation d'objectifs d'implantation et de création de joint venture et de partenariat au niveau de la région (à titre d'illustration voir rapports annuels de la compagnie de transport aérien la RAM, MarocTelecom, BMCE et AttijariWafabank). Toutefois, on note l'inexistence, selon les données de l'office des changes, d'investissements marocains au Soudan.

Plusieurs facteurs concourent à expliquer l'engouement des entreprises marocaines pour la région:

- l'aisance au niveau des trésoreries que connaissent ces dernières années les entreprises marocaines notamment les banques et la recherche de nouveaux relais de croissance dans la région subsaharienne qui présente un fort potentiel de développement des services bancaires vu le faible taux de bancarisation actuel dans cette région;
- la réduction des marges de croissance au niveau du marché local dans certains secteurs en raison notamment de la forte concurrence et de la saturation du marché. C'est le cas de Maroc Telecom qui se trouve dans la phase de maturation et fait face à une rude compétition sur le marché domestique des télécommunications totalement libéralisé.
- la prise de participation de CIMAR dans une cimenterie égyptienne pourrait être l'exemple d'un investissement qui vise à permettre l'accès au marché égyptien en contournant les droits de douane élevés⁵ appliqués par l'Egypte sur le ciment importé. C'est le cas également de la société agroalimentaire LESIEUR dont

³ Source : Rapport annuel de CIMAR pour 2005, www.cimentsdumaroc.com

⁴ Source : Rapport annuel d'Attijariwafabank pour 2006, www.attijariwafabak.com

⁵ Le rapport FEMISE (2005) constatait que l'existence d'accords régionaux et bilatéraux entre les pays de l'Afrique du Nord ne s'est pas traduit par une baisse significative des tarifs en avançant deux raisons potentiels (i) la fait que l'accord d'Agadir ne soit entré en vigueur que récemment et (ii) le degré d'application de ces accords a été limité notamment à cause de la persistance des barrières non tarifaires.

l'investissement stratégique (34% du capital) dans une entreprise tunisienne de raffinage d'huile lui permettra d'accéder au marché fermé des huiles en Tunisie⁶.

- La forte dépréciation des monnaies de certains pays de la région est également un facteur à prendre en considération dans l'explication des acquisitions faites par les entreprises marocaines dans la région. Entre 2000 et 2006, la livre égyptienne, l'ouguiya mauritanienne et le dinar tunisien se sont dépréciés de 100 %, 36% et 17% respectivement par rapport au dirham marocain (voir tableau ci-après). Ces dépréciations ont rendu les actifs dans ces pays plus attrayants et moins chers encourageant de ce fait les opérations de fusion-acquisition (Mody et Negishi, 2001).

Evolution du taux de change des monnaies des pays de l'Afrique du Nord par rapport au dirham

	2000	2006	Variation*
Livre égyptienne/DH	0,33	0,65	99,5%
Dinar algérien/DH	7,08	8,26	16,6%
Dinar libyen/DH	0,05	0,15	209,8%
Dinar tunisien/DH	0,13	0,15	17,3%
Dinar soudanais/DH	24,20	24,69	2,0%
Ouguiya mauritanienne/DH	22,49	30,47	35,5%

* un signe + correspond à une dépréciation de la monnaie par rapport au dirham
 Source : International Financial Statistics, FMI

Une des caractéristiques des investissements marocains dans la région est le fait que ce ne sont pas des investissements greenfield mais consistent principalement en des prises de participations dans des entreprises déjà établies et qui ont une part significative du marché domestique (c'est le cas de Mauritel qui détenait 70% de marché de téléphonie en Mauritanie au moment de rachat de 51% de son capital par Maroc Telecom et de la cimenterie égyptienne SUEZ qui détenait 30% de part de marché en Egypte lors de l'entrée de CIMAR dans son capital).

Du fait de ces différentes opérations, le stock des investissements marocains dans la région Afrique du Nord a atteint 2100 millions dirhams à fin 2006, soit près de 20% du total des investissements marocains à l'étranger. Le stock des investissements directs marocains dans le reste du continent africain avoisine 3200 millions de dirhams à fin 2006.

⁶ Source : www.leconomiste.com

Stock des investissements directs marocains à l'étranger

Millions de dirhams	2 002	2 003	2 004	2 005
Tunisie	6	7	8	7
Egypte		7	0	1 222
Libye	-	-	-	-
Algérie	0	9	10	3
Mauritanie	462	403	407	355
Afrique du Nord	468	426	425	1 587
Sénégal	101	110	132	130
Guinée	85	89	91	88
Mali	66	69	71	69
Gabon	96	85	26	25
Rep Centre Afrique	23	24	24	23
Côte d'Ivoire	9	11	8	2
Autres Afrique	380	386	351	337
<i>Pour mémoire:</i>				
Afrique	848	813	776	1 924
Tous pays	4 608	4 902	5 551	6 561

Source: Rapports annuels sur la position extérieure globale, Office des changes

Du point de vue de la structure des investissements étrangers entrant, le Maroc est faiblement intégré à sa région avec la part de celle-ci dans les IDE atteignant à peine 0,5%. Le constat est toutefois autre quant examine la structure des investissements directs marocains à l'étranger qui fait ressortir que près d'un quart de ces investissements sont effectués dans les pays de la région Afrique du Nord.

Les flux d'investissements de portefeuille du Maroc vers la région ne sont pas significatifs. Leur stock s'est chiffré à fin 2005 à 23,5 millions de dirhams localisés en Tunisie (13,9 millions de dirhams) et en Mauritanie (9,6 millions de dirhams). Leur part dans le stock des investissements de portefeuilles du Maroc à l'étranger s'établit à 2%. Comme nous le verrons plus tard, la faiblesse de ces investissements reflète à la fois les restrictions imposées aux résidents en termes d'investissement à l'étranger, et le faible développement de marchés boursiers dans la plupart des pays de la région.

Stock des investissements de portefeuille marocains à l'étranger				
Millions de dirhams				
	2002	2003	2004	2005
Tunisie	-	-	-	-
Egypte	26,8	27,6	27,9	13,9
Libye	-	-	-	-
Algérie	-	-	-	-
Mauritanie	10,6	9,2	8,9	9,6
Afrique du Nord	37,4	36,8	36,8	23,5
Sénégal	-	-	-	-
Guinée	2,5	2,5	0,8	12,5
Mali	4,5	4,6	10	4,6
Gabon	-	-	-	-
Rep CAF	-	-	1,7	1,6
Côte d'Ivoire		2,5	0	11,6
Nigeria	2,4	2,1	7,5	31,7
Kenya	3	3,3	2,5	2,8
Autres Afrique	12,4	15	22,5	64,8
<i>Pour mémoire:</i>				
Afrique	37,4	51,8	59,3	88,3
Tous pays	863,5	1018	1283,6	1219,3

Source: Rapports annuels sur la position extérieure globale, Office des changes

Au niveau des crédits commerciaux, l'exportateur marocain a la possibilité d'accorder une facilité de paiements à son client étranger jusqu'à 150 jours. En général, les exportateurs souscrivent dans ce cas une assurance crédit auprès de la société marocaine d'assurance à l'exportation (SMAEX) qui a le quasi-monopole en matière d'assurance crédit à l'export.

Le tableau suivant rapporte les engagements de la SMAEX au titre de l'assurance crédit pour le risque commercial sur les pays de l'Afrique du nord. Ces engagements correspondent en principe aux montants des crédits commerciaux accordés par l'exportateur marocain à son client.

Les crédits commerciaux sont estimés à 88 millions de dirhams en 2006, soit un niveau faible qui représente à peine 5% de l'ensemble des crédits commerciaux accordés par les exportateurs marocains. Ces chiffres sont cohérents avec la faiblesse des exportations marocaines aux pays de la région.

Engagements de la SMAEX – Assurance crédit, risque commercial

millions de dirhams	2 005	2 006
Egypte	26	37
Tunisie	20	17
Algérie	8	15
Mauritanie	11	8
Soudan	-	-
Libye	4	11
Afrique du Nord	69	88
Afrique	187	250
Tous pays	1 326	1 730

Source: Rapport annuel de la SMAEX pour 2006.

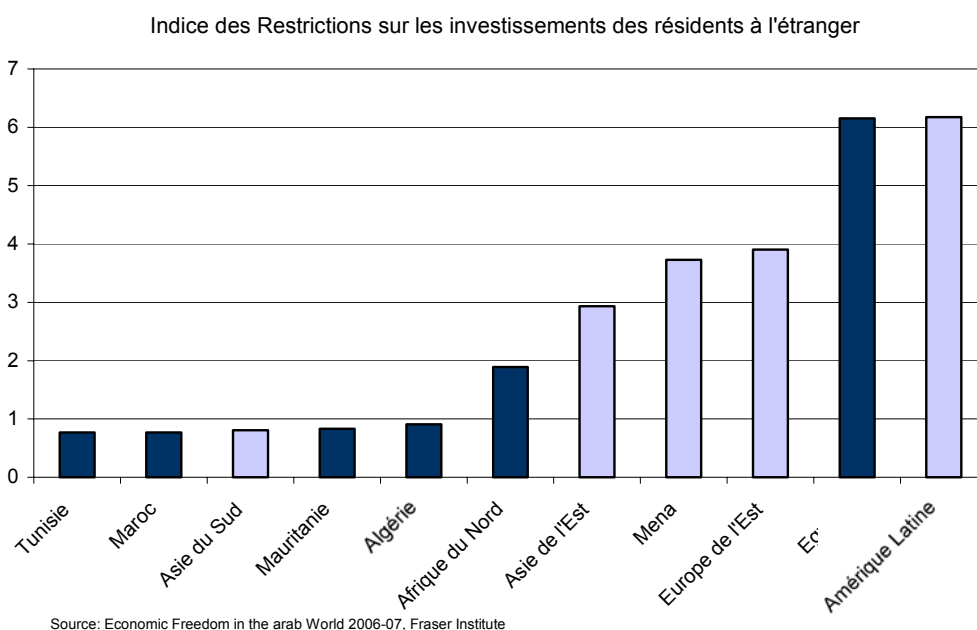
En résumé, Les investissements marocains dans la région de l'Afrique du Nord ont connu, ces dernières années, une hausse importante. Ces investissements sont entrepris par de grandes groupes marocains dans le cadre de partenariats stratégiques avec les entreprises de la région, implique des montants d'investissement importants par opération.

II – Exploration des facteurs expliquant la faiblesse des flux des capitaux entre le Maroc et la région de l'Afrique du Nord.

L'examen de causes du faible niveau des flux de capitaux sous toutes ses formes: investissements directs, investissements de portefeuille et prêts, entre le Maroc et les autres pays de la région renvoie à deux dimensions: l'évaluation des restrictions de change (en termes de possibilité pour le secteur privé d'investir à l'étranger et de s'endetter auprès du reste du monde) qui s'appliquent encore fortement dans la plupart des pays de la région et l'analyse de degré de l'ouverture et de l'attractivité de chacun de ces pays vis-à-vis l'investissement étranger.

A – Réglementation des changes encore restrictive

Il est clair que l'un des facteurs affectant le volume des investissements entre le Maroc et les autres pays de l'Afrique du Nord a trait à l'existence d'importantes restrictions de change. Le graphique ci-après présente un indice mesurant le degré des restrictions appliqués aux résidents en termes d'accès aux devises et d'investissement à l'étranger de change dans les autres pays d'Afrique du nord en se référant principalement au rapport préparé par le FMI chaque année sur les restrictions de changes parmi ses pays membres (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, AREAER).



Il ressort que l'Afrique du Nord est parmi les groupements régionaux les plus restrictifs au monde sur le plan de la possibilité donnée aux résidents d'investir à l'étranger.

Hormis l'Egypte qui a libéralisé les sorties des capitaux, tous les autres pays continuent d'appliquer des restrictions très importantes sur la possibilité des résidents de détenir des actifs à l'étranger.

Au Maroc, et jusqu'à récemment seules les banques avaient la possibilité de faire des placements à l'étranger dans des titres triple A avec une durée ne dépassant pas une année. En Tunisie, seules les entreprises exportatrices ont la possibilité, pour le soutien de leurs activités exportatrices, de financer des bureaux de liaison et des filiales à l'étranger jusqu'à 200 milles dinars tunisiens, et ce en fonction de leurs chiffres d'affaires à l'exportation. De plus, il existe des limites sur les emprunts que peuvent contracter les entreprises tunisiennes: jusqu'à 10 millions de dinars pour les institutions financières et 3 millions de dinars pour les autres entreprises.

Le tableau ci-après présente la structure des avoirs à l'étranger de certains pays de la région ainsi que deux pays comparateurs: le Chili et les Philippines. Ces données sont rapportées dans la position extérieure globale, qui est un état statistique qui recense le stock des avoirs en devise des résidents et leurs engagements vis-à-vis du reste du monde.

Structure des actifs à l'étranger					
	Egypte (2004)	Maroc (2005)	Tunisie (2005)	Chili (2005)	Philippines (2005)
Millions US\$					
Investissements directs à l'étranger	875	709	53	21286	2001
Investissements de portefeuilles à l'étranger	782	132	54	37027	5275
Autres actifs à l'étranger	69	1335	100	14939	15048
Réserves officielles de change	15453	18689	4436	16963	18494
Total	17179	20866	4644	90215	40818

Structure					
	Egypte	Maroc	Tunisie	Chili	Philippines
Investissements directs à l'étranger	5%	3%	1%	24%	5%
Investissements de portefeuilles à l'étranger	5%	1%	1%	41%	13%
Autres actifs à l'étranger	0%	6%	2%	17%	37%
Réserves officielles de change	90%	90%	96%	19%	45%
Total	100%	100%	100%	100%	100%

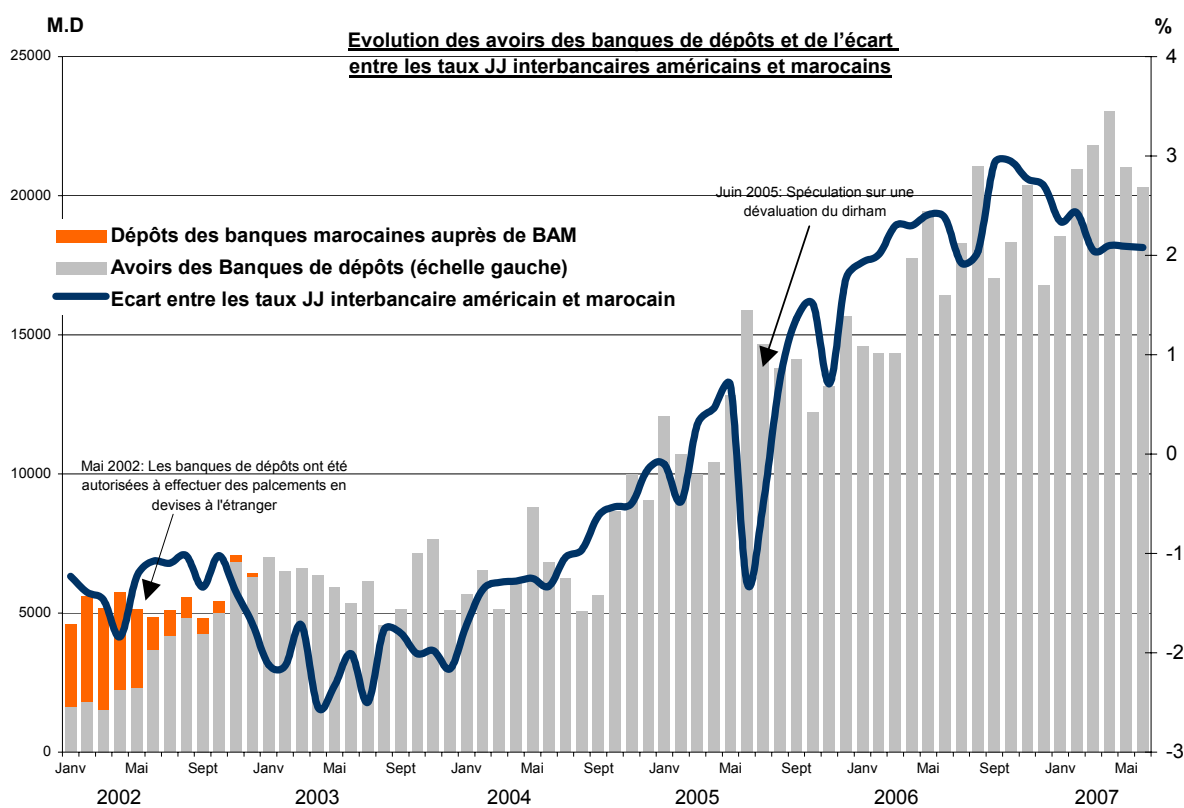
Source : International Investment Position, FMI, <http://dsbb.imf.org/Applications/web/sddscountrylist/>

La configuration de position extérieure globale du Maroc et de la Tunisie illustre clairement le degré élevé des restrictions imposées aux résidents dans ce pays. Dans ce sens, on observe que:

- les avoirs en devises dans ces deux pays sont constitués principalement des réserves de changes détenues par les banques centrales, qui détiennent de facto un monopole en matière de centralisation des devises;
- les investissements des résidents de ces pays à l'étranger restent faibles et représentent 2% des avoirs en devises dans la cas de la Tunisie et 4% dans le cas du Maroc. Cette part est plus importante en Egypte (10%), au Chili (65%) et aux Philippines (18%).

Le Maroc a connu depuis 2001 un afflux important des devises liés aux IDE et aux transferts des immigrés. Ces entrées ont contribué pour 50% dans l'accroissement de plus de 10% par an de la masse monétaire, induisant une situation de persistance surliquidité. Il s'est posé dès lors le problème de la gestion des effets potentiels indésirables de l'afflux massif de capitaux notamment en termes de risque de surchauffe (booms boursier et immobilier) et d'augmentation excessive de la consommation au détriment de l'investissement. La levée des restrictions sur les sorties de capitaux est l'une des réponses que peut apporter un pays qui fait face à un afflux massif de devises⁷.

Au Maroc, les banques ont été les premières à être autorisées, à partir de mai 2002, à effectuer, à l'étranger, des placements à condition qu'ils soient bancaires ou sous forme de titres souverains notés triple AAA émis par un pays membre de l'OCDE et ayant une durée de moins d'une année. Le graphique ci-après présente l'évolution des avoirs à l'étranger des banques marocaines, au cours de la période Janvier 2002-Juin 2007. L'analyse de ce graphique permet de souligner l'importance des différentiels des taux d'intérêt en tant que facteur déterminant des mouvements de capitaux.



En effet, au cours de la période juin 2002-février 2005, les taux de rendement des placements en dirham étaient largement plus élevés que ceux en dollar comme le montre le différentiel des taux JJ interbancaires qui atteignait en moyenne 1,4% en

⁷ Voir annexe I, pour un aperçu des instruments de la politique monétaire utilisés par la banque centrale. Pour une analyse de la relation entre la politique monétaire et la libéralisation financière au Maroc, se référer à la communication de Zouhar et Kacemi à la conférence de l'Economic Research Forum au Kuwait en 2006, www.erf.org.eg

faveur du dirham. Dans ce contexte, la moyenne des avoirs extérieurs nets détenus par les banques de dépôts se situait à environ 6,6 Milliards de dirhams. A partir du début de l'année 2005, les taux d'intérêt sur les placements en dollar ont connu une augmentation soutenue suite à un resserrement de la politique monétaire par la FED alors que ceux en dirham ont poursuivi leur baisse. Dans ces conditions le différentiel des taux d'intérêt est devenu en faveur du dollar avec un gap atteignant en moyenne 2,1% depuis septembre 2005.

Parallèlement à ces évolutions, le niveau des avoirs extérieurs détenu par ces banques allait rapidement augmenter pour atteindre en moyenne 16,2 milliards de dirhams entre septembre 2005 et octobre 2006 dès que les taux interbancaires américains ont dépassé les taux marocains à partir de 2005. A fin juin 2007, les avoirs extérieurs nets des banques de dépôts se sont chiffrés à 20,3 milliards de dirhams. Cette situation s'explique en partie par l'arbitrage opéré par les banques marocaines vu que les placements sur les marchés financiers internationaux notamment américain affichent des rendements plus élevés que sur le marché marocain comme le montre le différentiel des taux JJ interbancaires entre les deux marchés qui a culminé en octobre 2006 à 2,95%. Ce phénomène, connu sous le nom « carry trade », consiste à s'endetter dans une devise à faible taux d'intérêt et à placer les fonds empruntés dans une autre devise à taux d'intérêt plus forts après les avoir convertis en espérant que la dépréciation de la seconde devise contre la première ne viennent pas réduire les gains tirés du différentiel d'intérêt.

En août 2007, le Maroc a franchi une nouvelle étape dans la libéralisation du compte capital. Plusieurs considérants ont dicté cette ouverture:

- favoriser le développement du secteur financier et sa préparation à une intégration accrue aux marchés financiers internationaux ;
- permettre une meilleure diversification des portefeuilles et une gestion plus efficace des risques ;
- encourager le positionnement des exportateurs marocains sur les circuits de distribution internationaux facilitant ainsi l'écoulement de leurs exportations ;
- atténuer les effets indésirables de l'afflux massif des devises observé depuis 2001 ; et
- renforcer la confiance des opérateurs nationaux et étrangers dans l'économie marocaine (effet signal).

Les principales mesures de libéralisation du compte capital portent sur :

- La libéralisation des placements à l'étranger pour les OPCVM à hauteur de 10% de leur portefeuille ;
- La suppression de l'autorisation préalable pour le placement par les compagnies d'assurance de 5% de leur actif à l'étranger;
- La libéralisation des placements à l'étranger pour les organismes de retraite à hauteur de 5% de leurs réserves ;
- L'assouplissement des conditions de placement des banques à l'étranger en portant notamment la durée de leurs placements à 5 ans;

- La libéralisation, pour les entreprises marocaines, des investissements directs à l'étranger à hauteur de 30 M.DH annuellement ;
- La libéralisation des crédits acheteurs pour les exportateurs. Le crédit accordé peut atteindre 85% de la valeur du bien ou des prestations de services fournies et le délai de remboursement peut s'étaler jusqu'à huit ans dans le cas de biens d'équipement.

Lors de la phase de l'élaboration de ces mesures, les autorités envisageaient de limiter la possibilité de placement et d'investissement aux pays de l'OCDE et de l'Union européenne du fait qu'ils disposaient d'un cadre juridique garantissant le retransfert de ces investissements à partir de ces pays⁸. Finalement, les pays de l'UMA ont été également intégrés dans le champ des pays dans lesquels les résidents marocains peuvent effectuer librement des placements. Cette décision a pris en considération les efforts de dialogue entre les pays maghrébins entrepris depuis décembre 2005 avec l'appui du FMI pour relancer le processus de l'intégration maghrébine⁹.

L'ensemble de ces mesures implique un potentiel de plus de 25 milliards de dirhams (environ milliards de dollars) pour l'investissement marocain à l'étranger qui est exemptée de l'autorisation de l'office des changes. Vu que jusque là, les demandes de dérogation faites par les opérateurs marocains à l'Office de changes pour opérer des investissements en Afrique du Nord et en Afrique subsaharienne sont importantes et présentent une proportion significative dans la totalité des dérogations au titre de l'investissement à l'étranger, il est attendu que la mesure de libéralisation des investissements marocains directs à hauteur de 30 millions de dirhams devrait se traduire par une augmentations des flux de capitaux marocains vers la région.

En revanche, la libéralisation des placements à l'étranger pour les investisseurs institutionnels (OPVM, Compagnies d'assurance et organismes de retraite) ne devrait pas générer des capitaux marocains significatifs vers les pays de la région, en raison du faible développement des marchés de capitaux, en particulier le marché boursier, dans ces pays.

B- Climat d'investissement

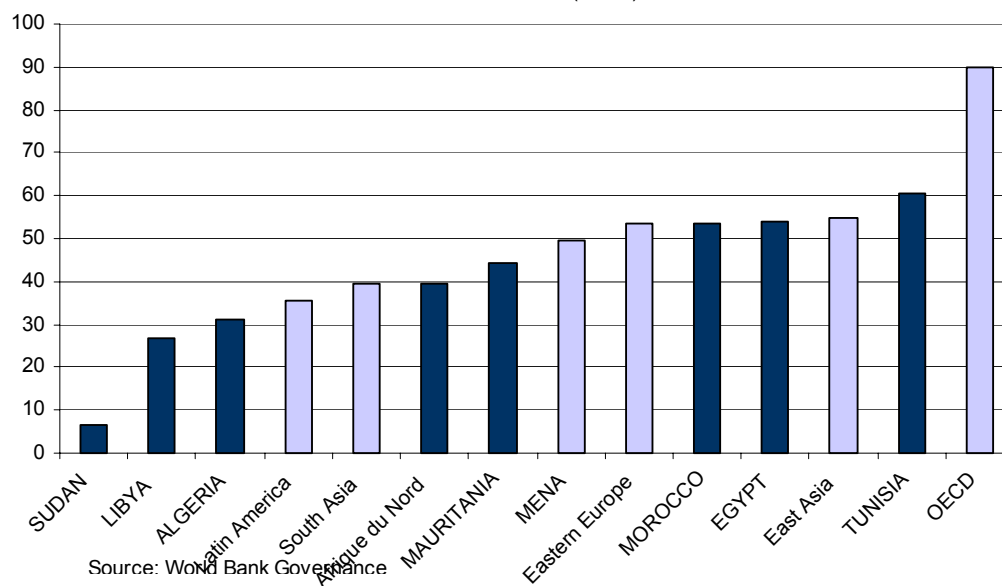
La levée des restrictions de change ne saurait à elle seule garantir une augmentation des flux de capitaux intra-régionaux. La décision d'investir étant plus complexe et dépend d'un certain nombre de facteurs dont en particulier la taille de marché dans le cas des IDE, et le climat d'investissement dans le pays hôte. Il existe plusieurs indicateurs pertinents pour l'évaluation de la qualité du climat d'investissement dans un pays. Nous nous limiterons aux indicateurs de *gouvernance* et *Doing Business* de la Banque mondiale. Le graphique ci-après présente l'indicateur de gouvernance relatif respectivement à la primauté du droit dans les pays de la région de l'Afrique du Nord.

⁸ Il s'agit du code de libéralisation des mouvements de capitaux dans le cas de l'OCDE et de ??? dans le cas de l'union européenne.

⁹ Pour une idée sur ce processus de dialogue maghrébin, consulter Tahari et al (2007)

Primauté du droit

Percentile Rank (0-100)

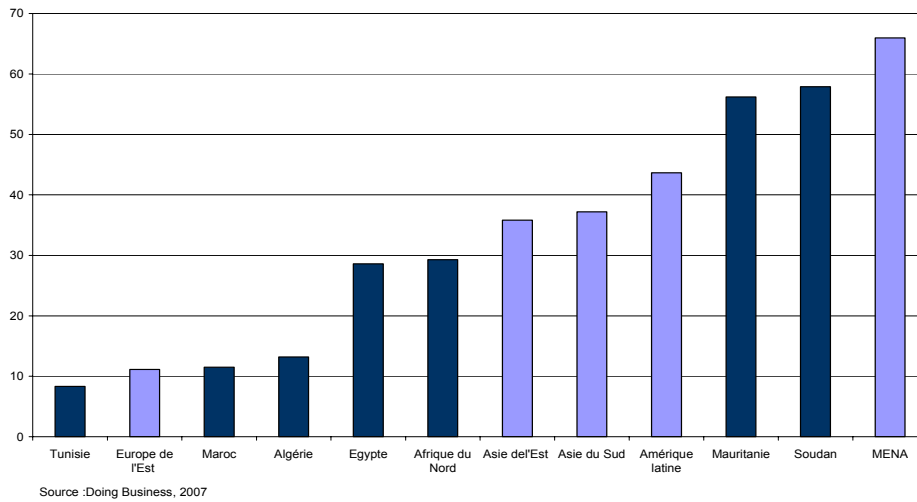


Dans l'ensemble, la région de l'Afrique du Nord se classe défavorablement par rapport à d'autres groupements régionaux en particulier l'Asie de l'Est et l'Europe de l'Est. Il existe toutefois des disparités importantes entre les pays de l'Afrique du Nord. Le Maroc, la Tunisie et l'Egypte sont jugés avoir un cadre juridique relativement de bonne qualité.

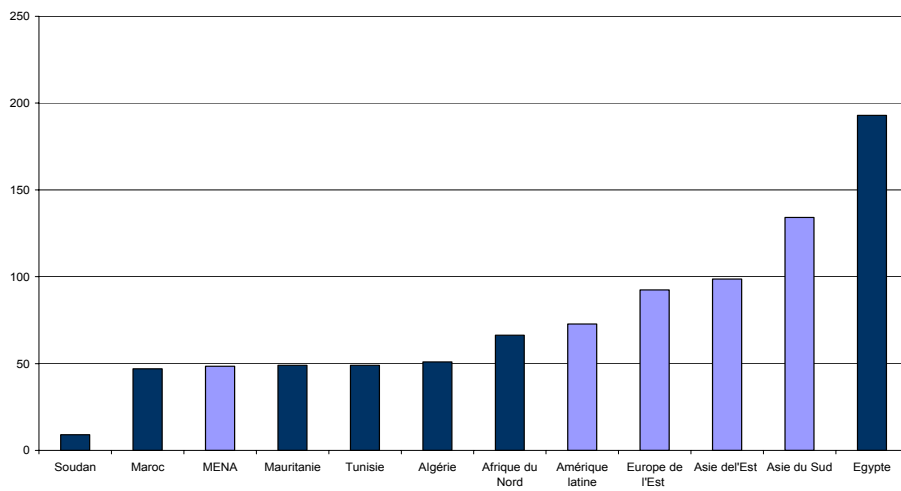
Concernant les autres dimensions du climat de l'investissement, l'examen des indicateurs *doing business* (voir graphiques ci-après) permettent de conclure ce qui suit:

- le nombre de procédures nécessaires pour la création d'une entreprise dans la région de l'Afrique du Nord est en moyenne similaire à ceux observés dans les autres régions du monde. Il existe des disparités au sein des pays de la région. De plus, certains pays (Algérie et Libye) exigent une autorisation préalable pour tout investissement par un non résident, ce qui risque de décourager l'acte d'investir.
- Les procédures relatives à l'exécution des contrats par les tribunaux restent lourdes dans certains pays de l'Afrique du Nord

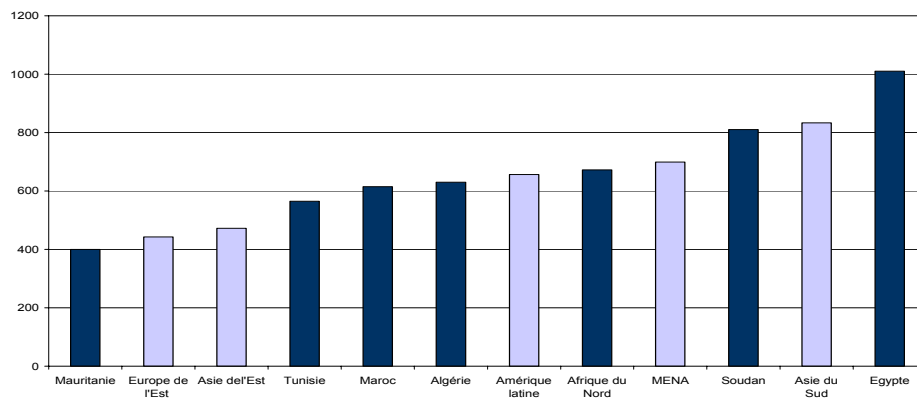
Coût de création d'une entreprise (% du PIB par hab)



Nombre de jours nécessaires pour l'enregistrement d'une propriété

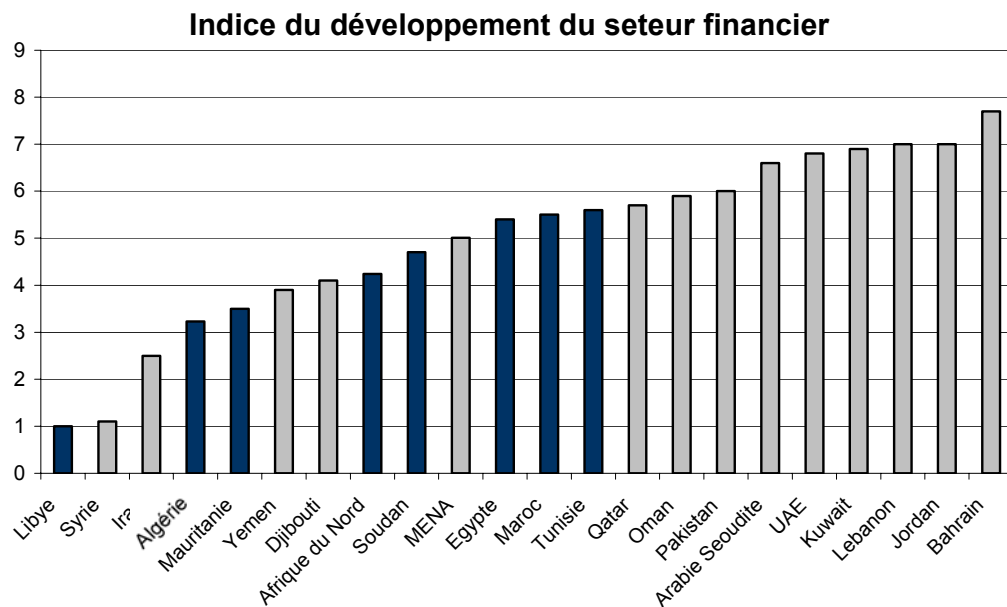


Nombre de jours nécessaires pour l'exécution d'un contrat



Les pays de la région sont tous engagés, à des stades différents, notamment dans le cadre du programme FSAP avec le FMI et la Banque mondiale dans un processus de réformes visant le développement et de consolidation de leur secteur financier à travers la dérégulation du secteur bancaire, la libéralisation des taux d'intérêt, le recours accru à des instruments de marché pour la conduite monétaire et le renforcement de la supervision du secteur financier. Comme le montre le graphique ci-après, les pays de la région sont à des stades de développement différents avec les secteurs financiers de l'Egypte, la Tunisie et le Maroc jugés parmi les plus avancés de la région (Creane, 2004).

L'importance d'un secteur financier développé et solide pour le renforcement des flux de capitaux intra-régionaux est crucial à plusieurs égards: mobilisation et meilleure canalisation de l'épargne, sécurisation des transactions grâce à des systèmes de paiements performants, meilleures conditions de financement en raison d'une plus grande concurrence entre les banques et multiplication et diversification des opportunités d'investissements grâce au développement des marchés de capitaux.



Source : creane et al, 2004

Au Maroc, le développement du secteur financier s'est accompagné d'une amélioration des conditions de financement pour les entreprises marocaines. Le coût est passé de 14% au milieu des années 90 à 8% actuellement. Les grandes entreprises pouvant même s'endetter à 5%. Le Maroc dispose actuellement d'un secteur financier développé et diversifié (Tahari, 2007). Les entreprises étrangères voulant investir au Maroc ont également profité de cette situation en finançant sur le marché local une part significative de leurs investissements au Maroc. C'est le cas de la compagnie espagnole Telefonica qui a quelques milliards de dirhams auprès de banques marocaines pour rembourser des prêts relais contractés à l'étranger pour financer l'acquisition de la 2^{ème} licence GSM, du groupe franco-espagnol Altadis qui a financé partiellement sur le marché local l'acquisition de la Régie des Tabacs et plus récemment le groupe émirati EMAAR qui va mobiliser 400 millions de dirhams pour financer ses opérations de développement touristique au Maroc. En plus de bénéficier de faibles taux d'intérêt, ces

entreprises tournées en général vers des secteurs non échangeables (tourisme, téléphonie..) réduisent leur exposition au risque de change en appariant la monnaie de leurs engagements à celles de leurs recettes qui sont en dirhams.

L'année 2006 a été marquée par l'entrée en vigueur d'une nouvelle loi bancaire qui vise le renforcement des pouvoirs de Bank Al Maghrib en matière de contrôle et de supervision, l'extension du contrôle de la banque centrale à l'ensemble des activités bancaires, le renforcement de la protection des déposants et l'institution d'une collaboration entre les autorités de contrôle du secteur financier. Egalement la même année de nouveaux statuts de la banque centrale ont été adoptés. Ces statuts confèrent à la banque centrale l'autonomie en matière de conduite de la politique monétaire, suppriment les incompatibilités de certaines activités de la banque centrale avec sa fonction de supervision ainsi que le recours du Trésor au financement auprès de Bank Al-Maghrib. Ces réformes ont permis d'améliorer la transparence¹⁰ des processus de décision en matière de politiques macroéconomiques en particulier les politiques monétaires et budgétaires.

Les réformes engagées par le Maroc commencent à porter leurs fruits (FMI, rapport de consultation 2007) et ont permis d'améliorer la perception des investisseurs étrangers, en témoignant:

- L'émission réussie d'un Eurobond de 500 millions d'euros en juin 2007 avec un spread de 55 pdb contre 213 pdb lors d'une émission similaire en 2003. Cette émission avait obtenue l'« Investment grade » des deux agences de notation Standard & Poor's et Fitch Rating.
- L'inclusion, en avril 2007, du Maroc par le fonds de pension américain CalPERS dans la liste des 20 pays émergents éligibles à ces placements. CalPERS gère un fonds d'environ 240 millions de dollars dont 5,2 milliards de dollars est investi dans les pays émergents¹¹.

C - Ouverture sur les investissements étrangers

Presque tous les pays de l'Afrique du Nord sont engagés dans un vaste programme de réformes visant la libéralisation de leur économie. La promotion des investissements directs étrangers est une composante principale de ce programme. Des mesures d'envergure ont été entreprises pour attirer les IDE. Néanmoins, les pays de la région sont à des stades différents en termes de degré de libéralisation de l'économie et il subsiste encore des obstacles aux investissements étrangers dans certains pays. Le tableau ci-après relate certaines de ces restrictions, sur la base de la documentation de l'OMC (GATS - offre initiale sur les services), l'OCDE le FMI.

¹⁰ Consulter à ce sujet les rapports sur la transparence budgétaire et la transparence monétaire élaborés par Oxford Analytica.

¹¹ <http://www.calpers.ca.gov/index.jsp?bc=/about/press/pr-2007/april/morocco-permissible-equity-list.xml>

Limitations à l'entrée des investissements étrangers

Algérie :	<ul style="list-style-type: none"> - le code des investissements stipule dans son Article 3 qu'avant tout investissement il faut faire une demande auprès de l'agence de promotion des investissements. - Il existe des contrôles sur les achats d'actions par des non-résidents.
Egypte	<ul style="list-style-type: none"> - L'approbation est automatique pour les investissements étrangers à condition qu'ils soient dans un secteur faisant partie d'une liste positive. - L'acquisition de biens immobiliers est soumise à autorisation. - Les entreprises exportatrices sont tenues de céder au moins 75% de leurs recettes en devises aux banques publiques.
Libye :	<ul style="list-style-type: none"> - L'opérateur étranger a besoin d'une approbation préalable pour investir en Libye. - La participation étrangère est dans les entreprises industrielles libyennes est autorisée si elle est minoritaire. La propriété par des étrangers est soumise à autorisation.
Maroc:	<ul style="list-style-type: none"> - la participation du capital étranger dans les établissements de crédit est limitée si elle aboutit à une prise de contrôle complète desdits établissements.
Tunisie :	<ul style="list-style-type: none"> - L'accord des autorités est requis pour toute acquisition d'une part du capital d'une banque ou institution financière et, dans tous les cas, pour une acquisition dépassant 10% . - La participation étrangère est limitée à 49% pour les investissements on-shore en dehors de l'industrie. Tout dépassement de ce seuil est soumis à l'autorisation des autorités. - L'achat d'un bien immobilier par un non résident requiert l'aval de la banque centrale. - Pour les activités de services, autres que totalement exportatrices, la commission supérieure des investissements agréée toute participation dépassant 50% du capital de la société. - Les intermédiaires en bourse doivent être de nationalité tunisienne. - Pour exercer une activité commerciale, les personnes morales doivent remplir au moins les conditions suivantes: <ul style="list-style-type: none"> o Etre constituées conformément aux lois en vigueur et avoir leur siège social en Tunisie; o Avoir leur capital représenté à concurrence de 50% au moins par des titres nominatifs détenus par des personnes physiques ou morales de nationalité tunisienne; o Avoir leur conseil d'administration, de gérance ou de surveillance constitué en majorité par des personnes physiques ou morales de nationalité tunisienne; o Avoir leur présidence, leur direction générale ou leur gérance assumées par des personnes physiques de nationalité tunisienne - Pour les institutions financières résidentes, le Président directeur général d'une banque de statut juridique tunisien doit obligatoirement être de nationalité tunisienne, en cas de dissociation entre la fonction du Président du conseil d'administration et celle du directeur général, l'une de ces fonctions doit obligatoirement être assurée par une personne de nationalité tunisienne.

Source: OCDE, FMI, US State Department.

III – Expériences d'intégration financière régionale et enseignements pour l'Afrique du Nord.

La question de l'intégration financière régionale fait l'objet d'intenses consultations au niveau des acteurs régionaux de par le monde qui ont présent à l'esprit le modèle d'intégration réussie en Europe à la fois sur le plan commercial et financier. Force est de constater que si des groupements régionaux comme l'ASEAN et le CAFTA ont renforcé leur intégration commerciale, ils sont loin toutefois d'avoir significativement réussi leur intégration financière au niveau régional.

Ceci pour dire que la région de l'Afrique de Nord, les ambitions voulues de développement des flux intra-régionaux doivent demeurer réalistes, compte tenu de la faible intégration commerciale de la région; la privant de ce fait d'un canal efficace déclencheur d'investissements directs entre les pays de la région.

ASEAN: Le groupement régional ASEAN a nettement renforcé des dernières décennies son intégration commerciale avec la part du commerce intra-régional dans les exportations totales à 24% en 2005. En revanche, l'intégration financière régionale est restée en retrait par rapport à l'intégration commerciale avec des flux de capitaux trans-frontières encore à des faibles niveaux. Les crédits transfrontières des banques de la région d'ASEAN représentent à peine 3,5% du PIB régional alors qu'ils atteignent 34% du PIB en Europe. De même, il n'y a pas de signes de développement de marchés intégrés de capitaux (marché de la dette publique et des titres de créance négociable). De plus, le processus de consolidation des bourses de la région n'a pas encore entamé. Depuis 2001, des initiatives ont prises pour renforcer l'intégration financière régionale au sein de l'ASEAN (voir tableau ci-après).

Les pays de l'ASEAN sont davantage plus intégrés financièrement avec les pays en dehors de la région qu'avec ceux de la région. Il s'ensuit que les secteurs financiers des Etats-Unis et de l'Union européenne servent d'intermédiaires financiers pour les pays asiatiques, qui se retrouvent avec des flux de capitaux sortant stables (les réserves officielles) et des flux de capitaux privés entrant plus volatiles (Cowen et al, 2006).

Eichengreen et Park (2003) ont identifié trois facteurs qui pourraient expliquer pourquoi l'Asie est moins intégré sur le plan financier que l'Europe. Il s'agit de :

- la relative faiblesse de l'intégration commerciale avec des flux intra-régionaux en Asie représentant le tiers de ceux en Europe;
- l'existence de restrictions de change ;
- le faible développement des secteurs financiers et des institutions dans certains pays de l'Asie.

Il existe tout de même des indications d'une intégration accrue dans certains services financiers à savoir le secteur bancaire et la gestion des actifs au niveau de la région. C'est ainsi qu'on observe une augmentation des acquisitions trans-frontières dans le secteur bancaire ainsi qu'une augmentation des flux trans-frontières des secteurs financiers.

Initiatives visant le renforcement de l'intégration financière régionale en Asie

2000	Initiative Chiang Mai (CMI): c'est un réseau de conventions bilatérales de swaps de change parmi les pays de l'ASEAN, la Chine, le Japon et la Corée du Sud (ASEAN). Cette initiative permet à un pays qui face à une attaque spéculative d'utiliser les réserves de change des autres pays. Ce mécanisme garantit la disponibilité de liquidité suffisante de nature à restaurer la confiance des marchés.
2001	Mise en place d'un mécanisme d'échange sur une base mensuelle des données sur les flux de capitaux de court terme afin de faciliter le dialogue au niveau des politiques économiques
2003-05	Lancement de la 1ère phase de l'initiative Asian Bond Fund (ABF) et implémentation de l'initiative Asian Bond Market (ABMI). Deux fonds ont été créés: l'un en juin 2003 avec un montant d'un milliard de dollars totalement placé dans des bons du trésor de 8 pays de l'ASEAN+3, l'autre en Avril 2005 avec un montant de 2 milliards de dollars. Ces initiatives ont pour objectif la promotion des émissions obligataires dans la région. La création d'un marché obligataire régional permettra de consolider les risques inhérents aux marchés obligataires domestiques et de tirer avantage des économies d'échelle tout en améliorant la liquidité au niveau régional.

CAFTA: Les pays de la région CAFTA ont des comptes de capital libéralisés. Il existe des activités financières intra-régionales très importantes reflétant la prédominance du secteur bancaire mais surtout l'importance des groupes financiers régionaux qui comptent pour environ un tiers dans les actifs du secteur bancaire de la région, loin devant les banques étrangères (seulement un-sixième). Plusieurs facteurs expliquent l'émergence des groupes financiers régionaux (Brenner, 2006):

- l'intensification des relations commerciales au niveau de la région;
- les gains en termes d'économie d'échelle;
- la proximité de Panama qui est un centre financier à la fois régional et international;
- la réduction des coûts d'intermédiation associée à la dollarisation de ces économies;
- le fait que les transactions intra-groupes peuvent profiter de l'arbitrage réglementaire (Regulatory arbitrage).

Le processus d'intégration financière régionale parmi les pays du CAFTA faire face à plusieurs vulnérabilités notamment le faible développement du secteur des assurances, la faible diversification des sociétés d'investissement en portefeuilles, la faiblesse des investissements à l'étranger. Des progrès doivent encore être faits pour l'amélioration

du cadre juridique des systèmes de paiement et de compensation et pour renforcer la supervision financière.

Sur la base de l'expérience d'intégration réussie en Europe et en analysant les défis en termes d'intégration financière régionale qui se posent dans certaines régions du monde notamment l'ASEAN, il y a un consensus que les réformes qui viennent une plus grande intégration financière régionale, doivent porter sur cinq volets (Cowen et al, 2006 et Brenner, 2006; voir tableau ci-après):

1. 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. Des marchés de capitaux développés sont également nécessaires pour une allocation efficiente de l'épargne de la région et pour une meilleure résilience aux chocs;
2. 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;
3. 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;
4. 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;
5. l'harmonisation des règles et des pratiques dans un cadre régional (Dutz, 2004) 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 plan d'action porte sur 5 axes:

I. LA FACILITATION DU FINANCEMENT DU COMMERCE EXTERIEUR ET DES INVESTISSEMENTS MAGHREBINS à travers notamment :

- la mise en place et /ou l'élargissement des instruments de financement des flux commerciaux intra-maghrébins;
- la libéralisation à terme des crédits commerciaux au profit des opérateurs maghrébins ;

**REFORMES CLES POUR
UNE PLUS GRANDE INTEGRATION FINANCIERE**

Des marchés de capitaux et financiers plus profonds et solides

Coopérations régionale et internationale

<p>Renforcement des Marchés de capitaux</p> <ul style="list-style-type: none"> • Développer les investisseurs institutionnels (Réforme des caisses de retraite, développement du secteur de l'assurance...) • Renforcer la gouvernance d'entreprise • Améliorer la transparence 	<p>Mise en place des infrastructures</p> <ul style="list-style-type: none"> • Développer et mettre en liaison les systèmes de paiement et de compensation • Développer des Agences régionales de rating de crédit 	<p>Minimisation des risques</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aller vers une supervision basée sur le risque • Régler les questions trans-frontières et sectorielles • Sauvegarder l'intégrité du marché 	<p>Elimination des entraves aux activités transfrontières</p> <ul style="list-style-type: none"> • Approfondir la libéralisation du compte capital • Libéraliser le commerce des services financiers 	<p>Harmonisation des règles et des pratiques</p> <ul style="list-style-type: none"> • Renforcer l'implémentation des standards internationaux et des meilleures pratiques
--	---	--	--	--

Pré-conditions

(cadres macroéconomique, légal, juridique, de comptabilité et d'audit solides)

Source: Cowen et al, 2005

- l'identification et la mise en oeuvre de mesures de nature à permettre les investissements intra –maghrébins en valeurs mobilières des investisseurs institutionnels réglementés, tels que notamment les compagnies d'assurance, les caisses de retraite et les OPCVM ;

II. L'HARMONISATION DES SYSTEMES DE PAIEMENT ET DES PLATEFORMES TECHNIQUES notamment en rendant compatibles les systèmes de règlement de gros, veiller à ce que les plates-formes techniques soient compatibles et conformes aux standards internationaux dans chacun des pays en matière de : (i) systèmes de négociation des instruments financiers; (ii) systèmes de compensation ; et (iii) systèmes de règlement/livraison.

III. L'HARMONISATION DES REGLEMENTATIONS BANCAIRES ET FINANCIERES ET DES CADRES D 'EXERCICE DE LA SUPERVISION notamment à travers le rapprochement entre les différentes autorités de contrôle des différents pays du Maghreb (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.

IV. LE RENFORCEMENT DE LA COOPERATION ET DE LA CONCERTATION ENTRE LES INSTITUTIONS ET ENTRE LES OPERATEURS DU SECTEUR BANCAIRE ET FINANCIER notamment :

- en stimulant l'installation des banques, des établissements financiers, des sociétés de bourse et autres opérateurs maghrébins du secteur financier dans les différents pays du Maghreb ;
- en examinant les mesures permettant aux entreprises maghrébines d'être cotées sur les différentes bourses maghrébines notamment à travers des doubles cotations;

V. LA MISE EN PLACE D'UN PORTAIL UNIQUE relatif à la réglementation du secteur bancaire et financier dans les pays du Maghreb. L'information diffusée sur ce portail doit être exhaustive, fiable et à jour.

VI. AUTRES MESURES :

- Mise en place de rencontres périodiques (au moins une fois par an dans les différentes capitales du Maghreb alternativement) 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 de l 'UMA à des fins de relations commerciales;

Une fois mis en œuvre, ce plan d'action devrait confirmer les prémices du dynamisme qu'on observe depuis 3 ans au niveau des activités trans-frontières du Maroc avec les pays de la région, en particulier dans les services financiers, en témoignent:

- La prise de participation stratégique d'AttijariWafaBank dans une banque tunisienne;
- La mise en place d'une société maroco-tunisienne (Maroc Invest) de capital investissement qui gère un portefeuille de participations au niveau régional;

- La désignation de la société financière marocaine Maghreb Titrisation en tant qu'adjudicatrice de l'appel d'offres relatif à l'opération de titrisation des créances hypothécaires de la banque tunisienne BIAT;
- L'octroi par le ministère des finances marocain de l'agrément à une nouvelle société de bourse tunisienne, Integra Brokrage. Elle sera le 16^{ème} intermédiaire boursier sur le marché financier casablancais¹².

Annexe I

Le Maroc a signé des accords de promotion et de protection des investissements avec presque tous les pays de la région. Le Maroc a également conclu des conventions de non double imposition avec tous les pays de la région Afrique du nord.

Accords de promotion et de protection des investissements		Conventions de non double imposition	
	Date et signature	Date de signature	Entrée en vigueur
Algérie		25 janvier 1990	28 mai 1993
Egypte	14 mai 1997	22 mars 1989	21 septembre 1993
Libye	2 novembre 2000	26 janvier 1984	18 septembre 1993
Mauritanie	13 juin 2000		
Soudan	23 février 1999		
Tunisie	28 janvier 1994	18 août 1974	26 juin 1979
UMA	21 juin 1990	23 Juillet 1990	14 juillet 1993

¹² La vie économique de la semaine 14-20 septembre 2007.

Annexe II

Instruments de la politique monétaire

L'objectif de la politique monétaire poursuivie par la Bank Al-Maghrib est la stabilité des prix. A cet effet, la banque centrale dispose d'une panoplie d'instruments :

- **le taux de réserves obligatoire** qui est fixé à 16,5% des dépôts à vue en dirhams. Ces dépôts sont rémunérés au taux de 0,75%.
- **La facilité permanente de dépôt** à 24 heures rémunéré au taux de 4,25%. Cette mesure a été introduite en janvier 2005.
- Les interventions à l'initiative de Bank Al-Maghrib sous forme d'avances ou de reprises de liquidités sur appels d'offre hebdomadaires ainsi que d'opérations d'open market et de swaps de change.
- Les opérations à l'initiative des banques sous forme d'avances ou de facilités de dépôts à 24 heures, dont les taux représentent les limites de la bande à l'intérieur de laquelle le taux interbancaire doit être maintenu.

- Références

- Bevan et al, 2004. "Foreign investment location and institutional development in transition economies". *International business review* 13.
- Blomstrom et Kokko, 1997. "Regional integration and foreign direct investment: a conceptual framework and three cases". *Policy research working paper n°1750*. World Bank.
- Brenner, 2006. *Central America: Structural foundations for regional financial integration*. IMF, Washington, D.C.
- Canales-Kriljenko et al, "Financial integration in Central America: prospects and adjustments needs". *IMF Working Paper.WP/03/3*. IMF, Washington, D.C.
- CNUCED – UNCTAD, 2007. *Examen de la politique de l'investissement du Maroc*. Nations-Unies, Genève.
- Conseil déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM). *Rapport annuel sur l'investissement étranger à la bourse de Casablanca, Années 2002 à 2006*. www.cdvm.gov.ma
- Cowen et al, 2006. "Financial Integration in Asia : Recent developments and next steps". *IMF Working Paper.WP/06/196*. IMF, Washington, D.C.
- Creane et al., 2004. "Financial Sector Developments in the MENA". *IMF Working Paper.WP/04/201*. IMF, Washington, D.C.
- Dupuch et Mazier, 2001. "Mobilité du capital et spécialisation en Union européenne".
- Dutz, 2005. "Harmonizing Regulatory Mechanisms : Options for deepening investment integration in South Asia". World Bank.
- Eichengreen et Park, 2003. "Why there has been less financial integration in Asia than in Europe? ". Institute of European Studies, University of California – Berkeley.
- FEMISE, 2005. *Le partenariat Euro-Méditerranéen: Dix ans après Barcelone, Acquis et Perspectives*. Institut de la Méditerranée.
- FMI - IMF, 2006. *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*.
- FMI – IMF, 2006. Tunisia – Selected issues. SM/06/2006.
- Kim, Lee & Shin, 2006. "Regional and global financial integration in East Asia". *MPRA. Paper n°695*. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/695/>
- Mody et Negishi, 2001. "Cross-Border Mergers and Acquisitions in East Asia: Trends and Implications". *Finance & Development*. FMI, Washington, D.C.
- Nunnenkamp, 2002. "Determinants of FDI in developing countries: has globalisation changed the rules of the game?". *Kiel working paper n°1122*.
- OCDE, 2005. *Incentives and free zones in the MENA region: a preliminary stocktaking*. MENA-OCDE Investment program.
- OCDE, 2005. *Investment climate and regulation of international investment in MENA countries*. MENA-OCDE Investment program.
- Office des changes, 2005. *Guide de l'investisseur étranger en matière de change*. Royaume du Maroc. www.oc.gov.ma
- Office des changes. *Balance des paiements du Maroc*. www.oc.gov.ma
- Office des changes. *La position extérieure globale du Maroc*. www.oc.gov.ma
- OMC – WTO, 2005. *Tunisie: Offre conditionnelle initiale. Conseil du commerce des services*. TN/S/TUN. Genève.
- Oxford Analytica, 2006. Morocco: Fiscal Transparency. Disponible sur le site de CalPERS - www.calpers.ca.gov
- Oxford Analytica, 2006. Morocco: Monetary Transparency. Disponible sur le site de CalPERS - www.calpers.ca.gov
- Park Yung hui, 2004. "Regional financial integration in East Asia: challenges and Prospects" Presented at the seminar on regional financial arrangement , 14-15 July 2004. ELAC. United Nations.
- Portes & Rey, 1999. "The determinants of cross-border equity flows". *NBER working paper n°7336*. Cambridge
- Tahari et al., 2007. "Financial Sector reforms and prospects for financial integration in Maghreb countries ". *IMF Working Paper.WP/07/125*. IMF, Washington, D.C.
- World Bank; 2006. *Is there a new vision for Maghreb economic integration?*. Vol I &II. World Bank.