

**La mobilité des capitaux et la prise des risques dans le cadre des règles d'incitations : une analyse comparative entre les pays Maghrébins (Algérie, Maroc, Tunisie) pour la période 1990-2018**

**Mobility of capital and risk-taking in the framework of incentives rules: a comparative analysis between maghreben countries (Algeria, Morocco, Tunisia) for the period 1990-2018**

Mohammed Abdelaziz **BENKAMLA**<sup>1</sup>

Université d'Oran 2, benkamla.mohammed@univ-oran2.dz

Reçu le: 23-10-2019

Accepté le : 05-09-2020

**Résumé :**

*Cette recherche propose une analyse de la promotion de la mobilité internationale des capitaux, à partir des règles incitatives à la prise de risque. Les règles demeurent très opérationnelles, mentionnant que le caractère spécifique.*

*Avant tout, les règles liées à la mobilité internationale des capitaux restent au cœur des préoccupations des pays maghrébins ; si l'Algérie propose des règles sélectives, le Maroc et la Tunisie insistent sur la motivation de leurs systèmes financiers autour de la captation des capitaux étrangers, tout en procédant à la levée des barrières et en multipliant les règles libérales. Cette étude propose également des pistes de réflexion permettant d'améliorer l'attractivité des systèmes financiers envers les capitaux étrangers, dans une stratégie de développement financier.*

**MOTS CLES :** règles, mobilité internationale des capitaux, prise de risque, systèmes financiers maghrébins.

**JEL CLASSIFICATION :** F21, F22, F29, G21, G32

**Abstract:**

*This research analyzes the international mobility of capital promote, with effect from incentives rules for risk-taking. The results show that most rules are an operational and specific character.*

*The rules from international mobility of capitals are the principal preoccupations of Maghreb countries; if Algeria pursued selective rules, Morocco and Tunisia focused on motivated of theirs systems in attracting foreign capitals. These countries gets rid of the*

---

<sup>1</sup> Auteur Correspondant :BENKAMELA Mohammed Abdelaziz, benkamla.mohammed@univ-oran2.dz

*barriers with adoption the liberal rules. Lastly, the study suggests ways to improve the attracting funds for the financial system in financial development strategy.*

**KEYS WORDS:** *rules, international mobility of capitals, risk-taking, Maghreb financial systems*

**JEL CLASSIFICATION :** *F21, F22, F29, G21, G32*

## **Introduction**

Depuis les deux dernières décennies, la mondialisation constitue un véritable catalyseur pour la mobilité internationale des capitaux, levier de succès pour des systèmes financiers à la conquête des marchés internationaux. En dépit de son coût et de ses risques (Aizenman, 2002), la mobilité internationale des capitaux reste au cœur des préoccupations des Etats (Levine, 2005). Preuves en sont les récents rapports du FMI ou de la commission économique pour l'Afrique, sous l'égide des Nations Unies, qui soulignent le maintien des politiques liées à la mobilité internationale – notamment vers les pays en développement – et ce, malgré la crise actuelle.

Le défi constitue à attirer des capitaux et à développer les systèmes financiers, capables de faire face à la complexité inhérente à l'environnement international (F. Ulgen 2008), car certains pays manquent de capitaux possédant des caractéristiques dites «spécifiques» (Bekaert, Harvey et Lundblad, 2001). Ces systèmes financiers se réfèrent à l'aptitude de gérer les défis liés à la dimension internationale du marché financier (Manzocchi, 1997) et renvoient à des facteurs globaux (règles juridiques, compatibilité financière, etc) et situationnels (imputables à la multinationale, au pays ou à la conjoncture intégrale) (Solow 1956).

Dans la perspective d'attirer ces capitaux au profit des pays magrébins, de récents travaux mettent en exergue l'importance d'être des marchés de premier choix, et le rôle clef de la marque marché (Yahyaoui 2009, Benbayer et Benkamla 2017). A l'échelle globale, promouvoir la mobilité internationale des capitaux peut faire partie de cette marque marché. Alors, les règles d'incitation à la prise de risque, après une ouverture financière, ont vu le jour, dans les pays maghrébins. L'objectif de cette recherche est de savoir comment les règles d'incitation à la prise de risque valorisent la mobilité internationale des capitaux – et notamment via les marchés de capitaux. Dans quelle mesure les règles d'incitation à la prise de risque peuvent-elles constituer des leviers d'attractivité des capitaux par les systèmes financiers maghrébins ?

La première partie expose le cadre théorique de notre travail. Le modèle Manzocchi et Martin (1997), nous permet de nous interroger sur les leviers d'attractivité possibles autour des règles d'incitation à la prise de risque sur la mobilité des capitaux, Les réflexions plus récentes

sur la marque marché et l'attractivité organisationnelle viennent renforcer ce cadre théorique. Dans une deuxième partie, nous précisons notre approche méthodologique pour analyser l'évolution des réglementations financières des trois pays maghrébins – notamment (l'Algérie, le Maroc et la Tunisie). Dans cette perspective d'attractivité des capitaux, le redéploiement de nouveaux processus financiers et institutionnels a un rôle prépondérant (Levine 2005). Une troisième partie présente l'effet des nouvelles réglementations, adoptées par les systèmes financiers maghrébins et liées à l'incitation à la prise de risque, sur la mobilité des capitaux.

## **1. FAIRE L'INCITATION A LA PRISE DE RISQUE UN LEVIER DE MOBILITE DES CAPITAUX**

### **1.1. Les processus d'incitation à la prise de risque**

Dans la littérature, le terme «prise de risque» est souvent utilisé dans son contexte spécifique, que ce soit dans les travaux empiriques de Solow (1956), de McKinnon et Shaw (1973), ou de Manzocchi et Martin (1997), et plus récemment, dans les articles de Jimborean (2004) ou de Camara (2010). Les terminologies alternatives comme «mutation fonctionnelle» ou encore «changement opérationnel» sont rarement mobilisées (Schumpeter 1912). Pourtant, il est important d'apporter quelques nuances aux nombreux termes se référant à la prise de risque liée à la mobilité des capitaux. En effet, certains systèmes financiers distinguent les mutations à court terme qui nécessitent une compréhension préalable, des modifications à moyen et long terme qui appellent à une prise de risque multidimensionnelle (Godlewski 2005)

Cette distinction permet de définir les différents types d'incitation à la prise de risque pour une mobilité des capitaux, suivant les politiques adoptées par les pays. Cette logique a reçu beaucoup d'attention à travers l'histoire moderne de l'économie. Les racines de la prise de risque, pour une mobilité des capitaux, se retrouvent dans les travaux de Bagehot (1873), Schumpeter (1912), Robinson (1952), Solow (1956), Goldsmith (1969), McKinnon (1973) et Shaw (1973).

Dans son livre, Bagehot (1873) affirmait que la caractéristique distinctive du système financier anglais était la prise de risque relative à la mobilisation des capitaux pour le financement de différents projets d'investissement à long terme. Bagehot affirmait que la prise de risque dans l'intermédiation financière était cruciale pour l'industrialisation rapide d'Angleterre au début du dix-neuvième siècle.

La plus importante contribution sur la prise de risque vient de la part de Schumpeter (1912) dans son livre (La théorie du développement économique). Schumpeter analysait la relation entre le banquier et l'industriel pour illustrer l'importance de la prise du risque par le

système financier dans le choix et l'adoption de nouveaux produits. Il affirmait que la prise de risque est primordiale dans la promotion des systèmes financiers. Schumpeter montrait que l'incitation à la prise de risque par les intermédiaires financiers favorise la multiplication de l'activité par l'identification et la réorientation des fonds vers des projets innovants.

Selon Robinson (1952), le besoin permanent des capitaux, pour l'économie réelle, justifié la prise de risque automatique des systèmes financiers pour la captation et la mobilisation des fonds, afin de satisfaire ce besoin.

L'idée d'incitation à la prise de risque a été élargie dans les travaux de Solow (1956), avec une proposition d'un modèle économétrique pour justifier le lien entre la mobilité du capital, après une prise de risque, et l'équilibre stationnaire. Il a montré une corrélation positive entre la mobilité du capital et l'évolution de l'activité des agents économiques.

Dans son livre, «*Financial structure and développement*», Goldsmith (1969) a mené une analyse à trois dimensions, à savoir ; l'analyse du lien entre le développement de la structure financière, à partir de la prise de risque dans le lancement des instruments financiers, et la modification de l'économie réelle. Puis, la détermination du tracer de l'évolution de l'économie réelle par rapport à la qualité de la structure des systèmes financiers nationaux. Et enfin, l'évaluation de l'influence du changement de la structure financière, qualité et quantité d'instruments financiers, marchés, intermédiaires financiers, sur l'activité économique.

A partir d'un échantillon de 35 pays et des données avant 1964, Goldsmith a déterminé la nature de la corrélation, qui était positive, entre le mix des risques de l'intermédiation financière et la croissance de l'économie. Goldsmith offre une contribution enthousiasmante par une définition plus exacte du rôle des institutions financières. Il conclut que le rôle de la structure financière dans l'économie est d'accélérer la croissance et d'améliorer la performance économique par le fait de faciliter la migration des fonds vers le meilleur usager et le meilleur endroit où les fonds rapportent le retour financier le plus élevé.

Dans la continuité de ces travaux sur l'incitation à la prise de risque, McKinnon (1973) et Shaw (1973) soulignent le rôle crucial des politiques publiques dans la mobilisation des fonds destinés au financement de l'investissement. Ils considèrent que toutes formes de contrôle public sur les marchés financiers, restrictions juridiques et financières, le plafonnement du taux d'intérêt, planification des instruments financiers (des crédits dirigés vers des secteurs stratégiques prioritaires) ou l'imposition des ratios de réserves élevés engendrent une situation de répression financière caractérisée par la fuite des capitaux et l'abandon de l'investissement. Par conséquent, ils ont montré l'importance de la libéralisation financière, l'élimination de

toutes formes d'intervention publique et de la libération du taux d'intérêt comme une meilleure incitation à la prise de risque par les systèmes financiers.

### **1.2.Promouvoir la mobilité des capitaux par la libéralisation des politiques financières**

Déploiements, restructurations, innovations, externalisations, le débat est dans l'air du temps. Il touche l'ensemble des Etats, non seulement les pays développés mais également, les nouveaux pays émergents, qui par grandes opportunités commencent à opérer un redéploiement des capitaux. Dans ce débat, sensible par sa dimension politique et financière, une réalité s'impose ; certaines économies ne répondent pas à un effet de mode, notamment la souplesse et l'adaptation au changement d'environnement. En revanche, la mobilité des capitaux et la prise de risque sont au cœur de toutes les stratégies des pays développés (Levine2002). Cette capacité, qui caractérise les systèmes financiers de ces pays, est dominée par l'ampleur du phénomène de la mondialisation et le déploiement des IDE<sup>3</sup> (Ulgen2008).

A partir des années 1980, plusieurs pays se sont orientés vers un modèle libéral extraverti, adoptant les règles de l'économie de marché aux dépens des modèles d'interventionnisme actif des pouvoirs publics dans la sphère financière. Puis, au début des années 1990, la mondialisation a créé de nouveaux pôles de développement qui acquièrent très vite, jusqu'à frôler le statut de puissance financière existant. Si la réussite internationale des systèmes financiers est liée à la politique de libéralisation financière<sup>4</sup> adoptée (McKinnon et Shaw 1973), actuellement, cette réussite est conditionnée par, non seulement, les conditions politiques et économiques permettant d'attirer les flux, mais également, la stimulation du développement du système financier national à travers l'entrée d'institutions étrangères et les dynamiques concurrentielles entre acteurs divers et plus nombreux.

En revanche, la récurrence des crises bancaires et financières, ayant caractérisées ces trois décennies, ont montré le caractère risqué de la libéralisation financière. En effet, les erreurs d'enchaînement dans les séquences successives de la libéralisation financière augmentent les crises jumelles (de change et bancaire) (Kaminsky et Reinhart 1999). En plus, l'arrêt soudain des flux et les effets des déséquilibres de la balance des paiements sont une interprétation des crises de mobilité des capitaux (Calvo 2005). Ce qui ressort de ces travaux est que les crises

---

<sup>3</sup> Selon le FMI, «l'IDE est effectué dans le but d'acquérir un intérêt durable dans une firme exerçant ses activités sur le territoire d'une économie autre que celle de l'investisseur, le but de ce dernier étant d'avoir un pouvoir dans la gestion de la firme »

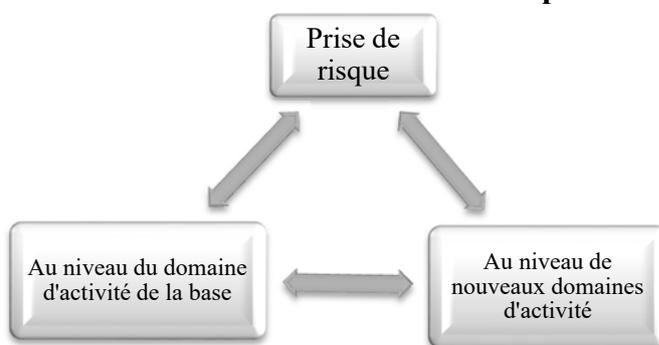
<sup>4</sup> La libéralisation financière est censée améliorer l'allocation du risque par sa diversification sur différents marchés. Cette diversification devrait permettre l'intensification de l'investissement.

observées sont globalement liées aux conditions structurelles fragiles qui rendent ces économies extrêmement vulnérables aux retournements conjoncturels, tout en soulevant la problématique de l'adéquation des structures institutionnelles macro et microéconomiques à l'ouverture financière.

La mise en place des mécanismes d'incitation à la prise de risque adéquats avec les mécanismes de marché sont nécessaire pour augmenter la mobilité des flux de capitaux, en passant par une période de transition, caractérisée par des crises pénibles.

Au gré du temps, la libéralisation financière est considérée comme une incitation à la prise de risque et qui mène au succès des systèmes financiers. Les volets d'incitation à la prise de risque sont à la fois internes et externes

**Schéma 01 : les volets d'incitation à la prise du risque**

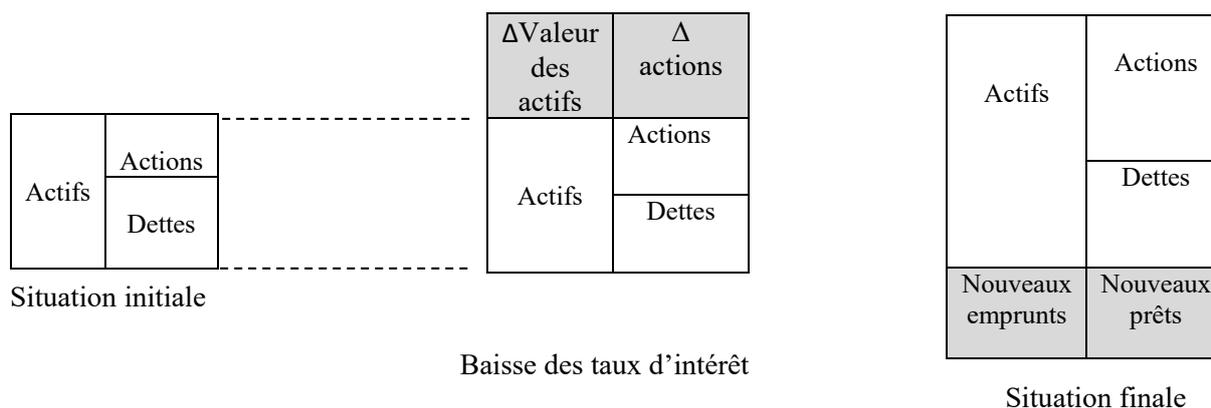


**Schéma réalisé par nos soins**

La promotion de la mobilité des capitaux et le développement des systèmes financiers sont mesurés par quatre indices : la taille de l'intermédiation financière (taille du secteur financier, montant de l'épargne) ; le degré d'intégration internationale (notamment, la population d'acteurs financiers étrangers) ; le ratio d'allocation du crédit aux entreprises et la quantification des volumes d'affaires générés par la place financière (King et Levine 1993). Par ailleurs, les règles d'incitation à la prise de risque constituent le fondement qualitatif pour consolider ces ratios.

Un autre caractère qui s'affiche, en faveur des règles d'incitation à la prise plus large de risque et la mobilité des capitaux, est celui du maintien des taux d'intérêt à un faible niveau. Ce canal repose sur quatre effets, notamment : la recherche de rendement élevé de la part des investisseurs locaux et étrangers en raison de taux d'intérêt durablement bas, l'effet concurrence qui poussent les marchés des capitaux à accorder le maximum de crédits tout en abandonnant les conditions du crédit, l'accoutumance au risque et enfin, l'augmentation de la financiarisation.

**Figure 01 : Le canal de la prise de risque suite à la libéralisation des taux d'intérêt**



La baisse des taux d'intérêt, suite à une libéralisation financière, augmente le prix des titres financiers, et la valeur des actifs détenus par les marchés des capitaux. L'objectif de levier financier, souhaité par les systèmes financiers, serait réalisé par le financement d'achat d'actifs supplémentaires au niveau national et international (Betbèze 2011). A ce jour, de nombreuses recherches considèrent que la prise de risque est un levier d'attractivité des capitaux. Dans quelles mesures les règles d'incitation à la prise de risque par les systèmes financiers maghrébins peuvent-elles constituer des leviers de mobilité des capitaux dans la région ?

## 2. METHODOLOGIE

Nous avons limité notre champ d'étude à trois pays maghrébins, notamment l'Algérie, le Maroc et la Tunisie, étant plus à même d'analyser leurs politiques de mobilité des capitaux à travers les règles d'incitation à la prise de risques sur la période allant du 1990 jusqu'au 2018. Si la mobilité des capitaux dans ces trois pays est basée essentiellement sur les investissements directs étrangers (IDE), les flux d'investissement en portefeuille<sup>5</sup> (IPF) restent un objectif théorique (Boulila 2008). L'indicateur Share (pourcentage d'années pendant lesquelles les comptes de capital des pays étaient ouverts) indique que l'ouverture du compte capital dans les trois pays maghrébins est toujours limitée.

De plus, l'indicateur Quinn d'intensité (notation d'intensité des contrôles exercés sur les recettes et les paiements du compte de capital)<sup>6</sup> montre que les contrôles liés au compte du capital des trois pays maghrébins sont stricts (FMI 2015). Aussi, le code de la libération des

<sup>5</sup> Selon l'OCDE, «l'investissement en portefeuille correspond à l'acquisition de valeurs mobilières, de dépôts et d'actifs financiers dans le but de rentabiliser les fonds excédentaires».

<sup>6</sup> 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.

mouvements de capitaux de l'OCDE<sup>7</sup> (repris par Klein et Olivei 2001) confirme la faible mobilité des capitaux dans les trois pays maghrébins. Les limitations des règles d'incitation du risque et les fortes restrictions, étalées en Algérie par rapport au Maroc et à la Tunisie, nous a conduit à nous intéresser de près à leurs réglementations sur la mobilité des capitaux.

Une comparaison entre l'Algérie, le Maroc et la Tunisie peut aussi se justifier par la différenciation des niveaux de développement des systèmes financiers (Benbayer et Benkamla 2017) et l'adoption des règles d'incitation à la prise de risque (Boulila 2008) très différente entre ces trois pays. L'ouverture financière et l'incitation à la prise de risque dans les trois pays maghrébins permettent de donner l'opportunité à des capitaux nationaux et étrangers de renforcer leur présence dans les marchés internationaux.

Par ailleurs, l'étude de Feldstein et Horioka (1980) a tenté de mesurer quantitativement la mobilité des capitaux sur un large échantillon de pays. Elle a 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 lorsque les capitaux circulent librement.

En revanche, Kraay (1998) et Lane et Milesi-Ferretti (2004) mesurent le montant annuel des avoirs et engagements d'IDE en proportion du PIB comme indicateur à long terme de l'ouverture financière. L'indice de Lane et Milesi-Ferretti est un parfait indicateur de l'ouverture à une période très limitée. Mais cet indicateur, de même que celui de Kraay, peut se varier d'une année à l'autre puisque les mouvements de capitaux sont endogènes et que des interventions publiques peuvent se produire en raison d'une importante fluctuation des valeurs boursières (Eichengreen 2001). L'indice KOPEN (Chinn et Ito 2002), 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, montre que les réglementations des trois pays maghrébins se caractérisent toujours par la présence des restrictions entravant la mobilité des capitaux (Benbayer et Benkamla 2017).

---

<sup>7</sup> Code contient des données sur l'ampleur des restrictions appliquées à onze différents types de transactions internationales à savoir l'investissement direct ; 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.

Notre échantillon est donc constitué de trois pays maghrébins. Nous avons concentré notre analyse sur deux périodes notamment, avant et après la crise financière de 2008. Nous avons examiné les lois de finance, les rapports des trois banques centrales maghrébines et les rapports des institutions financières (FMI, BM, BAD, OCDE et CNUCED) portant l'évolution de la mobilité des capitaux par rapport aux règles d'incitation au risque dans les trois pays d'étude afin de trouver une explication à la situation actuelle des systèmes financiers maghrébins. En premier lieu, nous avons répertorié toutes les réglementations liées à l'ouverture financière, mais aussi celles relatives à la prise de risque. Une fois les données classées, celles-ci ont été comparées par rapport à l'évolution de la mobilité des capitaux (entrants et sortants) dans les trois pays maghrébins. En dernier lieu, nous avons regroupé, dans un graphe, les règles financières des trois pays par période et le niveau de mobilité des capitaux, afin de mesurer l'effet des règles adoptées sur la perspective d'attractivité des flux.

### **3. LES REGLES LIEES A L'OUVERTURE FINANCIERE ET LA MOBILITE DES CAPITAUX**

L'étude des principaux textes juridiques, concernant l'ouverture et la mobilité des capitaux des trois pays maghrébins, nous a conduit à les séparer en deux périodes, notamment avant et après la crise financière de 2008. Toutefois, les systèmes financiers maghrébins restent très prudents en matière d'ouverture et la question de mobilité des capitaux est toujours associée à la conjoncture économique internationale. Si l'Algérie, a mené des réformes graduelles, en adoptant des réglementations très encadrées, le Maroc et la Tunisie ont lancé des réformes pluridimensionnelles de leurs systèmes financiers afin de tirer profit de la mobilité des capitaux. Consciente de l'idée que la déréglementation des mouvements de capitaux est bénéfique, l'Algérie a préféré d'agir lentement et surtout de préparer les conditions macroéconomiques convenables avant de se lancer dans cette option et ne pas subir des coûts sociaux.

#### **3.1. Un panorama de règles pour promouvoir la mobilité des capitaux**

L'engagement à une ouverture financière plus profitable, a poussé l'appareil juridique des trois pays maghrébins d'instaurer des règles pour promouvoir la mobilité des capitaux entre leurs marchés des capitaux et le reste du monde. Le tableau 1 montre l'évolution des règles financières selon deux périodes (avant et après la crise de 2008). Les transformations des trois systèmes financiers révèlent l'objectif vers une mise à niveau optimale et la recherche d'une cohérence interne et qui répond aux règles internationales de la mobilité des capitaux. Cette

démarché est considérée comme une recombinaison d'une mécanique de gouvernance dans un esprit indépendant et avec des outils jugés plus flexibles.

Ainsi, cette introduction de règles qui ont fait preuve de leur efficacité dans des pays développés ne garantit pas les mêmes effets dans des contextes économiques différents. Par exemple, la libre circulation des capitaux constitue un instrument d'incitation efficace pour les investisseurs dans un contexte de marché de capitaux dynamique. Il n'est pas certain que cette condition soit réunie dans le cas algérien ou tunisien.

Dans le même ordre d'idées, la mobilité des capitaux a besoin d'un renforcement non seulement de l'information financière offerte aux investisseurs potentiels, mais aussi les instances juridiques locales pour faire valoir les droits des investisseurs en cas de conflit. C'est pourquoi, au plan analytique, la transition d'un système fermé à un système ouvert mérite plus d'attention à l'adoption des standards. En raison de la forte mobilité internationale des capitaux, qui a caractérisé les années 90, l'Algérie, le Maroc et la Tunisie ont affiché leur enthousiasme de modifier leurs règles financières, tout en s'adaptant avec les nouvelles conditions des IDE dans un monde globalisé. Ces règles sont détaillées dans le tableau ci-dessous :

Tableau 01

L'évolution des règles financières des trois pays maghrébins avant et après 2008

Périodes Pays	Avant 2008		Après 2008	
	Références	Objectifs	Références	Objectifs
Algérie	-Avril 1990 : loi 90/11, de la monnaie et de crédit	- Mettre fin à l'ingérence administrative ; -Instaurer d'une autorité de régulation autonome ; -Séparer entre la sphère budgétaire et la sphère financière ; - Mettre en place d'un système de transparence bancaire ; -Créer un climat propice à l'épargne et l'investissement par une réhabilitation monétaire ; -Introduire des mécanismes de marché en matière d'offre et de demande de capitaux ; -Créer un marché financier ; -assurer une ouverture des activités financières.	Juillet 2009 : Loi de finance complémentaire.	-Instaurer de nouvelles conditions à l'investissement étranger portant la règle 51/49; - Geler le crédit à la consommation de l'activité des banques commerciales ; - Exiger le crédit documentaire pour l'importation.
			26/08 /2010 : Ordonnance n° 10/04	-Organiser et gérer la centrale des risques.
			avril 2013 : règlement 13/01	-Libéraliser les taux d'intérêt (art 09).
	Janvier 1996 : Loi de finance	-Introduire le crédit-bail et la prise de risque au financement.	Janvier 2014 : Loi de finance	-Autoriser l'usage de la remise documentaire pour le paiement des opérations d'importation.
	2001 : Instruction	-Orienter le surplus de liquidité des banques publiques vers les placements à long terme ; -Réactiver la réserve obligatoire sous forme de dépôts rémunérés.	Février 2014 : règlement 14-01	-Appliquer un ratio de solvabilité aux banques et établissements financiers ; -Simplifier le calcul du risque opérationnel et le risque de marché.
			2014 : loi sur les règles de Bâle	-Appliquer les dispositions des accords de Bâle 2 et Bâle 3.

**Revue Algérienne d'Economie et gestion Vol. 14 N° : 02 (2020)**

	2001	-Ouvrir le capital des EPE à des investisseurs financiers étrangers.	10 juillet 2017 : Règlement n° 17-01 relatif à la couverture du risque de change	-Conforter les banques par la création d'un marché de devises.
	-Août 2003 : Ordonnance 03-11 relative à la M & C	- Assurer une meilleure protection des banques et de l'épargne du public, après la faillite des deux banques privées (Khalifa et BCIA).		
<b>Maroc</b>	11 avril 1990 : loi 89-39 portant la privatisation	- Réduire la fonction économique de l'Etat à travers l'ouverture du capital des banques publiques ; -Dynamiser la Bourse de Casablanca	2008 : loi n°41-08	-Créer une agence de développement de l'investissement y compris IDE.
	21 juillet 1993 : loi bancaire n° 2-91- 967	- Suspendre l'encadrement du crédit ; - Libéraliser le taux d'intérêt ; -Diversifier les intermédiaires financiers ;- Autoriser l'ouverture des succursales à l'étranger.	2009 : Accord «63 APPI»	- Protéger et promouvoir les Investissements réel et financier et notamment les IDE.
	Loi N° 90-58 des Offshores	- collecter toute forme de ressources en monnaies étrangères convertibles.		
	1993 : Adhésion aux obligations de l'art 8 du FMI	- Négocier le cours des transferts et des rapatriements des devises ; -Fournir une cotation instantanée aux IDE.	2012 : loi n°103-12 portant sur la loi bancaire	-Introduire des dispositions relatives aux banques offshores.
	1993 : loi n° 1-93- 211/212/213	-Adapter le règlement de la bourse de Casablanca aux conditions d'investissement financier étranger ; -Convertir la dette extérieure en investissement réel et financier.		

**Revue Algérienne d'Economie et gestion Vol. 14 N° : 02 (2020)**

	2000 : Loi de finance	-Autoriser le transfert des capitaux au Maroc pour réaliser des opérations d'investissement réel et financier.		
	02 /01/ 2002 : règle des indices	-Introduire une gamme d'indice de capitalisation (MASI et MADEX).		
	Lettre Royale du 9 janvier 2002	-Mettre en place des lignes de crédit pour le partenariat étranger ; -Octroyer d'avantages fiscaux aux IDE dépassant 200 millions de dirhams.		
	2002 : Règlement bancaire	-Autoriser les banques aux placements en devises à l'étranger, à acquérir des titres souverains, à accorder des crédits en dirhams aux étrangers non-résidents.		
	2007 : Loi de finance	-Autoriser les compagnies d'assurance d'investir à l'étranger pour un plafond de 5 % du total d'actifs.		
<b>Tunisie</b>	27/12/ 1993 : loi n° 93-120, (code d'investissements)	-Autoriser l'investissement réel et financier des étrangers non-résidents.	12 août 2009 : loi n°2009-64 portant services financiers	-Inciter les établissements financiers à élargir leurs activités financières aux étrangers ; -Inciter les étrangers à investir dans des zones d'encouragement.
	2005 : Loi de finance	-Libéraliser les flux de capitaux à moyen et à long terme.	2010 : Loi de finance	-Autoriser les résidents à déplacer leurs capitaux vers des pays étrangers.
	27/12/2007 : loi n°2007-69	-Octroyer des primes pour les opérateurs locaux et étrangers.	18/04/2011 : loi n°2011-28 Loi d'investissement 2016	- Appliquer des mesures fiscales et financières allégées pour soutenir les IDE. -Autoriser les investisseurs étrangers de posséder des biens immobiliers ; -Protéger l'investisseur contre les risques non commerciaux.

Tableau réalisé par nos soins à partir des : -Lois de finance

- Journal officiel, <https://www.joradp.dz> (Consulté le 17/11/2018)

-Rapports des Banques Centrales des trois pays

<https://www.oc.gov.ma/fr/investisseurs-etrangers/etrangers-non-residents> (consulté le 23/02/2019)

Il est nécessaire de noter que la plupart de ces règles étaient adoptées au fur à mesure des accords bilatéraux et des accords d'association conclus entre les pays maghrébins et les différents Etats. Le volume de ces accords explique la nécessité des mesures de promotion de la mobilité des capitaux dans les stratégies des trois pays maghrébins, comme le montrent les tableaux 02 et 03 :

**Tableau 02**  
**Accords bilatéraux en relation avec la mobilité des capitaux**  
**(Situation au 2016)**

	Accords d'investissements	Conventions de la non double imposition
Algérie	52	21
Maroc	68	55
Tunisie	43	38

Source : Rapport CNUCED 2017, <http://www.cnuCED.org> (consulté le 07/02/2019)

**Tableau 03**  
**Accord d'association UE/pays du Maghreb**

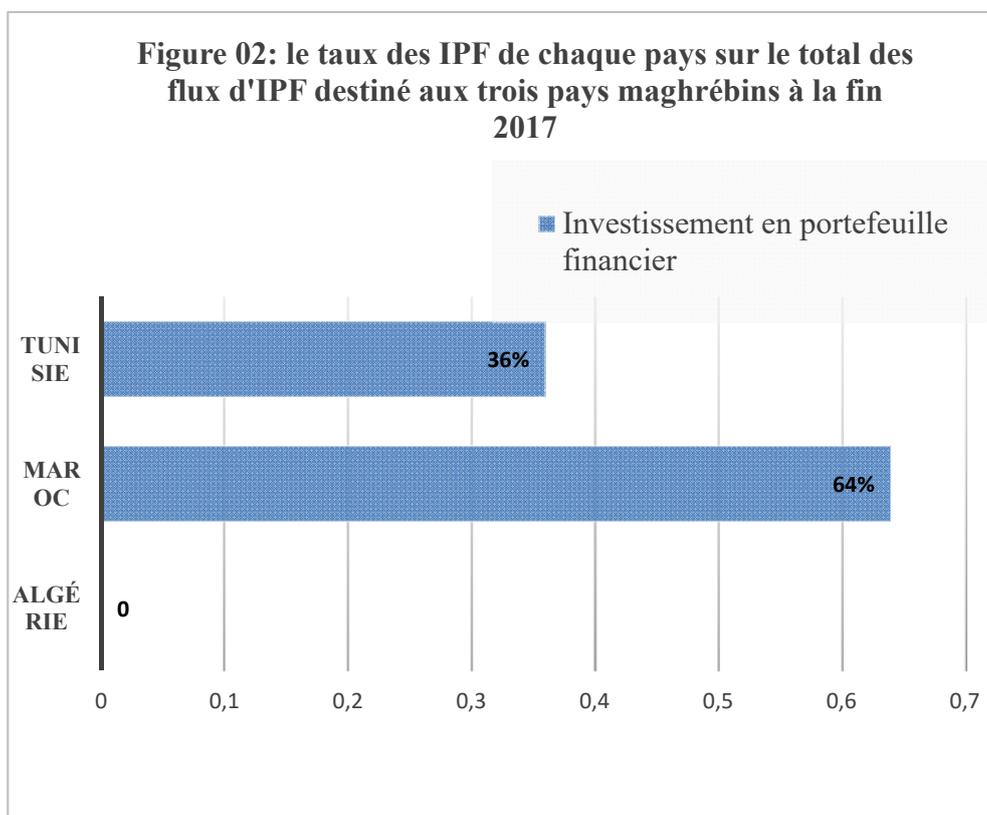
	Paraphe	Signature	Entrée en vigueur
Algérie	19 décembre 2001	22 avril 2002	1er septembre 2005
Maroc	15 novembre 1995	26 février 1996	1er mars 2000
Tunisie	Juin 1995	17 juillet 1995	1er mars 1998

Source : ANIMA, in [www.animaweb.org](http://www.animaweb.org) (consulté le 09/02/2019)

L'accord d'association entre l'Union Européenne et les trois pays maghrébins est une autre étape de coopération afin de faciliter la libre circulation des capitaux vers ces pays, tout en renforçant les institutions d'arbitrage et les moyens déployés.

Force est de constater que la mobilité des capitaux sous forme des IDE occupe une très grande place dans le volume des capitaux entrants et

sortants dans les trois pays maghrébins. Cependant, l'IPF est trop faible pour le Maroc et la Tunisie, et nul pour l'Algérie, comme le montre la figure 02.



**Source : Sites internet des trois banques centrales portant les Balances des paiements en 2017 (consulté le 20/02/2019)**

En Algérie, les restrictions en matière de transfert des capitaux vers l'étranger entravent le développement des investissements financiers dans des places financières étrangères par les particuliers ou les firmes.

En revanche, grâce à la libre circulation des capitaux, adoptée comme une règle d'incitation à la prise de risque, le Maroc et la Tunisie

affichent une ouverture à l'international avec un développement de réseaux bancaires et investissement en titres financiers à l'étranger.

Globalement, la logique d'attractivité des capitaux est passée en 15 ans d'une logique de restructuration à une stratégie de développement pour les trois pays. La tendance des flux nets confirme la volonté de ces pays d'attirer des flux étrangers après des réformes tous azimuts et à honorer leurs engagements vis-à-vis les institutions financières internationales après le rééchelonnement de leurs dettes. Cœur du système, les banques centrales des trois pays ont libéralisé graduellement l'activité financière, nonobstant les difficultés structurelles et les effets des crises financières.

### **3.2. Investissements en portefeuille financier nets des trois pays maghrébins**

Conscient de l'importance des IPF en matière de croissance économique, le Maroc a intensifié ses efforts, durant ces trois dernières décennies, pour assurer l'instauration d'un environnement favorable à l'investissement financier, à travers la mise en place de politiques de promotion et d'attraction des IPF. Ainsi, la politique d'attractivité des IPF engagée par le Maroc, en particulier à partir des années quatre-vingt-dix, s'inscrit dans une logique de diversification des sources de financement de l'économie nationale. De plus, le marché boursier marocain avait connu de multiples réformes au début des années quatre-vingt. Celles-ci incluaient essentiellement la cotation électronique, la baisse du taux des commissions des transactions et la suppression de toutes les entraves réglementaires faisant diminuer la participation étrangère. Nonobstant ces réformes, le marché financier marocain reste moins attractif par rapport à d'autres marchés financiers arabes. A l'instar du marché boursier

marocain, le marché financier tunisien a connu un développement faible. Ceci est dû essentiellement à la prédominance de l'Etat et des banques dans le financement de l'économie. De ce fait, des réformes sont mises en œuvre afin de combler ce retard. La Tunisie a adopté nouveaux système d'échange pour assouplir des réglementations relatives à la participation des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises domestiques.

Par ailleurs, l'Algérie maintien les restrictions en matière de sortie de capitaux, comme le montre le tableau ci-dessous avec des cases vides pour la plupart des années. La Bourse d'Alger est toujours sous-développé, avec seulement 4 titres en cotation à la fin de 2018. Les années 2010 et 2011 ont été marquées par l'acquisition des actions libyennes au profit du groupe SONATRACH. Le tableau 04 explique le retard des trois pays maghrébins en matière d'IPF durant les deux périodes (avant et après la crise de 2008). Les résultats montrent que près de la moitié de la période étudiée, le Maroc et la Tunisie affichent des flux négatifs et la mobilité internationale des capitaux reste loin des estimations escomptées.

**Tableau 04**  
**Evolution des IPF nets des trois pays maghrébins entre 2001-2017**

		Avant la crise financière								Après la crise financière								
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Algérie	IPF Nets							0.1			-1420	-8						
Maroc	IPF Nets	6	7	-7	-596	-598	294	801	109	16	-109	233	5	-221	-3543	-1315	327	112
Tunisi	IPF Nets	14	-6	-13	-24	-12	-64	-29	39	88	25	43	15	-8	-71	-152	56	63

Unité : millions de dollars

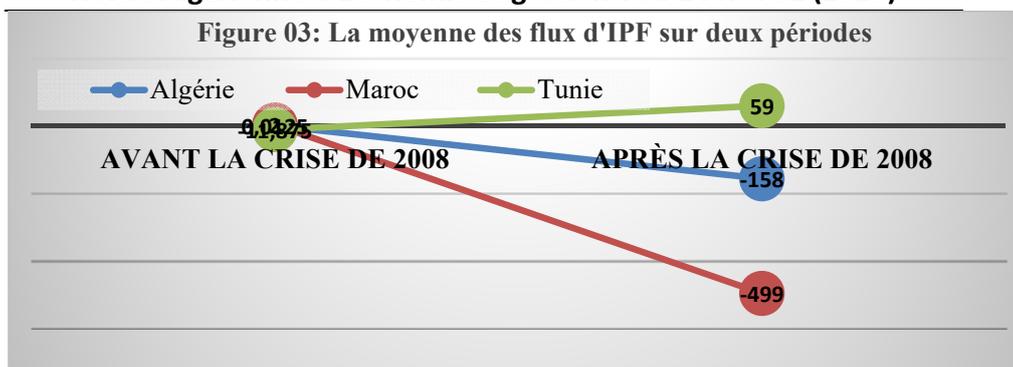
Tableau réalisé par nos soins à partir des : -Balances des paiements  
-Rapports des Banques Centrales des trois pays  
[-https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/bn.cab.xoka.gd.zs](https://donnees.banquemondiale.org/indicateur/bn.cab.xoka.gd.zs)

#### 4. DISCUSSION DES RESULTATS

D'une façon générale, les trois pays maghrébins ont mobilisé une variété de règles d'incitation à la prise de risque pour une attractivité suffisante des flux étrangers. Nos résultats montrent que le Maroc et la Tunisie tendent à promouvoir la mobilité internationale des capitaux en IPF. Alors que l'Algérie accuse un retard remarquable en matière d'IPF. Notre discussion s'articule plutôt autour de deux constatations capitales.

##### **4.1. L'interaction des règles d'incitation à la prise de risque et l'évolution des IPF dans les trois pays**

Dans la figure 03, nous tentons de catégoriser l'impact des règles d'incitation à la prise de risque, adoptées par les trois pays maghrébins et cela à partir des données de la Banque Mondiale et les balances des paiements de ces pays durant la période du 2001 au 2017 (séparée en deux sous périodes). A l'instar de la Tunisie, le recul des IPF pour l'Algérie et le Maroc est très significatif, et cela malgré la règle de partenariat 51/49, appliquée en 2009 par l'Etat algérien et l'arrêté de 2018 relatif à l'augmentation du capital de 10 à 20 milliards de dinars pour toutes les banques algériennes y compris les banques étrangères. La stabilité politique et le positionnement géographique n'ont pas garanti l'accueil des IPF pour le Maroc et l'Algérie. La figure ci-dessous explique l'évolution de la moyenne des flux des IPF sur les deux périodes.



Source : réalisé par nos soins à partir des : -Balances des paiements

#### 4.2. Le développement de l'attractivité des capitaux

Si les marchés mondiaux sont de plus en plus intégrés et la capacité d'attirer les capitaux est tributaire des règles financières adaptées et du climat économique de chaque pays, les trois pays d'étude n'attirent qu'une faible portion des flux nets de capitaux à plus d'un an à destination du monde arabe.

Une attention particulière sur les règles d'incitation à la prise de risque et leviers de mobilité renforcent l'attractivité des capitaux étrangers en matière d'IPF. En explicitant le procédé dont l'attractivité internationale des capitaux s'inscrit, les règles autour de la mobilité internationale seraient davantage déployées dans une volonté d'attraction des flux étrangers.

Enfin, il est nécessaire pour les trois pays maghrébins de considérer la mobilité internationale des capitaux comme également une perspective pour les intervenants directs et indirects. Si l'on considère comme un résultat de l'ouverture financière, la mobilité internationale des capitaux permet de promouvoir les sources de financement pour ces pays.

## CONCLUSION

*L'objectif de cette contribution est d'évaluer l'impact des règles d'incitation à la prise de risque sur la promotion de la mobilité internationale des capitaux dans les trois pays maghrébins, à savoir ; l'Algérie, le Maroc et la Tunisie. Cela a permis d'étudier en deux périodes l'évolution des règles portant sur l'ouverture financière et la prise de risque. La première, avant la crise financière, où la mobilité internationale des capitaux était en nette évolution. La deuxième, après la crise financière, fondée sur la restructuration des flux étrangers.*

*Sur le plan d'analyse, les résultats de cette recherche montrent l'effet neutre de la crise financière sur l'évolution des capitaux étrangers dans les trois pays maghrébins. En revanche, cette évolution suit une tendance linéaire selon le niveau des règles d'incitation à la prise de risque.*

*Compte tenu du caractère limité de l'analyse conduite, du moins au plan géographique (le contexte maghrébin), nous prévoyons élargir l'étude à d'autres pays arabes. Cette démarche serait en effet pertinente dans la mesure où les pays arabes partagent une conjoncture commune en matière d'histoire, de coutumes, de richesses, etc., mais présentent également des points de divergences non négligeables, particulièrement au niveau de l'influence du choix politique sur les sphères économiques et financières. La présente contribution ne traite pas en profondeur les différences économiques et sociales existantes entre les trois pays maghrébins (Algérie,*

*Maroc et Tunisie); une analyse à ce niveau s'avère selon nous pertinente pour contribuer à la recherche universelle. Aussi, il serait pertinent de proposer une échelle de mesure pour confirmer ou infirmer l'influence des règles d'incitation à la prise de risque sur la mobilité internationale des capitaux.*

### **Références bibliographique**

- 1. ALOUANI A.** 2008. "Les réformes financières dans la région MENA, une approche comparative : cas de la Tunisie, l'Algérie, le Maroc et l'Egypte" PANOECOMICUS, pp. 369-381
- 2. BRASSEUL J.** 2008. " Introduction à l'économie du développement" 3<sup>ème</sup> édition, Edition Armand COLIN, Paris.
- 3. GITMAN L., JOEHNK M., DESMULIERS G., HERBIN F.,**
- 4. JOKUNG O., LANGLOIS G.** 2005. "Investissement et marchés financiers " 9<sup>ème</sup> édition, PERSON Education France. Paris.
- 5. PILVERDIER J. & HAMET J.** 2001. "Le marché financier Français" 4<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris.
- 6. QUITTARD PINON F.** 2003. "Marchés des capitaux et théorie financière" 3<sup>ème</sup> édition, Economica, Paris.
- 7. BEJI S.** 2006. "Ouverture financière et développement financier dans la région du bassin sud-méditerranéen : Approche institutionnelle et calcul de seuils de développement" Publication électronique
- 8. BOUABDI O.** 2014. "Libéralisation financière et investissement direct à l'étranger : un mode de financement qui s'impose pour le développement économique des PED : cas du Maroc" Thèse sous la direction de GILLES P. & BOUAYAD A. Université MOULAY ISMAÏL, Maroc.
- 9. AZEROUAL M.** 2016. "IDE au Maroc : impact sur la productivité totale des facteurs selon le pays d'origine (1980-2012)" Revue Afrique et développement, Volume XLI, No. 1, 2016, pp. 191-213.
- 10. BAD 2018** " Perspectives économiques en Afrique du Nord 2018"
- 11. Banque Mondiale** 2019 Rapports des années de 2001 à 2017.
- 12. BELHABIB A. & ACHOUCHE M.** 2008. "Développement des systèmes financiers des pays du Maghreb (Algérie, Maroc et Tunisie) et

financement des PME: Une analyse comparative", Revue Management N°3 université de Mascara.

**13. CGAP** Building financial systems for the poor. 2006. "Bancarisation de masse en Algérie : Opportunités et défis" Rapport final de la Mission conjointe du CGAP et de l'AFD, Ministère des finances

**14. HENRY P. & DE SAINT-LAURENT B.** 2007. "Les IDE dans la région MEDA en 2006", Notes et documents n° 23, ANIMA-MIPO, Agence Française pour les investissements internationaux.

**15. ISMAIL N.** 2008. "Réforme du marché financier en Algérie" Ministère des Finances / Atelier marché financier.

**16. JOURNAUX OFFICIELS** des trois pays maghrébins des années 1995 au 2017

**17. MAALEL N & EI KADHI Z.** 2006. "Libéralisation des mouvements de capitaux, désalignement du taux de change et croissance économique". Document de travail LMC.

**18. MANSOURI M.** 2008. "Réglementation des IDE au Maroc : progrès et réformes" atelier de travail. Paris

**19. MAROUANI A.** 2000. " Le rôle des marchés monétaires et financiers dans le cadre de la zone Euro : Analyse comparative du Maroc, de la Tunisie, de la Turquie et d'Israël" Femise network.

**20. Ministère de l'Industrie et de la Promotions des Investissements** 2010. " Recueil des principaux textes législatifs à caractère économique et industriel édités en 2009 -Tous secteurs confondus- " Document de travail n° 11/DGIEEP/10, Alger.

**21. Ministère du Développement, de l'Investissement et de la Coopération Internationale,** 2017. "Le Nouveau Cadre Juridique de l'Investissement" Document de travail n° 11, Tunis

**22. RACHID S. & OUERTANI H.** 2006. "Intégration financière et croissance économique : quel est l'impact de l'hétérogénéité financière ?" Publication électronique.