

**UNIVERSITE ABDERRAHMANE MIRA DE BEJAIA.**

**FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES ET DES  
SCIENCES DE GESTION.**

**Département des Sciences commerciales**

**Mémoire de fin de cycle  
Pour l'obtention du diplôme de Master en Sciences Commerciales**

**Option : Finance et Commerce International**

**Thème**

**IMPACT DE L'INTEGRATION FINANCIERE SUR  
LA CROISSANCE ECONOMIQUE DES  
PAYS DU MAGHREB  
(ALGERIE, MAROC, TUNISIE)**

**Réalisé par :**

1. ABBAS Amina
2. AHNOUDJ Rima

**Encadreur :**

Dr, OUKACI Kamal

**Membre du jury :**

**Président : Mr KHIDER Abdelkrim**

**Examinatrice : Mme BELHABIB Razika**

**Année Universitaire 2012-2013**



## *Remerciements*

*C'était un agréable plaisir et un suprême honneur pour nous de travailler sous les précieuses directives de notre directeur de recherche Dr. OUKACI Kamal qui nous a énormément assisté pour l'accomplissement de ce travail.*

*Nous saluons, en termes de notre haute considération, sa passion de recherche et son engouement pour les études.*

*Il nous est agréable aussi de témoigner notre grande gratitude, notre forte reconnaissance et notre profond sentiment de respect à tout le corps professoral de la faculté des sciences commerciales.*

*Nous sommes redevables à tous les enseignants qui ont contribué à notre formation (primaire, secondaire et supérieure)*

*Enfin, nos remerciements et notre profonde gratitude pour les membres du jury de leur extrême gentillesse d'accepter l'évaluation de ce travail.*

*A*<sub>MINA</sub>, *R*<sub>IMA</sub>

## *D*édicaces

*Tout d'abord, louange à « Allah » qui m'a guidé sur le droit chemin tout au long du travail et m'a inspiré les bons pas et les justes reflexes. Sans sa miséricorde, ce travail n'aura pas abouti*

*Je dédie ce modeste travail comme un témoignage d'affection, de respect et d'admiration,*

*À la mémoire de mes très chers grands-parents paternels  
«MOHAND OUIDIR et LALDJA»  
(Que Dieu ait leurs âmes)*

*À la mémoire de mon très cher cousin «IDIR» qui a laissé un très grand vide dans notre famille*

*À mes très chers grands-parents maternels «LEKHAL et MALIKA» qui m'ont encouragé et soutenue tout au long de mes études*

*À mes très chers parents « MOHAND AKLI et NADIA » qui ont éclairé mon chemin, qui ont été toujours là pour moi et qui m'ont donné un magnifique modèle de labeur et de persévérance. Je les remercie pour leur amour et sacrifices. J'espère qu'ils trouveront dans ce travail toute ma reconnaissance et tout mon amour; je vous aime. Que dieu vous bénisse, et vous garde pour moi.*

*À mes très chers frères adorables «YACINE et WALID» je leurs souhaite toute la réussite et une très belle vie.*

*À mes très chères tantes FARIDA, AOUICHA ZAHIA, DALILA, et leurs maris*

*À mes très chers oncles, A.CHERIF, A.RABAH, A.MOULOUD, A.KARIM, K.HAKIM, K.RABAH, K.SAMIR, K.MUSTAPHA, K.LAARBI et leurs femmes*

*À tous mes petits cousins et cousines*

*À toute la famille **AHNOUDJ, KESSACI***

*À mon binôme Amina et à toute sa famille*

*À tous mes amis(es), THIZIRI, REBIHA, DANIZA, LAMIA, AMINE, FATIMA, YASMINE*

*Et enfin à tous les étudiants de FCI-LMD- promotion 2013.*

*R<sub>IMA</sub>*

## *Dédicaces*

*Tout d'abord, louange à « Allah » qui m'a guidé sur le droit chemin tout au long du travail et m'a inspiré les bons pas et les justes reflexes. Sans sa miséricorde, ce travail n'aura pas abouti*

*Je dédie ce modeste travail comme un témoignage d'affection, de respect et d'admiration,*

*À la mémoire de mes très chers grands-parents paternels et ma grand-mère maternelle  
(Que Dieu ait leurs âmes)*

*À mes très chers parents que je chérie par-dessus tout, ils ont été là pour moi et ils sont à l'origine de ce que je suis aujourd'hui*

*À mes très chers frères et sœurs « HAMZA et HICHAME, SOUHILA et LINA » je leurs souhaite toute la réussite et une très belle vie.*

*À tous mes cousins et cousines*

*À toute la famille **ABBAS, BELLIL***

*À mon binôme Rima et à toute sa famille.*

*À tous mes amis(es), SONIA, ABLA, NADJMA, KAHINA, KAMILA, KARIMA, RADIA, ZAHIA.*

*Et enfin à tous les étudiants de FCI-LMD- promotion 2013.*

*A*<sub>MINA</sub>

## Liste des abréviations

**BEI** : Banque Européenne d'Investissement

**BM** : Banque Mondiale

**BVM** : Bourse des Valeurs Mobilières

**BVMT** : Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis

**CPCM** : Comité Permanent Consultatif du Maghreb

**CRI** : Centre Régional d'Investissement

**DB** : Doing Business

**FEMIP** : Facilité Euro-Méditerranéenne d'Investissement et de Partenariat

**FBCF** : Formation Brut de Capital Fixe

**FMI** : Fond monétaire international

**HSBC** : Hong Kong and Shanghai Banking Corporation,

**IDE** : Investissement Direct Etranger

**IDH** : Indice de Développement Humain

**IP** : Investissement de Portefeuille

**OMPIC** : Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale

**PAS** : programme d'ajustement structurel

**PIB** : Produit Intérieur Brut

**PNUD** : Programme des Nations Unis pour le Développement

**PPA** : parité pouvoir d'achat

**PPM** : Pays Partenaires Méditerranéens

**RNB** : revenu national brut

**SGBV** : Société de Gestion des Valeurs Mobilière

**UE** : Union Européenne

**UMA** : Union Maghreb Arabe

# Sommaire

<b>INTRODUCTION GENERALE</b> .....	1
<b><u>CHAPITRE I</u>: INTEGRATION FINANCIERE ET LIBERALISATION DES MOUVEMENTS DE CAPITAUX : UNE REVUE DE LITTERATURE</b> .....	3
1- Définition de l'intégration financière .....	6
2- Les déterminants de l'intégration financière .....	17
3- Fondements théoriques de la libéralisation financière .....	11
4- Processus de la libéralisation financière .....	19
<b><u>CHAPITRE II</u>: INTEGRATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE : APPORTS ET LIMITES</b> .....	28
1- Le processus de la croissance économique.....	29
2- Le lien entre finance et croissance .....	33
3- Système financier et croissance économique : Canaux de transmission .....	36
4- Les effets de l'intégration financière sur la croissance .....	39
<b><u>CHAPITRE III</u>: PRESENTATION DES SYSTEMES FINANCIERS DES PAYS DU MAGHREB (ALGERIE, MAROC, TUNISIE)</b> .....	47
1- Aperçu sur les économies du Maghreb : Un état des lieux .....	48
2- Climats des affaires au Maghreb.....	59
3- Les réformes des systèmes financiers des pays du Maghreb .....	62
4- La situation actuelle des systèmes financiers maghrébins.....	69
<b><u>CHAPITRE IV</u>: L'IMPACT DE L'INTEGRATION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE DES PAYS DU MAGHREB</b> .....	73
1- L'intégration financière des pays du Maghreb : Un état des lieux.....	74
2- Développement du système financier au Maghreb .....	75
3- Ouverture aux flux de capitaux étrangers.....	84
4- Comportement de l'épargne et de l'investissement .....	87
5- L'impact de l'intégration financière sur la croissance économique : Synthèse de quelques travaux empiriques .....	91
<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	95





## INTRODUCTION GENERALE

**D**epuis le début des années quatre-vingt, l'environnement financier international a connu des transformations et des mutations profondes, aussi bien pour les marchés développés que pour les marchés en développement. Cela est marqué par l'ouverture à l'international des institutions financières et une orientation des marchés financiers vers de nouveaux produits et instruments financiers.

En effet, ces développements résultent principalement des mouvements de déréglementation, désintermédiation et décloisonnement des marchés ainsi que des innovations financières et technologiques. Ce qui nous conduit à parler du phénomène d'intégration financière internationale, sous le double objectif de l'accroissement de la mobilité internationale des capitaux et de la libéralisation financière internationale.

Face à ce mouvement croissant d'intégration financière, les pays en développement, notamment les pays du Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie), adoptaient des mesures visant l'assouplissement des restrictions aux mouvements de capitaux, cherchant à profiter des opportunités offertes par l'accès à l'économie mondiale.

L'étude de la relation entre l'intégration financière et la croissance économique a toujours fait l'objet d'un intérêt particulier. A cet effet, de nombreux modèles théoriques et empiriques ont été développés pour justifier le fait que l'intégration financière internationale entraîne une croissance économique. Par contre, d'autres économistes ont estimé que cette forte relation causale est difficile à établir.

Les prédictions théoriques de l'effet de l'intégration financière sur la croissance sont perplexes. Plusieurs travaux suggèrent que l'intégration financière peut favoriser une plus grande efficacité dans l'allocation des ressources, faciliter la diversification des risques, contribuer au développement du système financier, améliorer le taux d'investissement et stimuler la croissance [Edison et al (2002a); Henry (2000a); King et Levine (1993)]. En revanche, l'intégration financière peut être nuisible à la croissance économique en cas de présence des distorsions. Elle peut induire à une instabilité financière et une allocation non optimale du capital qui est considéré comme un déterminant de la croissance économique [Eichengreen (2001)].

Les travaux empiriques quant à eux, se trouvent incapable de résoudre cette controverse théorique. Certains travaux défendent l'idée selon laquelle l'intégration financière n'affecte pas la croissance économique [Kraay (2000) et Rodrick (1998)]. D'autres, montrent que la

libéralisation du compte capital a un effet favorable sur la croissance [Quinn (1997); Klein et Olivei (1999); Bekaert et al. (2000)].

Les systèmes financiers des pays du Maghreb ont connu une longue période de répression financière, caractérisée par le contrôle total de l'Etat sur les opérations des intermédiaires financiers. Cette politique handicape le développement du système financier, décourage la mobilisation de l'épargne, nuis à l'accumulation du capital productif et entrave l'amélioration des investissements. La situation de répression financière était dominante jusqu'à la fin des années quatre-vingt où les trois pays du Maghreb, ont adopté une politique de libéralisation financière et se sont engagés dans un vaste processus de réformes. Les efforts consentis visent à restaurer leurs équilibres macroéconomiques et à promouvoir une plus grande intégration financière.

C'est dans ce contexte que s'inscrivent les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973). Les deux auteurs recommandent l'abandon de la politique de répression, qui ne fait qu'engendrer un ralentissement de la croissance économique. La libéralisation financière est donc un moyen efficace pour promouvoir le développement financier et la croissance économique.

À la lumière de ce débat, sur les bienfaits et les risques de l'intégration financière, nous allons essayer de mener notre investigation dans une optique de comparaison entre les pays du Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie), qui ont entrepris des réformes en vue de libéraliser leurs systèmes financiers. Par ailleurs, l'objet de ce présent travail consiste à savoir dans quelle mesure la libéralisation du compte capital affecte la croissance économique.

À cet égard, nous avons jugé nécessaire de répondre à la question suivante :  
***L'intégration financière externe affecte-telle la croissance économique des pays du Maghreb ?***

De cette question initiale découle une série d'interrogation, entre autres :

- Quel est l'effet de la libéralisation du système financier sur le développement économique ?
- L'intégration financière a-t-elle un impact positif ou négatif sur la croissance économique des pays du Maghreb ?

L'intérêt que nous portons au choix des trois pays du Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie), est justifié par l'histoire commune qui les lie, la même religion d'Etat et une unité sociologique, linguistique et culturelle similaire. À cela, s'ajoute la politique financière appliquée avant les

réformes (répression financière), la période des réformes (années quatre-vingt-dix), mais aussi les difficultés de développement face aux défis économiques caractérisés par une forte dépendance économique extérieure.

L'objectif de notre recherche vise essentiellement le suivi et l'analyse de la libéralisation des systèmes financiers au Maghreb tout en soulignant son impact sur la croissance économique. Ceci, après avoir cerné les éléments théoriques relatifs à la question.

Pour y parvenir, nous avons émis les hypothèses suivantes :

- L'intégration financière affecte la croissance économique. En effet elle peut avoir des avantages indirects importants dans trois domaines; développement du secteur financier, qualité des institutions et politiques macroéconomiques.
- L'impact de l'intégration financière sur la croissance économique au Maghreb est non significatif.

Afin de mener à bien cette étude, nous avons procédé à la recherche bibliographique (documents, rapports, articles, mémoires et thèses), et à l'analyse de différentes études réalisées au niveau international. Concernant le cadre d'analyse, nous nous appuyerons sur les données statistiques recueillies auprès de la banque mondiale.

Au-delà des objectifs fixés, notre travail sera structuré en quatre chapitres :

Le premier sera consacré à une synthèse des principales approches théoriques sur l'intégration financière et la libéralisation des mouvements de capitaux.

Le deuxième portera sur le lien entre l'intégration financière et la croissance économique. Nous présenterons les différents canaux de transmission, par la suite nous passerons aux effets positifs et négatifs de l'intégration financière sur la croissance économique.

Dans le troisième, nous analyserons la performance des systèmes financiers maghrébins, en mettant l'accent sur les principales caractéristiques de l'environnement économique de ces pays, et en passant en revue les réformes engagées pour libéraliser leurs systèmes financiers.

Dans le quatrième chapitre, nous allons analyser l'impact de la politique de la libéralisation financière sur la croissance économique au Maghreb. Nous présenterons d'abord une évaluation statistique des indicateurs de développement financier, ensuite nous procéderons

à une synthèse des différents travaux empiriques portant sur notre thème, à savoir l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique.

## **Introduction**

Le marché financier international, par son ampleur et sa vitesse de progression a été, l'un des principaux vecteurs de changement des économies au cours des trois dernières décennies. Mais c'est surtout la décennie quatre-vingt-dix qui modifie la donne financière internationale, dans le cadre d'une mondialisation des transactions marquée par la constitution d'un vaste et unique marché international des capitaux, facilitant l'échange de biens et services, et soutenant la croissance économique.

Le mouvement d'intégration des marchés financiers internationaux, sous le double objectif de l'accroissement de la mobilité internationale des capitaux et de la libéralisation financière internationale constitue un processus dynamique évoluant dans le temps en fonction des innovations économiques, financières et socio-politiques. La libéralisation des mouvements de capitaux reste alors l'objectif de tout pays cherchant à profiter des opportunités offertes par l'accès à l'économie mondiale.

Les arguments théoriques en faveur de la libéralisation sont multiples, ils trouvent leurs origines, au cours des années soixante-dix, dans les travaux théoriques fondamentaux de McKinnon et Shaw (1973). Ensuite, la libéralisation prenait une place très importante dans les débats et les recherches scientifiques. Ainsi, ces travaux ont été repris et enrichis par un grand nombre d'auteurs tels que Kapur (1976), Vogel et Buser (1976), Galbis (1977). Bien que le début des années quatre-vingts a été marqué par l'échec des expériences de libéralisation financière, qui suscitera une critique minutieuse de la part des opposants à la théorie de McKinnon et Shaw.

Dans ce présent chapitre, nous rappelons quelques définitions et déterminants de l'intégration financière. Nous passerons en revue les différentes théories sur la libéralisation financière, ses prolongements ainsi que les critiques apportées à cette dernière. Enfin nous présenterons le processus de la libéralisation financière, tout en s'attardant sur sa dernière étape à savoir la libéralisation des mouvements de capitaux.

## 1- Définition de l'intégration financière

Nous pouvons mentionner au début que l'intégration financière internationale est une variable difficile à définir et à mesurer. Les définitions que nous avons décidé d'adopter sont les suivantes :

«Un marché financier est dit intégré, lorsque les investisseurs et l'ensemble des opérateurs exerçant leurs activités sur le marché financier sont soumis, à un ensemble cohérent et uniforme de règles régissant les échanges, ont un accès non différenciés à l'ensemble d'instruments et services financiers et bénéficient d'un traitement équitable quand ils décident d'intervenir sur le marché»<sup>1</sup>.

«Nous parlons d'intégration financière internationale pour faire référence à la connexion désormais plus avancée des marchés financiers internationaux. Ainsi qu'à la restructuration et l'expansion des différents marchés internationaux de capitaux, instaurant un marché financier mondial à l'architecture toujours plus compacte favorisant une circulation plus dense et fluide de l'épargne»<sup>2</sup>.

«Au sens économique du terme, l'intégration désigne soit un processus, soit un résultat. En tant que processus, l'intégration financière est un ensemble de mesures destinées à éliminer d'une manière progressive les discriminations entre les unités économiques des différents pays. En tant que résultat, l'intégration financière devrait aboutir à un constat de disparition des marchés de capitaux nationaux et la formation d'un marché financier mondial ou village global»<sup>3</sup>.

L'intégration financière, fait référence aux liaisons individuelles des pays avec les marchés internationaux de capitaux. Elle se distingue de la globalisation financière qui fait référence à l'augmentation des liaisons entre les pays à travers l'échange des flux financier. La globalisation financière est donc fortement associée avec le degré d'intégration financière de chaque pays. De toute évidence, un degré d'intégration financière élevé suppose l'absence de barrière à l'entrée susceptible de freiner l'accès des concurrents potentiels au marché et d'empêcher l'exercice de la concurrence.

---

<sup>1</sup> Adrian POP, « Le processus d'intégration financière en Europe : Quo Vadis ? », Regards croisés sur l'économie, 2008/1 n° 3, p. 46.

<sup>2</sup> Aimé SCANNAVINO, dunod. Paris, 1999.

<sup>3</sup> Nabil MAALEL et Zouhair ELKADHI, « libéralisation des mouvements de capitaux, mésalignement du taux de change et croissance économique », colloque EMME, Madrid, juin 2004:p.7.

Elle se diffère de la libéralisation financière qui désigne un processus impliquant un ensemble de mesures utilisées dans le but d'éliminer les restrictions imposées sur le secteur financier telle que la libéralisation du taux d'intérêt, l'élimination des restrictions imposés sur le compte capital ou encore la réforme du secteur externe<sup>4</sup>.

## **2- Les déterminants de l'intégration financière**

Les études empiriques montrent que les variables financières susceptibles d'affecter le degré d'intégration internationale, sont liées aux conjonctures économiques et socio-politiques nationales et internationales [voir Bakaert et Harvey (1995,1997), Hardouvelis et al (2002)]. Par ailleurs le niveau d'intégration dépend des caractéristiques spécifiques à chaque pays, mais également de la restructuration financière internationale. De ce fait, les facteurs déterminants l'intégration financière internationale peuvent être regroupés en deux catégories, qui sont les facteurs locaux et les facteurs globaux.

### **2-1 Les facteurs locaux**

Ils englobent des variables nationales qui influent le niveau d'intégration internationale des marchés boursiers locaux. Et qui sont supposées représenter les niveaux de développement des marchés nationaux, les cadres opérationnels et réglementaires, mais aussi les instabilités macroéconomiques et monétaires.

#### **2-1-1 Degré d'ouverture commerciale**

Il mesure le niveau de la contrainte extérieure et s'évalue par de multiples éléments significatifs et informatifs du degré d'échange d'une économie avec le reste du monde. Le ratio commerce extérieur (importations + exportations) sur PIB traduit le développement macroéconomique d'un pays, ainsi que son niveau d'intégration dans l'économie mondiale. Les économistes financiers pensent qu'une meilleure intégration économique conduirait à une meilleure intégration financière, car une économie avec une bonne ouverture au commerce extérieur procure la confiance des décideurs et des investisseurs internationaux et attire plus de fonds étrangers.

---

<sup>4</sup> Abdelhafidh DHRIFI, « Intégration financière, instabilité financière et croissance économique », 1er Forum des Economistes Tunisiens, décembre 2009.

## **2-1-2 Développement du marché boursier**

Le développement du marché boursier peut s'interpréter par la variable capitalisation boursière sur le PIB. Il affecte les caractéristiques des rendements des titres à travers deux canaux. Le premier, correspond aux fonctions du marché boursier qui permet de faciliter les échanges, les possibilités de diversification des risques, la fourniture de liquidité et la réduction des asymétries, ce qui attirent les investisseurs étrangers, et donc agissent positivement sur le niveau d'intégration financière. Le second canal, passe par l'influence du marché financier sur les fondamentaux de l'économie qui affectent la structure de rentabilités des titres financiers. Cette variable a été utilisée notamment par Bekaert et Harvey dans leur modélisation de degré d'intégration variable dans le temps.

## **2-1-3 Flux de capitaux étrangers**

Les flux de capitaux étrangers affectent la dynamique des marchés boursiers. Ils reflètent la possibilité et la volonté des investisseurs globaux d'investir dans un marché donné. En outre l'ouverture aux capitaux internationaux améliore l'efficacité du système financier et permet l'arrivée d'investisseurs et d'arbitrages étrangers qui augmentent la sensibilité du marché local aux facteurs globaux de risque, ce qui permet donc la réduction des écarts des prix suite aux opérations d'arbitrages. En effet, L'intégration financière internationale est un processus graduel dont la vitesse dépend du cadre réglementaire en matière de mouvement des capitaux et de la situation particulière de chaque marché national.

## **2-1-4 La volatilité des taux de change**

Selon certains économistes, la volatilité des taux de change constitue un frein au développement du commerce international et aux mouvements de capitaux, dans la mesure où elle rend très aléatoire les calculs économiques des entreprises importatrices ou exportatrices et des investisseurs globaux.

Bien qu'il existe des techniques de couverture du risque de change qui permettent aux firmes et aux investisseurs effectuant des opérations à l'étranger de s'assurer contre une éventuelle variation du change. Elles engendrent un coût pour les entreprises et les investisseurs qui y ont recours, et sont donc susceptibles de décourager des transactions internationales.



### **2-1-5 Taux d'intérêt**

Certains auteurs ont considéré quatre variables : le taux d'intérêt local à court terme qui affecte les mouvements de capitaux et peuvent, par conséquent, agir sur l'intégration financière internationale, la variation du taux d'intérêt court, la prime de terme. Cet écart mesure le risque qui affecte l'engouement des investisseurs globaux et par conséquent les mouvements internationaux de capitaux qui influent le degré d'intégration financière, et enfin la convergence du taux d'intérêt local vers les standards internationaux qui est utilisée dans les modèles macro-économiques comme mesure d'intégration financière internationale; plus l'écart est faible plus le niveau d'intégration est élevé.

### **2-1-6 L'inflation**

La stabilité monétaire et macroéconomique constitue une condition primordiale pour le développement financier d'un pays. Nous distinguons deux autres variables: le taux d'inflation locale et la convergence des taux d'inflation. D'une part, il existe un lien négatif entre l'inflation et l'intégration financière internationale. Plus les taux d'inflation sont élevés, moins les investisseurs investissent internationalement car ils préfèrent investir dans les actifs domestiques pour se couvrir contre le risque d'inflation locale. D'autre part la convergence des taux d'inflation locaux vers les taux internationaux incite les investisseurs à tirer profit des opportunités d'investissement offertes dans les marchés étrangers.

### **2-1-7 Croissance de la production industrielle**

La production industrielle rend compte de l'état de l'activité du secteur industriel. Nous retenons deux variables : la croissance de la production industrielle et la convergence des taux de croissance nationaux vers les standards mondiaux.

De nombreux travaux tant théoriques qu'empiriques montrent l'existence d'un lien positif entre la croissance économique et la performance des marchés financiers. Les investisseurs globaux visent les marchés des pays qui enregistrent des taux de croissance élevés, ceci permet de réduire les écarts des prix et donc d'améliorer l'intégration de ces marchés dans le marché mondial. Par ailleurs, il existe une relation positive entre la croissance de la production industrielle nationale et l'intégration financière internationale.

La convergence des cycles économiques peut constituer un facteur sous-jacent à l'apparition d'une tendance commune dans l'évolution des prix des actifs financiers. De ce fait, la baisse des écarts des taux de croissance se traduit par une augmentation du niveau d'intégration financière.

## 2-1-8 Autres facteurs

Outre les facteurs précédents dont le lien avec les marchés boursiers a été mis en lumière, nous retenons les trois facteurs suivants :

- **Le déficit courant** : Le déficit des comptes courants se traduit généralement par une entrée de capitaux finançant ce déficit. Cependant, la persistance d'un déficit entame la confiance des investisseurs.
- **Le chômage** : Le taux de chômage est un indicateur économique qui s'est parfois révélé plus significatif que la production industrielle. La croissance du taux de chômage d'un pays est de nature à accroître le risque des titres de ce pays et donc à réduire son attractivité. Ce qui explique l'effet négatif de cette variable sur l'intégration financière internationale.
- **La volatilité des exportations** : De nombreux travaux mettent en évidence le risque de change et le risque de défaut qui peuvent se déclencher dans les pays ayant une forte volatilité des exportations. Un pays dont les exportations sont volatiles fait recours aux capitaux étrangers pour lisser la consommation à travers les périodes de la variation du revenu afin de maintenir un bon rapport de crédit. Ceci explique le phénomène de mouvements de capitaux et donc un stimulant à l'intégration financière internationale.

## 2-2 Les facteurs globaux

Nous entendons par facteur global d'intégration tout facteur susceptible d'influencer simultanément l'intégration financière de plusieurs marchés nationaux. De nombreux travaux empiriques ont montré que les facteurs globaux affectent l'évaluation internationale des actifs financiers notamment pour les marchés développés, [voir par exemple Harvey et Ferson (1993)].

### 2-2-1 Taux d'intérêts internationaux

Plusieurs travaux empiriques et théoriques montrent que dans le cas des marchés ouverts, les taux d'intérêt internationaux influencent l'évaluation des actifs financiers et les mouvements internationaux de capitaux<sup>5</sup>. Ces taux d'intérêt affectent l'allocation internationale des capitaux et motivent les opérations d'arbitrage international. En effet, une diminution des taux d'intérêt internationaux accroît les mouvements de capitaux vers les marchés des pays émergents. Donc il existe une relation négative entre l'évolution des taux d'intérêt mondiaux et l'intégration

---

<sup>5</sup> Mohamed El Hedi AROURI, « A la Recherche des Facteurs Déterminants de l'Intégration Internationale des Marchés Boursiers : une Analyse sur Données de Panel », Economix. Université Paris X Nanterre.

financière: plus les taux d'intérêt internationaux sont faibles, plus les investisseurs accèdent aux marchés des pays émergents et plus leur niveau d'intégration dans le marché international augmente.

### **2-2-2 La croissance mondiale**

Les travaux récents établissent des liens entre la croissance économique internationale et la performance des marchés financiers. D'une part, il existe une relation positive entre la croissance mondiale et l'intégration financière. Car une croissance économique mondiale soutenue augmente le moral des investisseurs et leur confiance dans les marchés boursiers et donc permet une meilleure mobilisation internationale de l'épargne. La recherche d'opportunités profitables d'investissements intensifie les arbitrages internationaux et conduirait une meilleure intégration financière internationale. D'autre part, le lien entre la croissance dans les pays industrialisés et l'intégration financière des marchés boursiers des pays émergents est négatif. En effet, une faible croissance de la production industrielle des pays développés augmente les mouvements internationaux de capitaux en destination des pays émergents.

## **3- Fondements théoriques de la libéralisation financière**

La théorie fondamentale de la libéralisation financière est centrée sur le postulat d'existence d'un lien entre la libéralisation financière et le taux de croissance économique. Dans ce cadre, il est nécessaire de traiter les travaux de McKinnon et Shaw (1973) qui proposent un cadre théorique complet et complémentaire pour analyser les effets de la finance sur le développement économique.

### **3-1 Approche théorique de McKinnon et Shaw et ses prolongements**

L'Ecole de la libéralisation financière recouvre à l'origine les travaux de McKinnon (1973) et Shaw (1973). Mais aussi, plusieurs auteurs se sont concentrés sur les travaux et les modèles de McKinnon et Shaw en vue de les développer et les enrichir, citons à titre d'exemple les prolongements apportés par Galbis (1977), Vogel et Buser (1976).

#### **3-1-1 Approche théorique de McKinnon et Shaw**

La théorie de la libéralisation financière se fonde sur les premiers travaux de McKinnon et Shaw 1973, qui ont développé la notion de *répression financière* selon laquelle les institutions financières étant soumises à un contrôle trop rigide des pouvoirs publics se trouvent incapables

d'assurer leurs rôles d'acteurs efficaces dans le transfert de l'épargne en investissement, ce dernier étant le moteur principal de la croissance.<sup>6</sup>

L'analyse des travaux de McKinnon (1973)<sup>7</sup> et Shaw (1973)<sup>8</sup> montre que, la libéralisation financière doit se substituer à la répression financière mise en place par de trop nombreux pays en voie de développement. Les deux auteurs sont en effet persuadés que de nombreux Etats des pays en voie de développement font peser des contraintes tellement fortes sur la sphère financière que celle-ci est incapable de se développer. Ces contraintes prennent, selon eux, les formes suivantes:

- Plafonnement des taux d'intérêt nominaux qui peuvent entraîner des taux réel négatifs avec un effet défavorable sur l'épargne et l'investissement ;
- L'orientation administrative de l'offre de crédit, la taxation directe des intermédiaires financiers, la limitation de la concurrence bancaire, les barrières aux flux de capitaux et la difficulté d'accès aux industries nationales ;
- Un contrôle quantitatif et une allocation sélective du crédit vers les secteurs de production considérés par le gouvernement comme prioritaires et qui ont un faible rendement ce qui va entraîner la détérioration de la qualité des investissements ;
- La constitution des réserves obligatoires importantes auprès de la banque centrale qui signifie que la totalité des dépôts n'est pas transformée en crédit.

Les conséquences négatives de la répression financière sont nombreuses et une telle politique confinerait certainement les pays qui la pratiquent dans les ornières du sous-développement.

Ce que s'efforcent de démontrer McKinnon et Shaw, c'est que la répression financière conduit les agents domestiques à détenir des actifs improductifs ou des actifs non monétaires plutôt que des dépôts bancaires. Ce faisant, les banques ne parviennent pas à collecter les ressources nécessaires à la satisfaction de la demande de crédits qui s'adresse à elles. L'offre de fonds prêtables est alors insuffisante ce qui est néfaste à l'investissement. En outre, si les autorités gouvernementales fixent les taux d'intérêt en dessous de leur valeur d'équilibre pour orienter les fonds vers tel ou tel secteur de l'économie, il s'en suit une mauvaise allocation des

---

<sup>6</sup> Nacira BOUKHEZER, « Analyse du système financier algérien face aux exigences de l'intégration régionale Euro-Méditerranéenne », thèse, université A.MIRA, Bejaïa, octobre 2011, p.55.

<sup>7</sup> McKinnon, R.I., «Money and Capital in Economic Development», Washington DC, Brookings Institution.

<sup>8</sup> Shaw, E. S., «Financial Deepening in Economic Development» Oxford. New York, University Press, 1973.

ressources: des investissements peu productifs sont financés alors que des investissements très productifs ne trouvent pas les fonds nécessaires à leur réalisation.

Les deux auteurs recommandent donc l'abandon de telles politiques. Car cette dernière ne fait qu'engendrer un ralentissement de la croissance économique. La libéralisation financière est donc un moyen efficace pour promouvoir le développement financier et la croissance économique, en abaissant le coût de l'accès au financement externe et en autorisant, par suite, le développement de l'activité économique non financière.

Les partisans de la libéralisation financière parvenaient, séparément, à conclure la nécessité de libéraliser progressivement le système financier afin d'améliorer le niveau de développement économique des pays. Cette politique consiste principalement à augmenter les taux d'intérêt nominaux de manière à ce que les taux réels soient positifs, à supprimer l'allocation directe du crédit et à poursuivre la stabilisation des prix par une politique appropriée aux plans d'ajustement structurel et macro-économique. L'objectif était de tester la validité de la thèse d'une libéralisation selon laquelle un système financier libéralisé joue un rôle positif dans le financement du développement économique.

McKinnon se place dans le cadre d'une économie fragmentée, dominée par l'autofinancement. Il inverse la logique habituelle qui stipule que c'est le marché qui détermine les prix, donc selon lui, c'est les prix qui créent le marché. L'apport fondamental de la théorie de McKinnon se situe à l'échelle d'une économie en phase de développement financier, où l'accroissement des taux d'intérêts réels conduit à la monétarisation. De plus, il définit une économie caractérisée par une certaine complémentarité entre les encaisses monétaires et la formation du capital physique.

Shaw, quant à lui, raisonne dans le cadre d'une économie déjà monétarisée, dans laquelle les agents ont la possibilité de s'autofinancer ou alors de s'adresser au marché du crédit. En effet, il prend en considération le rôle des intermédiaires financiers, car avec des taux d'intérêts élevés, les intermédiaires financiers récoltent une épargne importante, ce qui accroît la capacité de crédits du secteur bancaire, d'où la stimulation de l'investissement.

Les modèles de McKinnon et Shaw se diffèrent au niveau de leurs hypothèses, mais se convergent au niveau de leurs conclusions, dans lesquelles une situation de répression financière entraîne moins de croissance, ce qui nécessite une libéralisation financière qui engendre plus de croissance.

### **3-1-2 Les prolongements de la théorie de McKinnon et Shaw**

À la suite des travaux de McKinnon et de Shaw, un certain nombre d'auteurs étendent l'analyse au-delà de son champ initial avec des spécifications bien précises. Ainsi, Kapur (1976), Galbis (1977), Vogel et Buser (1976) développent des modèles macroéconomiques dans lesquels la répression financière est exercée par les autorités nationales qui fixent le taux d'intérêt sur les dépôts en dessous de sa valeur d'équilibre sur le marché.

Pour Kapur (1976), une politique optimale de stabilisation doit viser un accroissement des taux d'intérêt sur les dépôts et maintenir fixe le taux de croissance de masse monétaire. Il ajoute que le taux de rémunération des dépôts doit croître mais il ne peut excéder le taux de rendement du capital.

Contrairement à la vision de Kapur (1976) selon laquelle l'accroissement des taux d'intérêt peut être perçu comme une politique de stabilisation, et celle plus traditionnelle de McKinnon et Shaw qui préconisent que la hausse des taux d'intérêt entraînerait une augmentation de l'épargne, Galbis (1977) met plutôt l'accent sur la réallocation de l'épargne entre le secteur traditionnel et le secteur moderne. Il montre que la libéralisation financière conduit à un déplacement de l'épargne du secteur traditionnel vers le secteur moderne; ceci aura pour conséquence un accroissement de la productivité moyenne des investissements dans l'économie puisque le rendement du capital est plus élevé dans le secteur moderne que dans le secteur traditionnel.

Selon Vogel et Buser(1976), l'effet positif de la libéralisation financière sur la croissance se traduit par une stabilisation des rendements et par conséquent du cadre macroéconomique. En effet, ils décrivent la répression financière en termes de variabilité croissante des taux d'intérêt servis sur les dépôts et du taux d'inflation. Ainsi, la libéralisation financière se traduira non seulement par une augmentation du rendement des dépôts mais aussi par une stabilisation de ces rendements qui entraîneront la baisse du risque attaché à la détention de la monnaie.

Ces différentes contributions qui confirment le modèle théorique de McKinnon (1973) et Shaw (1973), bien qu'utilisant des hypothèses et des méthodologies différentes et mettant en évidence des mécanismes divers à travers lesquels la hausse des taux d'intérêt affecte l'économie réelle (politiques de stabilisation macroéconomique et des rendements d'actifs, réallocation de l'épargne) aboutissent à la même conclusion: la libéralisation financière améliore de façon globale la productivité de l'économie et favorise la croissance.

Cependant, malgré ces développements théoriques favorables à la libéralisation financière, nous pouvons trouver des raisons indépendantes de la répression financière qui justifient le faible niveau de développement financier de certains pays. En effet, la faible rentabilité des investissements dans les pays en développement serait une cause des faibles taux d'intérêt.

### **3-2 Analyse Critique de la théorie de la libéralisation financière**

Les analyses aussi bien théoriques que pratiques ont montré que le succès de la libéralisation des systèmes financiers n'est assuré que par le respect de certaines conditions préalables, telles que les réformes fiscales, financières et réglementaires ainsi que la stabilité macro-économique. Cependant, le début des années quatre-vingts a été marqué par l'échec des expériences de libéralisation financière dans de nombreux pays en développement, qui suscitera une critique minutieuse de la part des opposants à la théorie de McKinnon et Shaw. Cette analyse critique sera structurée en trois étapes: nous présentons d'abord une version alternative de l'approche des taux d'intérêt, nous évoquons ensuite le dualisme entre la finance formelle et la finance informelle et enfin l'analyse de l'imperfection des marchés financiers.

#### **3-2-1 Une vision alternative de la politique des taux d'intérêts**

Cette approche vise à montrer que, contrairement à McKinnon et Shaw (1973), la relation entre les taux d'intérêt réels, le niveau d'épargne et d'investissement n'est pas toujours positif suite à la libéralisation financière. Dans ce cadre, nous retrouvons un certain nombre de travaux d'inspiration post-keynésienne, qui attaquent l'un des points essentiels de la doctrine financière de McKinnon et Shaw. Selon laquelle l'augmentation des taux d'intérêt serait favorable à l'épargne, à l'investissement puis à la croissance économique.

Les critiques post-keynésiennes se basent sur les concepts keynésiens de la demande effective, de préférence pour la liquidité et de constitution d'une épargne de précaution. Elles montrent que, dans un contexte d'utilisation des pleines capacités de production, la libéralisation financière, se traduira par un ralentissement économique à court et à long terme.

La réaction de l'épargne par rapport au taux d'intérêt est théoriquement déterminée par l'arbitrage des agents entre les consommations présentes et futures, et est illustrée par deux effets: l'effet de substitution et l'effet revenu. Cependant, les théoriciens de la libéralisation financière abordent peu cet aspect, tranchent très rapidement en faveur de l'effet de substitution. ils associent la hausse des taux d'intérêt à l'augmentation de l'épargne, l'investissement n'est

donc pas déterminé par l'épargne mais par la demande effective qui est constituée de la demande d'investissement et la demande de consommation. Mais ceci n'écarte en aucun cas le rôle du taux d'intérêt. Par ailleurs, la demande d'investissement dépend négativement du taux d'intérêt et positivement de l'efficacité marginal du capital<sup>9</sup>.

Pour réaliser un investissement, il faut que le rendement des revenus futurs actualisés dépasse le taux d'intérêt. Selon ces hypothèse, une hausse des taux suite à la libéralisation financière en va engendrer une baisse de l'investissement vu la baisse des projets rentables comparés au nouveau niveau de taux. Ainsi, la libéralisation financière conduira au ralentissement de la croissance économique et non à l'accélération de cette dernière.

Selon Burkett et Dutt (1991) l'augmentation du taux d'intérêt créditeur engendre deux effets opposés. L'augmentation des taux servis sur les dépôts entraîne une augmentation des ressources des banques et donc des fonds prêtable. Cette dernière provoque la baisse du taux débiteur et par conséquent de la marge d'intermédiation. L'effet sur l'investissement sera positif en conforme à l'apport des partisans de la libéralisation financière.

Cependant, des dépôts mieux rémunérés encouragent les agents économiques à épargner davantage et consommer moins; ce qui entraîne forcément une baisse de la demande globale. Ce deuxième effet est inverse au premier et pour les auteurs, c'est cet effet qui l'emporte sur le premier.

### **3-2-2 Le dualisme entre finance formelle et finance informelle**

La contradiction sur la thèse de la libéralisation financière fondée sur le dualisme entre la finance formelle et la finance informelle est en partie apportée par les néo-structuralistes. Ils rejettent l'argument souvent avancé selon lequel la structure financière des pays du sud serait la cause du sous-développement.

Les néo-structuralistes considèrent les marchés financiers informels comme un mode de fonctionnement du système financier propre aux pays en développement, qui jouent un rôle important dans ces économies puisqu'ils facilitent les transactions entre les épargnants et les investisseurs.

L'analyse de Taylor et Van Wijnbergen (1983) intègre le marché informel et leur attribue une grande efficacité en termes d'allocation des ressources qui va contribuer à la croissance

---

<sup>9</sup> Zaiter Lahimer MAHJOUBA, « Impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement » thèse, université paris dauphine, 2011.



économique. Ils ont tendance à remettre en cause l'impact positif de la libéralisation financière sur la croissance économique et avancent trois arguments qui sont spécifiques à l'échec des politiques de libéralisation financière dans les pays en voie de développement et montrent l'avantage que peuvent procurer les économies non organisées.

- L'existence des normes réglementaires en matière de réserves obligatoires peut entraîner une baisse de l'intermédiation financière ; par contre, sur le marché financier non organisé, il n'existe pas d'obligation de réserve.
- L'augmentation du taux d'intérêt sur les dépôts entraînant un changement des actifs du secteur financier informel vers le secteur financier structuré de crédit, peut réduire la demande d'encaisses monétaires, ce qui affecterait alors, à la baisse l'offre de prêts sur les marchés financiers informels, provoquant ainsi une augmentation du taux d'intérêt nominal sur le marché informel.
- La hausse des taux d'intérêt accroît le coût du capital productif, ce qui conduit à une augmentation du niveau général des prix (inflation par les coûts) et à une baisse de l'investissement et de la demande réelle. De plus, une augmentation de la propension à épargner peut faire baisser davantage la demande effective. Ce qui réduit le taux de croissance de l'économie.

L'avantage du secteur informel consiste en sa possibilité à financer des activités et des régions où le secteur officiel est absent à cause des coûts élevés. L'informel se développe du fait d'une absence d'asymétrie d'information et de l'aléa moral car les prêteurs et emprunteurs font parties de la communauté où l'information circule très vite.

Van Wijnbergen (1983) estime aussi que les problèmes d'asymétrie d'information sont quasi inexistantes sur le marché informel parce que les prêts ne sont accordés qu'à des individus d'une même communauté où l'information circule très vite.

Pour les néo-structuralistes, les marchés informels (caractéristiques de sous-développement financier) déterminent le taux d'intérêt nominal qui provient d'une l'égalisation entre l'offre et la demande de crédit serait un facteur de croissance économique, et loin d'être un handicap pour le développement économique.

Contrairement à l'école de la libéralisation financière, qui considère que c'est sur les marchés libéralisés que se détermine le taux d'intérêt nominal, où les détenteurs de monnaie servent d'intermédiaires financiers entre épargnants et investisseurs. Ce taux d'intérêt sert de

variable déterminante pour la demande d'encaisses monétaires et de choix entre les différents actifs financiers dont disposent les ménages. Ainsi, la libéralisation à travers l'augmentation des taux d'intérêt réel sur les dépôts, provoque d'une part, l'augmentation du coût de capital productif et donc des prix. D'autre part, une baisse de l'investissement, et donc de la croissance, mais aussi, une réduction de la demande d'encaisse monétaire, affectant à la baisse l'offre de prêts sur les marchés financiers informels. Ce qui provoque une augmentation du taux d'intérêt nominal.

De plus, les néo-structuralistes estiment que les réserves obligatoires effectuées par les banques commerciales constituent des fuites du système financier, et donc les banques ne peuvent pas allouer de manière aussi efficiente l'épargne que le marché financier informel, dans la mesure où ce dernier n'est pas soumis à des contraintes de réserves.

### **3-2-3 Imperfection des marchés**

La troisième catégorie de critiques à la politique de libéralisation financière de McKinnon et Shaw porte sur le fait que ces derniers supposent que le marché du crédit est purement concurrentiel. Or, le marché peut présenter des imperfections.

Stiglitz et Weiss(1981) furent l'un des premiers auteurs à montrer que la remise en cause de cette hypothèse compte tenu du déséquilibre structurel des marchés financiers serait la cause de l'échec des politiques de libéralisation financière.

Les marchés financiers ne sont pas aussi parfaits que l'estimerait l'approche développée par McKinnon et Shaw. Ils sont des marchés particuliers et non comparables avec le marché des biens et services. Stiglitz et Weiss (1981) montrent que l'espérance de rendement de la banque croît moins vite que le taux d'intérêt. De ce fait, il n'y a pas de mécanismes compétitifs qui puissent établir l'égalité entre l'offre et la demande de fonds prêtables et le crédit sera en constance rationné puisque l'offre de fonds prêtables est fonction de l'espérance de rendement tandis que la demande dépend du taux d'intérêt

Les asymétries d'information qui caractérisent le marché du crédit font alors que le profit des banques n'est pas une fonction strictement croissante du taux d'intérêt débiteur. A partir d'un certain niveau de taux, les effets de l'anti-sélection et de l'aléa moral engendrent l'accroissement du nombre d'emprunteur défaillants. Cette situation provoquera une réduction du rendement des prêteurs.

#### 4- Processus de la libéralisation financière

La libéralisation du système financier constitue un moyen simple et efficace pour sortir d'une part d'un régime économique souvent réprimé et réglementé, vers un régime déréglementé et libéralisé, et d'autre part pour amorcer une croissance et un développement durable.

La libéralisation financière, par opposition à la « répression financière », se traduit par l'élimination des restrictions instaurées par les pouvoirs publics sur le système financier, c'est-à-dire que l'Etat ne contrôle plus l'affectation des ressources aux secteurs qu'il juge prioritaire.

La notion de la libéralisation financière a aussi été définie par Nguyen(2008) comme étant un processus de réformes: la levée des contrôles sur les taux d'intérêt, la réduction des réserves obligatoires bancaires, la privatisation des entreprises étatiques, la diminution de l'intervention gouvernementale dans les activités bancaires et la suppression des barrières à l'investissement international.

Mamas (2002) en développe trois composants. D'abord « la déréglementation des quantités, celle des prix et en fin la suppression des frontières entre les actifs : la première concerne la politique d'encadrement des crédits et des changes, la seconde, concerne les taux d'intérêt, les commissions et des marges bancaires, alors que la troisième concerne la séparation des activités c'est-à-dire la déspecialisation »<sup>10</sup>.

Ce phénomène et aussi lié à celui de la désintermédiation et titrisation ayant caractérisé beaucoup d'économies les trois dernières décennies, privilégiant le financement direct en recourant au marché par émission des titres plutôt que par les acteurs institutionnels<sup>11</sup>.

Ces deux éléments de désintermédiation et de déréglementation sont complétés par la notion de décloisonnement qui renvoie à la suppression de la traditionnelle distinction entre les banques de dépôts et les banques de retrait, entre compte à vue et compte à terme, entre banques et assurances, et entre marché de long et de court terme. Cela se traduit par une liberté de circulation des capitaux entre pays.

Ces trois fondamentaux ont constitué la fameuse règle des «3D» développées par Bourguinat.H (1992). À laquelle les analyses plus récentes [Smithin(2000), Aaglietta et

---

<sup>10</sup> Nacira BOUKHEZER, « Analyse du système financier algérien face aux exigences de l'intégration régionale Euro-Méditerranéenne », thèse, université A.MIRA, Bejaïa, octobre 2011, p.55.

<sup>11</sup> Idem. P.55.

Orleon(1999)], rajoutent un quatrième pilier de (D) dématérialisation, renforcé par l'utilisation des nouvelles technologies d'information et de la communication<sup>12</sup>.

#### **4-1- Libéralisation interne et externe**

La libéralisation financière constitue ce qu'on appelle souvent libéralisation interne et libéralisation externe. De ce fait, il est important de faire une distinction entre ces deux formes.

##### **4-1-1 La libéralisation interne**

La libéralisation interne concerne les réformes du système financier et englobe notamment les réformes du secteur bancaire et les politiques de privatisation. Elle devrait permettre une fluctuation libre des taux d'intérêt et une autonomie des banques centrales dans la conduite des politiques monétaires.

La libéralisation passe par une réduction de l'emprise de l'Etat sur l'activité financière, qui consiste essentiellement à centraliser l'épargne entre les mains des intermédiaires financiers. Une centralisation qui permettra l'unification du marché financier.

Pour Montiel (1996), la libéralisation financière interne doit avoir lieu en quatre étapes<sup>13</sup> :

- Restructurations ou liquidation des institutions financières en difficulté ;
- Introduction de la libre détermination des taux d'intérêt et l'établissement d'une capacité de surveillance de la banque centrale sur le système financier ;
- Encouragement de la concurrence dans le secteur bancaire, en incitant les banques étrangères et nationales à s'installer et en réduisant la part détenue par le gouvernement dans le capital des banques ;
- Libéralisation des taux d'intérêt et abolition de toute forme de contrôle administratif sur le secteur financier.

Les partisans de la libéralisation financière estiment que dans un système financier sur-réglementé où la concurrence est limitée, les banques sont moins concurrentielles et ne ressentent pas le besoin de rechercher de nouveaux clients, tandis que les épargnants et les emprunteurs potentiels, n'étant pas sollicités, sont amenés à se tourner vers des circuits financier parallèle.

---

<sup>12</sup> Idem.

<sup>13</sup> Mahjouba Zaiter Lahimer. « Impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement », thèse, université paris dauphine, 2011.

#### **4-1-2 La libéralisation externe**

La libéralisation financière externe, est le fait de lever toutes les restrictions qui pèsent sur le transfert de gains et les taux de changes, et de permettre aux investisseurs étrangers de proposer légalement des services financiers. Autrement dit, de laisser les capitaux entrer et sortir du pays sans contrôle ni entrave, c'est ce que l'on appelle déréglementer les mouvements de capitaux.

Selon la théorie économique classique, la mobilité internationale des capitaux permet aux pays qui ont des ressources d'épargne limitées d'attirer plus de capital nécessaire pour leurs investissements locaux, et aux investisseurs étrangers de diversifier leurs portefeuilles. En effet, en prêtant à l'étranger les ménages et les entreprises peuvent diversifier les risques liés aux perturbations qui menacent uniquement leurs pays.

Les ménages, les entreprises et même les pays entiers peuvent emprunter lorsque leurs revenus sont faibles et rembourser lorsqu'ils sont élevés, ce qui a pour effet de lisser la courbe de consommation. L'aptitude à emprunter à l'étranger peut ainsi atténuer les fluctuations du cycle économique en évitant aux ménages et aux entreprises d'avoir à limiter leur consommation et leurs investissements et réduire la demande intérieure<sup>14</sup>.

#### **4-2- Les conditions de réussite de la libéralisation financière**

Pour assurer une certaine sécurité et stabilité au secteur bancaire dans un environnement libéralisé, certaines conditions sont indispensables pour le succès de la libéralisation financière:

- Un système financier intérieur solide et efficace, en particulier un système bancaire efficient, performant et efficacement supervisé, car l'insuffisance des dispositifs de supervision aggrave la fragilité financière de ce dernier.
- Une réglementation prudentielle appropriée et une surveillance adéquate du secteur bancaire qui permet de limiter la prise de risque et garantit la solidité du système bancaire.
- La réalisation d'une politique macro-économique saine et stable avec une libéralisation ordonnée, graduelle et enchaînée.

---

<sup>14</sup> Amal BEN HASSENA, « L'impact de la libéralisation financière sur l'intermédiation bancaire », Hautes Etudes commerciales, Université de Sfax, 2006.

- Un niveau de concurrence loyale interne élevé, un système productif efficace et une libéralisation commerciale interne et externe réussie, c'est-à-dire avoir une compétitivité évolutive pour éviter que les entreprises nationales disparaissent face aux entreprises internationales mais également augmenter sa part de marché par rapport à ces concurrents.

Toutes ces conditions sont apparues nécessaires pour garantir la réussite de la libéralisation financière et permettre de maximiser les bénéfices des réformes de la libéralisation du secteur financier en matière de croissance économique, tout en minimisant le risque de son échec qui a des effets néfastes sur la croissance économique d'un pays et qui peut déclencher sur une crise profonde.

La libéralisation externe doit être précédée par une libéralisation nationale réussie. De même, la libéralisation interne doit être précédée par une libéralisation du marché des biens et services afin de réduire substantiellement la taille du déficit fiscal et de la croissance monétaire.

Gibson et Tsakalotos (1994)<sup>15</sup> insistent sur le fait que la libéralisation financière domestique doit avoir lieu avant la libéralisation externe. Car si par exemple la libéralisation externe a lieu quand le taux d'intérêt domestique est inférieur au niveau mondial, il va y avoir une fuite importante des capitaux, en effet, les banques domestiques vont être en concurrence directe avec les banques étrangères alors qu'elles sont encore sujet de contrôle et de régulation, ce qui va augmenter les coûts d'intermédiation.

Les pays développés ont été amorcés graduellement et progressivement à la fin des années soixante-dix, et parachevés à la fin des années quatre-vingt-dix, sur la base de certaines règles à appliquer par les pays qui adoptent la libéralisation financière, pour garantir un équilibre financier durable et non inflationniste à savoir<sup>16</sup>:

- La rationalisation des politiques monétaires et budgétaires ;
- L'application de la réglementation prudentielle: adoption de procédures et de politiques crédibles de gestion des risques ;
- Le renforcement de la transparence du système financier, ce qui impose de nouvelles contraintes pour les pays qui ciblent l'intégration internationale, dans la mesure où la

---

<sup>15</sup> Gibson. And Tsakalotos, « The scope and limits of financial liberalization in developing countries: A critical survey », *Journal of Development Studies*, 1994.

<sup>16</sup> Anis OCHI, « Libéralisation financière et efficacité du système bancaire tunisien », mémoire de master, Université de Tunis el Manar, 2009.

libéralisation des marchés financiers demande plus de transparence et une meilleure application des législations.

Pour qu'elle soit réussite, la libéralisation financière dans les pays en voie de développement doit être d'une part graduelle en fonction de la conjoncture spécifique de chaque économie, et d'autre part doit respecter une vitesse inscrite dans des limites bien définies, et s'accompagner d'un accroissement de la transparence des opérations financières.

Selon Mackinnon la stabilité macro-économique est une condition nécessaire du succès de la libéralisation financière. Deux règles principales doivent être respectées pour que la libéralisation financière évolue à un ordre optimal à savoir<sup>17</sup> :

- L'équilibre des finances publiques, par la définition d'un régime fiscal et par des efforts dans l'organisation des prélèvements fiscaux. La taxation à des taux modérés des entreprises et des ménages est, selon Mackinnon une façon d'assurer à l'économie un service interne de revenus. Cette manœuvre permet non seulement de limiter directement les déficits publics mais évite également au gouvernement de recourir aux taxes inflationnistes ou à la saisie arbitraire ex post des profits des entreprises ou des actifs détenus par les ménages.
- Une Banque centrale protégée des tentations du gouvernement de recourir à un financement monétaire et, par conséquent, inflationniste de la dette publique.

Pour Mackinnon (1991)<sup>18</sup>, les gouvernements ne doivent pas entreprendre toutes des réformes relatives à la libéralisation financière simultanément. Il y a un ordre optimal à respecter pour assurer le succès de la libéralisation.

Selon Eichengreen (2000)<sup>19</sup>, la libéralisation du compte capital ne doit pas avoir lieu avant la restructuration du secteur bancaire, le renforcement de la régulation et de la supervision. Ensuite, il faut commencer par libéraliser l'investissement direct. Ces investissements s'accompagnent d'une expertise managériale et technologique. C'est la forme d'investissement qui ne risque pas d'aggraver les faiblesses du système bancaire domestique. Il faut également permettre l'entrée des banques étrangères qui peuvent contribuer à l'amélioration des dispositifs financiers domestiques. En dernier lieu, on procède à la libéralisation des marchés financiers.

---

<sup>17</sup> Nacer BEMOU, Marcelline GRONDIN, «Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque », 2001.

<sup>18</sup> McKinnon, R.I: « The order of economic liberalisation : control in to A Market Economey », The jonhs Hopkins University press, 1<sup>er</sup> editio. Baltimore et londres, 1991.

<sup>19</sup> Eichengreen, SUSSMAN, « The international monetary system in the (very) long run », working paper IMF, 2000.

Ils ont donc conclu qu'avec une procédure de libéralisation ordonnée et enchaînée, l'appui de politiques macroéconomiques saines, des systèmes financiers intérieurs solides et une réglementation prudentielle appropriée, la libéralisation financière devient non seulement inévitable mais aussi rentable<sup>20</sup>.

### **4-3 Les types de flux de capitaux privés**

La libéralisation des mouvements de capitaux représente la dernière phase du processus de la libéralisation financière, elle est considérée par le FMI comme l'une des caractéristiques les plus marquantes de l'économie de la fin du 20<sup>ème</sup> siècle.

Selon les théories économiques classiques, la mobilité des capitaux permet aux pays qui ont une épargne limitée d'attirer des fonds de financement pour leurs projets d'investissement. Elle permet également aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles, de répartir les risques et favoriser les échanges inter-temporels.

Du point de vue comptable, les flux de capitaux sont constitués de la dette, des investissements de portefeuille, des investissements directs et sont enregistrés au compte de capital et d'opérations financières de la balance des paiements.

#### **4-3-1 Les investissements directs étrangers**

L'investissement direct est défini par le FMI comme « les investissements qu'une entité résidente d'une économie effectue dans le but d'acquérir un intérêt durable dans une entreprise résidente d'une autre économie. Par intérêt durable, nous entendons l'existence d'une relation à long terme entre l'investisseur direct et l'entreprise et que l'investisseur exerce une influence significative sur la gestion de l'entreprise. Les IDE comprennent non seulement la transaction initiale, qui établit la relation entre l'investissement, mais aussi toutes transactions ultérieures entre eux et entre les entreprises apparentées, qu'elle soient ou non constituées en société et donc d'une personnalité morale distincte »<sup>21</sup>.

#### **4-3-2 Les investissements de portefeuille**

Les investissements de portefeuille correspondent à un ou des investissements réalisés sous forme de titres. L'investissement de portefeuille dans un titre peut représenter un pourcentage substantiel du capital d'une entreprise, mais néanmoins limité, contrairement à un

---

<sup>20</sup> Hamid KHALFAOUI, « libéralisation financière : Impact et conditions de réussite, Un essai d'application pour les pays du Maghreb ».

<sup>21</sup> FMI, manuel de la Balance des paiements, 5<sup>em</sup> édition, septembre 1993.



investissement direct qui a pour objectif la prise de contrôle d'une entreprise. Le fonds monétaire international considère, pour les investissements à l'étranger, qu'un investissement de portefeuille doit peser moins de 10 % de la valeur des sociétés.

Les flux d'investissement de portefeuille restent les flux les moins importants dans l'ensemble des flux privés, ils n'ont jamais dépassé une part de 14% et ce sont les flux les plus affectés en temps de crise<sup>22</sup>.

### **4-3-3 Les crédits bancaires**

Les crédits bancaires sont accordés par des établissements de crédit aux particuliers, aux entreprises privées et publiques ainsi qu'aux collectivités locales. Ils se concrétisent par un contrat de prêt bancaire, par une ouverture de crédit ou par une autorisation de découvert.

Gersil (2007) montre qu'il existe deux canaux à travers lesquels les banques internationales peuvent allouer des crédits à d'autre économie que les leurs: soit directement à travers les crédits internationaux, soit indirectement à travers l'entrée aux marchés locaux d'un pays d'accueil par création de filiale<sup>23</sup>.

## **Conclusion**

Après avoir présenté les différents fondements théoriques de l'intégration financière et la libéralisation des mouvements de capitaux ainsi que leur évolution, et après avoir analysé les facteurs déterminants l'intégration financière. Nous constatons que, l'ouverture au commerce mondial exerce un effet positif sur l'intégration financière de tous les marchés, les facteurs globaux influent sur le niveau d'intégration des marchés développés, et enfin les facteurs liés à la stabilité macro-économique et politique influent sur l'intégration des marchés financiers des pays émergents.

Pour McKinnon et Shaw, la libéralisation financière devrait permettre d'augmenter l'épargne, l'investissement et par conséquent stimuler la croissance. Mais l'apport de McKinnon et Shaw n'a pas tenu compte de l'effet revenu, du rôle des réserves obligatoires, du rôle que peut avoir l'Etat dans la promotion de la croissance économique, la demande, des imperfections des marchés de crédit et du rôle de l'économie informelle.

---

<sup>22</sup> Mahjouba Zaiter Lahimer, « impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement », thèse, université paris dauphine, p.71, 2011.

<sup>23</sup> Idem. P.79, 2011.

McKinnon et Shaw insistent sur l'importance de respecter un certain ordre dans le processus de la libéralisation financière. Ce processus doit commencer par la libéralisation du système financier domestique (libéralisation interne), et se terminer par la suppression des barrières de circulation des capitaux, et donc l'ouverture des marchés aux investisseurs étrangers (libéralisation externe). La libéralisation des mouvements de capitaux doit donc être la dernière étape du processus. En effet, Cette dernière étape permettra aux économies en développement d'intégrer l'économie mondiale; mais également d'être plus vulnérable aux crises économiques et aux changements que peuvent subir les autres économies.

Les analyses aussi bien théoriques qu'empiriques ont montré que le succès de la libéralisation des systèmes financiers n'est assuré que par le respect de certaines conditions préalables. Dès lors, si les pays émergents veulent tirer pleinement profit du processus d'intégration financière internationale de leurs marchés, ils doivent accompagner la libéralisation de ces derniers par des changements structurels visant plus de stabilité économique, monétaire et politique. Ces mesures doivent améliorer l'attractivité de ces pays comme destinations d'investissements étrangers.

## **Introduction**

L'objectif de l'intégration financière est la construction d'un système financier efficient en mesure de permettre à la fois l'augmentation de l'épargne et une meilleure allocation des ressources disponibles pour l'investissement. La relation entre l'intégration financière et la croissance économique est jusqu'à nos jours ambiguë. D'une part, les études théoriques affirment que la libéralisation du compte capital peut aider les pays à augmenter leur taux de croissance et à améliorer leur niveau de vie. D'autre part, nous remarquons qu'il y a peu d'études empiriques qui soutiennent la proposition que l'intégration financière internationale admet un effet significatif sur la croissance.

La globalisation financière qui s'est accompagnée par une intégration totale des marchés financiers à l'échelle nationale et internationale ainsi que par un mouvement de libéralisation, de transformation et d'innovations financières qui ont affecté la sphère financière internationale, a eu des effets considérables sur la structure et la nature de l'activité réalisée par les institutions financières. Mais elle a aussi engendré une instabilité financière qui s'est accompagnée par des crises financières et économiques.

Dans ce deuxième chapitre nous allons étudier les fondements théoriques de l'intégration financière et la croissance économique. En premier lieu, nous allons aborder le processus de croissance ainsi que ses différentes théories, en second, nous allons étudier le lien entre l'intégration financière et la croissance économique, ensuite, nous citerons les différents canaux de transmission. Enfin, nous analyserons les effets de l'intégration financière sur la croissance économique.

## 1- Le processus de la croissance économique

La croissance économique est l'un des objectifs que toute nation développée ou en développement inscrit dans sa politique nationale de développement. Elle n'est pas un fait naturel ; mais au contraire un évènement historique exceptionnel, qui a fait l'objet de débat et d'analyse de plusieurs courants depuis plus d'un demi-siècle.

### 1-1 Définition et mesure de la croissance

La croissance économique est le résultat de l'augmentation de la production totale d'une économie, une fonction de production macroéconomique est une représentation de l'activité de production au niveau agrégé, c'est donc un résumé de l'ensemble des fonctions de production des firmes.

Pour Jacques Muller : « la croissance économique est une notion purement quantitatif qui reflète l'augmentation de la production à long terme dans une économie, comme nous pouvons la mesuré »<sup>24</sup>.

Pour F. Perroux : « la croissance économique est l'augmentation soutenue pendant une ou plusieurs périodes longue d'un indicateur de dimension, pour une notion, le produit net en terme réel »<sup>25</sup>.

La croissance étant appréhendée comme un phénomène quantitatif, se mesure par l'utilisation d'indicateurs économiques, dont le plus courant est le Produit Intérieur Brut (PIB) qui offre une certaine mesure « en volume » ou « à prix constants » au cours d'une période déterminée.

### 1-2 Les facteurs de la croissance économique

L'estimation de l'augmentation des quantités de biens et services produits provient de la hausse des quantités de facteurs de production utilisés. Nous distinguons trois types: le facteur travail, le facteur capital et le progrès technique.

#### 1-2-1 Le facteur travail

Dans une économie, le travail est présenté par les capacités physiques et intellectuelles que les hommes mettent en œuvre pour produire des biens et services nécessaires à la satisfaction

---

<sup>24</sup> Muller JQCUE, « manuel et application économie », Dunod. P. 254.

<sup>25</sup> Perroux. P, « les théories de la croissance », Paris, 1999, p.34.

de leurs besoins. Il peut se mesurer en terme quantitatif par le niveau de la population active mais aussi en terme qualitatif par le niveau moyen des qualifications.

L'aspect quantitatif se base sur la population active ainsi que celle n'ayant pas d'emploi (chômeur), cette population est fixée par une durée de travail dans le cadre de la production de biens et services. Alors que, l'aspect qualitatif se base sur la qualité du facteur travail fourni par la main d'œuvre qualifiée afin de réaliser la productivité. Cette dernière peut être mesurée par rapport à un volume de production réalisé et un volume de travail nécessaire à cette production<sup>26</sup>.

### **1-2-2 Le facteur capital**

Le capital dépend du niveau d'investissement mesuré par la Formation Brute de Capital Fixe (FBCF). La première référence concerne le capital technique ou le capital fixe au sens de la comptabilité nationale. Par définition, le capital technique est l'ensemble des moyens de production utilisés pour produire des biens et services. Il est constitué de la somme de capital fixe et du capital circulant et sa qualité peut se repérer d'abord à sa productivité. Cette dernière se calcule par rapport entre la valeur ajoutée produite et le stock de capital fixe nécessaire à cette production<sup>27</sup>.

### **1-2-3 Le progrès technique**

Le progrès technique peut être défini, dans un premier temps, comme l'ensemble des éléments qui permettent d'améliorer les méthodes de production et d'accroître la productivité. En économie, le progrès technique représente l'amélioration des connaissances scientifiques et de l'organisation de la production qui permettent une amélioration de la productivité, c'est-à-dire une augmentation de la production pour une quantité fixe de facteurs de production utilisés. Il contribue pour une large part à la productivité globale des facteurs.

Mise à part les trois facteurs cités auparavant, nous pouvons encore mentionner d'autres facteurs susceptibles d'être moteur de croissance, comme l'économie d'échelle qui désigne le fait que le coût de production unitaire d'un produit ou service baisse lorsque la production augmente. Or, une baisse des coûts entraîne une baisse des prix, une hausse de la demande qui est une source de croissance.

---

<sup>26</sup> Granier RELAND, « croissance et cycle économique », Paris, 1995, p.14.

<sup>27</sup> Idem.

Nous pouvons aussi parler du rôle de l'Etat comme un autre facteur essentiel pour la croissance, en effet, l'Etat joue un rôle important pour stimuler la croissance, il doit lui-même produire les biens et services publics, que le marché ne peut lui-même produire. L'Etat peut contribuer aussi à l'accroissement de la demande, en taxant ceux qui ont les revenus les plus élevés, et en les redistribuant vers ceux qui ont les revenus les plus faibles.

### 1-3 Les théories de la croissance économique

De nombreuses revues de littérature évoquant la croissance économique ont déjà été publiées. Les principales questions que les auteurs ont adressées à la science économique méritent cependant un bref retour.

La première d'entre elles est probablement celle des sources de la croissance. Alors que le modèle canonique de la croissance néo-classique, celui de Solow [1956], évacuait la question des sources de la croissance à long terme pour se concentrer sur le mécanisme d'accumulation du capital et la convergence vers l'état stationnaire, les nouvelles théories ont cherché à réintégrer une analyse explicite des déterminants de long terme de l'augmentation de la productivité. Cette démarche a conduit à élargir la gamme des facteurs de production traditionnellement pris en compte dans les formalisations, quitte à aller chercher l'inspiration auprès de certains auteurs dont les contributions étaient plus ou moins tombées dans l'oubli : effet d'apprentissage, capital humain, infrastructures publiques.

#### 1-3-1 La théorie de la croissance limitée

Selon David Ricardo la croissance se heurte à l'avarice de la nature (rendement décroissant de la terre) et son origine c'est le réinvestissement productif du surplus car l'augmentation nécessite l'accroissement de la production mais cela dépend de la terre (nouvelle terre mise en culture sont soumise au rendement décroissant); et d'après Max l'origine de cette croissance dépend de l'accumulation du capital car dans le monde capitaliste la quête permanente des profits a pour conséquence la substitution du capital au travail car quand le chômage se multiplie et les salaires baissent cela implique la diminution de la consommation ouvrière et ouvre une crise de débouché.

#### 1-3-2 La théorie de la croissance illimitée

Les deux auteurs post keynésien, Domar et Harrod estiment que la croissance est illimitée mais instable. Domar cherche à mettre en évidence les conditions pour obtenir une croissance

équilibrée, il voit dans l'investissement un double effet, celui d'un élément de la demande effective qui provoque un effet multiplicateur sur la demande (effet revenu), et celui de l'offre à long terme qui permet d'augmenter la capacité de production et donc le volume de l'offre (effet de capacité).

D'après Harrod la croissance est foncièrement instable et peut s'accompagner d'un chômage de masse. Le déséquilibre est la règle par contre l'équilibre est l'exception. Selon Harrod pour que la croissance soit équilibrée et sans chômage, il faut que le taux de croissance naturel soit égal au taux de croissance garanti.

Kaldor fait de l'épargne une variable endogène d'ajustement. En effet, le taux d'épargne d'un pays est une fonction croissante de la part de profit dans le produit national car la propension à épargner des capitalistes est supérieure à celle des salariés. Le taux de croissance garanti devient aussi une fonction croissante du taux de profit.

Solow a essayé d'effectuer une synthèse entre l'approche keynésienne et la théorie néoclassique, ce qui explique que son point de départ correspond aux conclusions de Harrod et de Domar. Il admet toutes les hypothèses des deux économistes sauf celle des proportions fixes de capital et de travail<sup>28</sup>, son modèle de synthèse repose aussi sur les hypothèses néoclassiques.

La croissance est illimitée à condition que la population augmente et qu'il y ait des progrès technique, sinon, elle s'arrête. La croissance est donc liée à des facteurs exogènes à savoir les progrès techniques essentiellement et la croissance de la population à long terme.

Par conséquent, les comportements économiques des agents et les modifications du taux d'épargne constituent le mécanisme d'ajustement pour Kaldor, n'influent pas à long terme sur le taux de croissance économique dans le modèle de Solow.

### **1-3-3 Les théories de la croissance endogène**

Les nouvelles théories de la croissance sont nombreuses, mais nous retiendrons seulement celle de la croissance endogène. Elle trouve son origine dans les critiques de la théorie de Solow. La critique essentielle concerne le progrès technique qui n'est pas un facteur de croissance exogène mais endogène car il est le fruit des investissements des agents. Puisque les facteurs de croissance sont endogènes, l'Etat peut jouer un rôle dans le processus de croissance

---

<sup>28</sup> Perroux. F, « les théories de la croissance », Edition N°02, Paris, 1999.

en incitant les agents à investir davantage dans le progrès technique. Cette théorie réhabilite le rôle structurel de l'Etat.

Contrairement à Solow, la théorie de la croissance endogène suppose que la productivité marginale du capital ne décroît pas. Les facteurs de la croissance endogène sont l'accumulation de capital physique, la recherche-développement, l'accumulation du capital humain, les infrastructures publiques.<sup>29</sup>

## **2- Le lien entre finance et croissance**

La relation entre la finance et la croissance a connu une expansion cette dernière décennie. Sur le plan économique plusieurs études ont mis en évidence l'idée selon laquelle un système financier efficient ou développé, stimule la croissance économique à long terme<sup>30</sup>. Mentionnons cependant que si la corrélation est largement admise, le sens de causalité reste par contre contesté, opposant d'une part, le développement financier exogène et, d'autre part, le développement financier endogène.

La croissance économique peut donc provoquer le développement financier. En effet, les marchés financiers et les institutions adéquates peuvent apparaître lorsque le processus de croissance économique provoque une demande croissante de services financiers qui induit l'expansion du secteur financier.

Une autre théorie stipule que la causalité dépendrait du niveau de développement. Selon cette hypothèse, le développement financier cause la croissance économique dans les premiers stades de développement, mais cet effet diminue graduellement au cours du processus de développement jusqu'à s'inverser [Voir par exemple Patrick (1966) et Jung (1986)]. Il existe cependant des modèles théoriques qui offrent le compromis de la causalité à double sens de la relation entre le développement financier et la croissance.

### **2-1 Le sens de causalité finance-croissance**

Les études théoriques et empiriques concernant la relation qui va du développement financier vers la croissance économique, ont montré l'influence positive du perfectionnement des marchés financiers sur le taux de croissance futur de l'économie.

---

<sup>29</sup> Melaaiz TALBI, « libéralisation et croissance économique essai de modélisation », mémoire de magister, janvier 2011.

<sup>30</sup> King, Levine, « financial and growth: Schumpeter Might Be Right », The Quarterly Journal of Economics. August 1993.



King et Levine (1993)<sup>31</sup> ont précisé que les intermédiaires financiers stimulent l'accumulation du capital, une meilleure mobilisation de l'épargne, une diversification efficace des risques et une évaluation des projets d'investissement et par conséquent la croissance économique. Ils avancent que le développement financier est un déterminant important de la croissance économique et aboutissent à une relation positive et significative entre le niveau de développement initial et la croissance économique.

Shaw (1955)<sup>32</sup>, Goldsmith (1969)<sup>33</sup> et Hicks (1969)<sup>34</sup> confirment le fait que le développement financier stimule la croissance économique. Shaw (1973)<sup>35</sup> postule que les intermédiaires financiers assurent une promotion de l'investissement et par voie de conséquence une augmentation du taux de croissance économique.

Levine, Loayza et Beck (2000)<sup>36</sup> ont étudié un échantillon de 74 pays développés et en développement pour déterminer la relation existante entre le développement financier et la croissance économique. Ces auteurs concluent l'existence d'un lien positif fort entre le développement financier et la croissance économique et précisent que ce lien résulte de l'effet du développement financier sur la croissance de la productivité globale des facteurs plutôt que sur le volume de l'épargne et l'accumulation du capital.

L'analyse de Chirtopoulos et Tsionas (2004)<sup>37</sup>, semble avec une méthode différente confirmer les résultats précédents. Sur un échantillon réduit à dix pays en développement. Leurs résultats plaident en faveur d'une causalité allant en longue période du développement financier à la croissance.

Galindo et al (2007)<sup>38</sup> ont met aussi en avant le rôle amplificateur que peut jouer la libéralisation financière dans le développement des banques par une suppression de la fixation administrative des taux d'intérêt et une allocation efficiente des crédits.

---

<sup>31</sup> King, Levine. «Financial and growth: Schumpeter Might Be Right», *The Quarterly Journal of economics*, August 1993.

<sup>32</sup> Shaw, S. «Financial aspects of economic development», *the American economic review*, 1955.

<sup>33</sup> Goldsmith, R. W. « Financial Structure and Development», New Haven, CT: Yale University Press, 1969.

<sup>34</sup> John HICKS, «A Theory of Economic History», 1969.

<sup>35</sup> Shaw, E. S. « Financial Deepening in Economic Development», New York: Oxford University Press. 1973.

<sup>36</sup> Levine, Loayza. «Financial intermediation and growth: Causality and causes», 2000.

<sup>37</sup> Christopoulos, Tsionas, «Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests», *Journal of Development Economics*. 2004.

<sup>38</sup> Galindo, Schiantarelli, and Weiss. « Does financial liberalization improve the allocation of investment ?: Micro-evidence from developing countries », *Journal of Development Economics*. 2007.

Ang (2007)<sup>39</sup>, en menant une étude empirique sur la Malaisie, conclut qu'un système financier développé contribue favorablement à la réalisation des taux élevés de croissance économique par le biais de l'augmentation de l'épargne et des investissements privés. D'une façon similaire, Baltai et al (2009)<sup>40</sup> arrivent à conclure que le développement financier des banques, assuré par la libéralisation financière, est un important potentiel mécanisme de la croissance à long terme dans les pays en voie de développement et développés<sup>41</sup>.

Théoriquement, la relation positive entre le développement financier et la croissance est évidente mais l'unanimité est loin d'être atteinte sur le sens de causalité. En effet, il est fortement admis que le développement financier stimule la croissance, cette dernière stimule à son tour le développement financier.

## **2-2 Le sens de causalité croissance-finance**

Le sens de causalité qui va de la croissance économique au développement financier a été confirmé par plusieurs auteurs. De ce fait, il est important d'évoquer cette relation inverse.

Patrick (1966) et Jung (1986), considèrent que le sens de la causalité dépend du niveau de développement. Pour ces deux auteurs, Le développement financier engendre la croissance économique dans les premières phases de développement. Les innovations financières et le développement des services financiers présentent des nouvelles opportunités pour les investisseurs et les épargnants, ce qui stimule la croissance économique. Une fois le développement financier atteint un certain niveau, la relation entre le développement financier et la croissance économique s'inverse. L'évolution du système financier devient une réponse à l'évolution du processus de développement économique.

Arestis et Demetriades (1996) ont utilisé un échantillon de 12 pays. Les résultats relatifs au sens de causalité entre le développement financier et la croissance étaient assez variés : double causalité, causalité dans le sens croissance-développement financier et causalité dans le sens développement financier-croissance. Cette diversité des résultats est expliquée par la diversité des indicateurs de développement financier utilisés et les caractéristiques spécifiques à

---

<sup>39</sup> Ang J.B. McKibbin W.J, « Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from », Malaysia Journal of Development Economics. 2007.

<sup>40</sup> Badi H. Baltagi a,b, Panicos O. Demetriades b, Siong Hook Lawc, « Financial development and openness: Evidence from panel data », Journal of Development Economics.

<sup>41</sup> Hassene BEN MBAREK, « Le sens de causalité entre développement financier et croissance économique : essai sur la cointégration en données de panel dans les pays développés et en voies de développement », école supérieure des sciences économiques et commerciales, Tunisie.p.2.

chaque pays. En effet, chaque pays possède sa propre structure du système financier et ses politiques de répression financière<sup>42</sup>.

Luintel et Khan (1999) ont réalisé une étude avec un échantillon composé de 10 pays et ils ont abouti à une relation de double causalité entre le développement financier et la croissance économique pour chacun des pays de l'échantillon.

Berthélemy et Varoudakis (1994,1996) confirment également cette double causalité. Une faible croissance économique entrave le développement du système financier, ce ralentissement du développement financier provoque le ralentissement de la croissance. Au sens inverse, un taux de croissance élevé soutient l'incitation à épargner, ce qui a un effet favorable sur la taille des marchés financiers, qui à son tour stimule la croissance économique.

### **3- Système financier et croissance économique : Canaux de transmission**

La théorie économique a identifié un certain nombre de canaux à travers lesquels l'intégration financière peut contribuer à la promotion de la croissance économique dans les pays en développement. Ces canaux peuvent être classés en deux catégories : les canaux directs et les canaux indirects.

#### **3-1 Les canaux directs de transmission des effets de l'intégration financière sur la croissance**

Les principaux canaux directs de transmission des effets de l'intégration financière sur la croissance sont : l'augmentation des ressources financières et l'essor de l'investissement, la réduction du coût du capital à travers l'allocation optimale globale du risque, les retombées technologiques et le développement du système financier intérieur.

##### **3-1-1 L'augmentation des ressources financières**

L'accès élargi à l'épargne étrangère qui découle de l'ouverture du compte de capital aboutit souvent à une augmentation des apports de capitaux et, si ces apports sont gérés de façon appropriée, à un essor de l'investissement et à une plus forte croissance. C'est particulièrement le cas lorsque ces apports en capital prennent la forme d'investissements directs étrangers.

Beaucoup d'études plaident, aujourd'hui, en faveur du développement des IDE étant donné leur apport en terme de transfert de connaissances technologiques et organisationnelles et leurs

---

<sup>42</sup> Zaiter Lahimer MAHJOUBA, « impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement » thèse, université paris dauphine, 2011.

effets bénéfiques sur la croissance économique [Agénor, (2001)]. Par ailleurs, la perception des risques liés à ces flux est fortement réduite puisque les investisseurs tiennent compte des rendements à long terme et regardent plutôt du côté de la croissance à long terme de l'économie dans laquelle ils réalisent leurs investissements.

### **3-1-2 La réduction du coût du capital à travers l'allocation optimale du risque**

Les données de gestion des portefeuilles internationaux trouvent que la libéralisation des marchés de capitaux stimule l'allocation optimale du risque. Car une répartition du risque entre les investisseurs domestiques et étrangers pourrait aider à la diversification des risques. Mais aussi, les possibilités plus amples de diversification du risque encouragent les firmes non-résidentes à accroître leurs investissements et donc à stimuler la croissance. Enfin, une augmentation des flux de capitaux extérieurs contribue à une forte liquidité des marchés domestiques. Par ailleurs, elle réduit la prime du risque sur les titres émis, ce qui contribue donc à une baisse du coût du capital nécessaire au financement des investissements.

### **3-1-3 Les transferts de technologie et du savoir-faire managérial**

L'accès à la technologie est un autre canal par lequel l'ouverture du compte de capital peut avoir un impact favorable sur la croissance. Cet accès est tout à fait évident dans le cas de l'investissement direct, surtout lorsque les sociétés mères étrangères apportent les nouvelles techniques à leurs filiales et sont disposées à favoriser leur diffusion dans l'économie d'accueil.

L'investissement direct étranger est probablement pour les pays en développement le moyen le plus efficace qui leur permet d'accéder aux nouvelles technologies, étant donné que ces dernières sont généralement mises au point et perfectionnées par des sociétés des pays industrialisés. En outre, ces techniques peuvent peu à peu se diffuser plus largement dans le pays d'accueil si les salariés offrent leurs services aux entreprises nationales.

### **3-1-4 La stimulation du développement du système financier intérieur**

D'après un grand nombre de travaux, les flux financiers internationaux servent de catalyseur au développement du marché financier local. Plusieurs recherches confirment que plus l'implantation des banques étrangères est importante, plus la qualité des services financiers d'un pays est élevée et plus l'intermédiation financière est efficiente.

Selon Baillu (2000), les pays dont le compte de capital est ouvert enregistrent un développement du système financier sensiblement plus rapide que ceux qui imposent des restrictions aux opérations en capital ou aux opérations financières.

### **3-2 Les canaux indirects de transmission des effets de l'intégration financière sur la croissance**

Plusieurs canaux indirects de transmission entre l'intégration financière et la croissance sont évoqués dans la littérature économique. Ceux-ci comprennent essentiellement: la promotion de la spécialisation, la stimulation de bonnes politiques macroéconomiques et la qualité des institutions.

#### **3-2-1 La promotion de la spécialisation**

Une forte spécialisation de la structure de production pourrait induire une volatilité accrue du niveau de production et, par conséquent, une plus grande volatilité de la consommation. L'exposition à une forte volatilité de la production et de la consommation peut décourager certains pays à s'orienter vers une politique de forte spécialisation de leur structure de production pour stimuler la croissance. Elle implique généralement des faibles taux d'épargne et d'investissement. En principe, l'intégration financière pourrait jouer un rôle utile en aidant un pays à s'engager dans une diversification internationale du risque et par conséquent en réduisant la volatilité du niveau de sa consommation [Prasad et al. (2003)].

#### **3-2-2 La stimulation de bonnes politiques macroéconomiques**

Un avantage majeur de l'intégration financière réside dans le fait que cette dernière oblige les gouvernements à s'engager dans des politiques macroéconomiques crédibles. Pour un pays dont le compte de capital est ouvert, l'impression d'une détérioration du cadre de sa politique économique pourrait être sanctionnée par les investisseurs intérieurs et étrangers, qui pourraient en retirer brusquement leurs capitaux. Les décideurs sont ainsi fortement incités à adopter et maintenir des politiques saines, avec leurs avantages pour la croissance à long terme [Kose et Prasad (2004)].

#### **3-2-3 Qualité des institutions**

Les données empiriques montrent que l'intégration financière a conduit un certain nombre de pays à revoir leurs structures de gouvernement d'entreprise pour s'adapter à la concurrence étrangère et aux attentes des investisseurs internationaux. De surcroît, quand des

pays dont le secteur financier est bien réglementé et surveillé, ils investissent directement dans un pays émergent, ils tendent à en favoriser le développement institutionnel et la gouvernance [Kose et al. (2006)].

#### **4- Les effets de l'intégration financière sur la croissance**

Les mesures de libéralisation adoptées par les pays en développement ont rapidement engendré une performance économique de ces pays suite à une croissance élevée des crédits locaux et à une transformation efficace de l'épargne vers les investissements les plus productifs, ce qui retrace favorablement les agrégats macro-économiques.

Cependant, ce processus de transformation de l'activité financière, associé au phénomène de l'intégration financière, s'est accompagné le plus souvent par l'accroissement des processus d'instabilité qui se manifestent sous forme de crises cycliques et/ou systémiques des systèmes bancaires qui affecte à son tour l'économie réelle.

##### **4-1 Les effets positifs de l'intégration financière sur la croissance économique**

Selon la théorie économique classique, la mobilité des flux de capitaux permet aux pays qui disposent d'épargne limitée de financer leurs projets d'investissement domestique. De même, elle permet aux investisseurs de diversifier leurs portefeuilles et de réduire les risques. Cette baisse du risque va s'accompagner d'une baisse du coût du capital.

###### **4-1-1 Diversification du risque et coût du capital**

La libéralisation des flux de capitaux étrangers, produits sous-jacents du processus de l'intégration financière, engendre une diversification et une meilleure gestion du risque. Cette diversification se manifeste différemment pour les trois flux de capitaux retenus dans le cadre de notre travail : IDE, crédit bancaire, investissement de portefeuille.

Pour les flux boursiers, Henry (2000)<sup>43</sup> présente trois raisons pour lesquelles la libéralisation du marché boursier a engendré la réduction du taux sans risque et la prime de risque:

- La libéralisation du marché boursier peut augmenter les flux entrants nets de capitaux ce qui peut réduire le taux sans risque.

---

<sup>43</sup> Henry, Peter Blair. (2000), « Equity prices, stock market liberalization, and investment», Journal of Financial economics, forthcoming

- La permission aux investisseurs étrangers d'acquérir des actions domestiques facilite le partage du risque entre les domestiques et les étrangers. Et qui permet de réduire la prime du risque.
- Les entrées élevées de flux boursiers vont augmenter la liquidité du marché boursier, cette liquidité va aussi réduire la prime de risque.

Bekaert et Harvey (2000)<sup>44</sup> exploitent les rendements des dividendes qui sont reliés au coût du capital pour évaluer l'impact de la libéralisation sur le coût du capital. Pour étudier cet impact, ils se basent sur un modèle intégrant un nombre de variable de contrôle pouvant affecter les rendements des dividendes. Ils trouvent que la libéralisation entraîne une baisse des rendements des dividendes ce qui explique la diminution du coût du capital.

L'impact des IDE sur la diversification a une double mesure ; la première mesure est la diversification du marché local, la deuxième est la diversification des sources de financement.

Les firmes étrangères manifestent leur intérêt aux pays en développement à cause de l'existence d'opportunité d'investissement intéressante et d'un potentiel d'élargissement des marchés domestiques (Shaukat et Wei, 2005)<sup>45</sup>. En effet, elles ont créé une certaine diversité dans beaucoup de secteurs, elles ont aussi introduit de nouvelles activités et de nouveaux produits.

Il ne faut pas négliger la diversification de la demande. En effet, Aubin et al. (2007), stipulent que les investissements directs étrangers contribuent à la diversification de l'activité économique en favorisant le rattrapage technologique. Ces investissements peuvent jouer un rôle important dans le développement et la convergence des pays d'accueil qui ont un retard initial.

Les flux bancaires ont des effets significatifs sur le risque. Les partisans de la libéralisation financière affirment que les banques étrangères peuvent faire de meilleures économies d'échelle accompagnées d'une diversification du risque plus importante que celle réalisée par les banques domestiques. En effet, elles introduisent des technologies de gestion et d'organisation plus avancées permettant ainsi une meilleure surveillance et régulation plus efficace. Elles peuvent ainsi éviter les risques inappropriés et mieux gérer les risques incompressibles.

---

<sup>44</sup> Bekaert and Harvey, « Foreign speculators and emerging equity markets », *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 565-613, 2000.

<sup>45</sup> Zaiter Lahimer MAHJOUBA, « Impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement », thèse, université Paris Dauphine, octobre 2011.

Les banques étrangères ont la capacité de réduire le coût de l'emprunt et de ce fait augmenter la concurrence sur le marché bancaire local. Les banques locales se trouvent dans la nécessité d'améliorer leurs efficacités. Par conséquent, la baisse du coût de l'emprunt va stimuler l'investissement productif et donc avoir un effet positif sur la croissance économique du pays hôte<sup>46</sup>.

#### **4-1-2 Augmentation de l'investissement**

Une baisse du coût du capital aboutira forcément à une augmentation de l'investissement. En plus, les capitaux étrangers dans un pays représentent une source supplémentaire de financement. L'impact de la libéralisation des flux de capitaux sur l'investissement diffère selon le type du flux. Dans la suite nous allons traiter séparément les effets sur les flux boursiers, les IDE et les flux bancaires.

Les travaux antérieurs affirment que les libéralisations des marchés boursiers sont associées à une augmentation significative de l'investissement agrégé (Henry 2000b)<sup>47</sup>. Ceci affirme que la libéralisation facilite le transfert des capitaux de pays à rendement faible vers ceux à rendement élevé. Mais cela ne garantit pas que les flux entrants aillent être affectés d'une manière efficiente.

Les investissements directs étrangers engendrent généralement une augmentation de l'investissement total, il représente un investissement qui vient se rajouter à l'investissement interne. Donc les IDE peuvent avoir un impact sur l'investissement domestique.

Dans une étude sur l'impact des IDE sur l'investissement domestique, Borensztein et al. (1998)<sup>48</sup> ont abouti à un effet de complémentarité entre les deux dans certaines estimations. Selon ces résultats, si les IDE augmentent, les investissements domestiques augmentent aussi, à condition que l'investissement étranger stimule les investissements dans des activités complémentaires aux projets des firmes étrangères

---

<sup>46</sup> Idem.

<sup>47</sup> Henry, « Do stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices », *Journal of Finance*, vol. 55(2), pp. 529-564, 2000.

<sup>48</sup> Borensztein et al., « how does foreign direct investment affect economic growth? » *Journal of International Economics*, 1998.



Dans le même cas, Bosworth et Collins (1999)<sup>49</sup>, ont étudié le lien entre les entrées de capitaux, l'investissement et l'épargne. Les résultats ont montré que l'IDE a un effet positif sur l'investissement domestique.

Pour les flux bancaires, les prêts étrangers vont s'ajouter aux prêts domestiques et donc ils vont stimuler l'investissement. Les prêts bancaires étrangers vont présenter un soutien aux pays qui souffrent d'un faible niveau du crédit bancaire, et améliorer l'activité de leur secteur bancaire.

Pour résumer, les partisans de la libéralisation financière stipulent que les flux de capitaux étrangers privés peuvent contribuer à la croissance économique des pays d'accueil. Ils agissent à travers la diversification, la réduction du risque, la baisse du coût de capital et la stimulation de l'investissement. Cependant, ces flux de capitaux peuvent aussi avoir des effets négatifs sur la croissance économique. Dans la partie suivante nous allons aborder les différents effets négatifs de la libéralisation des mouvements des capitaux sur le développement économique.

#### **4-2 Les effets négatifs de l'intégration financière sur la croissance**

L'intégration financière n'a pas que des effets positifs sur la croissance économique, or, elle a joué un rôle important dans la propagation des différentes crises économiques et financières. Les effets négatifs que nous présenterons sont : l'effet d'éviction, l'instabilité financière, les fluctuations du taux de change et la propagation des crises.

##### **4-2-1 Effet d'éviction**

Les effets négatifs des capitaux étrangers sur la croissance peuvent passer à travers l'effet d'éviction. L'entrée des capitaux étrangers peut engendrer une baisse de l'investissement domestique.

Catin et Van Huffel (2004)<sup>50</sup> considèrent que les effets d'éviction peuvent se manifester à travers l'effet de concurrence accru sur les marchés locaux des facteurs, des produits finaux et sur le marché financier.

---

<sup>49</sup> Bosworth, B, Collins, Reinhart, « Capital flows to developing economies: implication for saving and investment », brooking papers on economic activity, vol N° 1. 1999.

<sup>50</sup> Catin, Van Huffel, « L'impact de l'ouverture économique sur la concentration spatiale dans les pays en développement », Région et Développement, n° 20, 2004.

Aiken et Harrison (1999), confirment que la présence des capitaux étrangers peut diminuer la productivité des firmes locales. Les firmes étrangères ont des coûts marginaux moins élevés que ceux des firmes domestiques, ceci va inciter les premières à augmenter leur productivité relativement aux firmes domestique, dans ce cas, les firmes étrangères vont attirer une partie de la demande obligeant les firmes locales à réduire leur productivité. Ainsi, l'IDE peut prendre la forme de fusion-acquisition. Dans ce cas-là, l'investissement étranger ne va pas conduire à une augmentation du stock de capital<sup>51</sup>.

### 4-2-2 L'instabilité financière

L'argument le plus avancé contre l'intégration financière est la capacité de la libéralisation du compte capital à perturber la stabilité financière, ce qui affecte négativement la croissance économique.

Kaminsky et Schmuckler (2002)<sup>52</sup> prouvent que les pays, notamment émergents, qui n'arrivent pas à maîtriser les différentes étapes de l'intégration financière et s'engagent vers une libéralisation totale de leurs systèmes financiers, peuvent être soumis à des crashes financiers. En d'autres termes, l'intégration financière devient source d'instabilité lorsque les conditions relatives à chacun des niveaux du processus d'intégration n'ont pas été complètement satisfaites ; et aussi lorsque les pays se précipitent vers une ouverture financière régionale ou internationale sans aucun système financier solide.

Dooley (1998), affirme que l'ouverture du compte capital facilite la fuite des capitaux et de ce fait contribue à l'affaiblissement de l'économie. Ainsi, Prasad et al (2003), remarquent que le processus de libéralisation du compte capital s'est souvent accompagné d'une vulnérabilité accrue aux crises. L'intégration financière internationale devrait en principe aider les pays à réduire l'instabilité macroéconomique mais à un certain niveau du processus d'intégration financière, elle s'accompagne d'un accroissement de l'instabilité. Enfin, Stiglitz (2000) affirme avec que "la libéralisation du compte capital n'est pas associée à un investissement croissant, et donc à une croissance rapide. Elle conduit à une plus grande instabilité qui a des effets défavorables sur la croissance économique".<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup> Zaiter Lahimer MAHJOUBA, « impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement » thèse, université paris dauphine, 2011

<sup>52</sup> Kaminsky & Sergio L. Schmukler, 2002, « Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? », World Bank Economic Review, World Bank Group, vol. 16(2).

<sup>53</sup> Sami MENSI et al. , « L'intégration financière, l'instabilité financière et la croissance économique : Spécifications et estimations en données de panel », commission économique pour l'Afrique, 2010.

### **4-2-3 Fluctuations du taux de change**

Selon certains auteurs, l'intégration des marchés financiers à l'échelle internationale provoque d'importants mouvements de capitaux spéculatifs à court terme, qui peuvent causer dans certains cas des pressions non justifiées sur le taux de change. Ces opérations spéculatives, entravent les politiques macroéconomiques d'un pays, entraînent une mauvaise répartition temporaire des ressources, ralentissent les échanges commerciaux et incitent les entreprises et les particuliers, qui cherchent à se protéger, à conclure davantage d'opérations financières improductives. Ce raisonnement a poussé certaines personnes à relancer l'idée d'une taxe pour dissuader les investisseurs d'effectuer des opérations sur devises. Les arguments en faveur de l'imposition des opérations financières internationales reposent sur l'hypothèse que l'imposition d'une taxe empêcherait les mouvements à court terme, perçus comme déstabilisateurs, sans nuire aux mouvements à long terme, qui eux sont considérés comme souhaitables et compatibles avec les facteurs fondamentaux.

Mais les mouvements de capitaux à court terme sont loin d'être tous indésirables et déstabilisateurs. Il n'existe aucun moyen de faire la distinction entre les mouvements utiles et ceux qui ne le sont pas. Par exemple, comme les entrées et les sorties de capitaux associées aux échanges commerciaux et aux investissements étrangers ne s'annulent pas toujours complètement, certains mouvements de capitaux à court terme sont habituellement nécessaires pour aider à équilibrer la balance extérieure d'un pays<sup>54</sup>.

### **4-2-4 Propagation des crises**

Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, le nombre, la fréquence et la taille des crises bancaires et financières qui ont secoué un nombre important de pays développés, en développement et en transition n'ont cessé d'augmenter. Elles sont à l'origine de la dégradation de la sphère réelle et du ralentissement de la croissance économique. Cette prolifération des crises bancaires et financières<sup>55</sup> à une grande échelle vient pour remettre en cause les bienfaits de la l'intégration financière internationale.

De nombreux travaux ont postulé que la libéralisation financière n'est pas la politique la plus adéquate pour la croissance en raison des crises liées à elle. Plusieurs analyses empiriques

---

<sup>54</sup> Nabil MAALI et Zoheir ELKADHI, « libéralisation des mouvements de capitaux, mesalignement du taux de change et croissance économique ». p.24.

<sup>55</sup> Notamment la propagation des crises au Mexique (1994), au Japon (1990), en Russie (1998), dans le sud-est asiatique (1997), en Argentine (2000 et 2001), au Brésil (1999), et surtout aux USA (2007).

ont prouvé que la libéralisation financière conduit à une croissance durable, mais elle mène aussi aux crises occasionnelles. Elle mène précisément à la fragilité financière et aux crises bancaires et monétaires. Bien que les crises soient graves et affectent l'économie réelle, elles sont des événements rares. Par conséquent, au long terme, les effets d'un système financier développé et bien structuré sont supérieurs aux effets néfastes de la fragilité financière et des crises bancaires et monétaires

Demirgüç-Kunt et Detragiache (1998) ont confirmé l'existence d'une relation entre la libéralisation financière et la fragilité financière à travers une étude sur 53 pays. Ils concluent que les crises bancaires sont plus probables de se produire dans des systèmes financiers libéralisés.

D'après Allen F. (2005), l'accroissement des crédits constitue une source d'instabilité financière et bancaire. L'instauration d'une politique de libéralisation financière provoque une hausse continue des prix d'actifs et une expansion rapide de crédit. Cette hausse de prix conduit à des bulles spéculatives dont leur éclatement peut provoquer des crises bancaires.

### **Conclusion**

Dans ce chapitre, nous avons procédé à une analyse des opportunités que peut apporter l'intégration financière à la croissance. Les études théoriques et empiriques montrent qu'il y a une relation évidente entre la sphère financière et la sphère économique. Cette relation est principalement assurée par deux canaux à savoir l'accumulation du capital et l'innovation technologique. En effet, la suppression des entraves à la circulation de l'épargne a été une bénédiction pour le développement économique partout dans le monde. Et la puissante et irréversible vague de transformation des techniques d'information et de communication fait qu'aujourd'hui l'extrême mobilité des capitaux est une réalité incontournable.

L'existence du marché de capitaux est non seulement important pour la croissance mais il est déterminant que ces derniers soient libéralisés afin de permettre aux investisseurs étrangers d'y participer et aux investisseurs nationaux de diversifier leurs portefeuilles.

L'impact des flux de capitaux extérieurs sur la croissance dépend fondamentalement des conditions initiales et des politiques mises en œuvre dans le pays considéré pour stabiliser l'investissement étranger, stimuler l'investissement intérieur, la productivité et le développement du système financier intérieur. En revanche, si la libéralisation des mouvements de capitaux

précède le renforcement du système financier intérieur, elle peut causer des déséquilibres macroéconomiques, voire même des crises financières.

Le meilleur moyen de profiter au maximum de la mondialisation des marchés financiers et de réduire les risques d'entrave aux politiques macroéconomiques nationales est de faire en sorte que ces politiques soient saines et soutenables. De plus, il faut que les systèmes financiers soient prudemment gérés et surveillés aux niveaux national et international.

## **Introduction**

Les années post indépendance des trois pays du Maghreb ont été marquées par une forte emprise de l'Etat sur l'économie, où le modèle de développement autocentré avait été adopté. Depuis, ils ont initié un mouvement général d'ouverture et de libéralisation économique à des rythmes plus ou moins différenciés.

C'est à partir des années quatre-vingts, que les trois pays du Maghreb (Tunisie, Maroc, Algérie) ont entamé un processus de libéralisation financière et se sont engagés dans un vaste processus de réformes. Les efforts consentis visent à restaurer leurs équilibres macroéconomiques et à promouvoir une plus grande intégration financière pour réduire l'intervention de l'Etat et consolider le rôle du marché dans l'allocation des ressources.

Ainsi, le Maroc et la Tunisie ont adopté, sous l'égide du Fond Monétaire International (FMI) et de la Banque Mondiale (BM), des programmes d'ajustements structurels (PAS) respectivement en 1983 et 1986. A l'opposé, en Algérie, l'instabilité politique et la guerre civile ont contribué à empêché le processus de libéralisation économique pendant près de dix années. Le plan d'ajustement structurel n'a été adopté qu'en 1994.

Aujourd'hui l'approfondissement en cours du processus de libéralisation économique et d'ouverture des économies maghrébines devrait favoriser la convergence de leurs politiques économiques et confronter leur transition vers un système d'économie de marché.

Ce chapitre se propose d'établir une analyse des performances des marchés financiers des trois pays du Maghreb. Toutefois, avant d'entamer cette analyse, une présentation préliminaire de la situation économique de ces pays s'avère nécessaire car le niveau de développement du marché financier dans un pays donné est intimement lié à sa situation économique et à l'environnement des affaires.

## 1- Les économies du Maghreb : Un état des lieux

Le Maghreb est une entité de 81,4 million d'habitants, couvre une superficie de 3 millions de km<sup>2</sup> partagée en trois pays (respectivement, de l'Ouest vers l'Est, le Maroc, l'Algérie et la Tunisie), qui ont un passé commun, la même religion d'État et une unité sociologique, linguistique et culturelle. À cela, s'ajoute les difficultés de développement face aux défis économiques caractérisés par une forte dépendance économique extérieure. Largement ouvert sur l'Europe par les échanges d'hydrocarbures et de produits miniers contre des produits alimentaires, industriels et des technologies, le Maghreb doit faire face à la mondialisation et accélérer son développement économique par l'intégration de ses économies.

### 1-1- L'analyse des indicateurs du développement économique des pays du Maghreb

L'analyse de la situation économique des pays du Maghreb s'avère très importante afin d'évaluer le niveau de développement de leurs marchés financiers. De ce fait, nous allons présenter et analyser l'évolution de quelques indicateurs du développement économiques de ces pays, tels que la croissance économique, le revenu national brut, l'indice de développement humain, l'inflation et le stock de la dette extérieur.

#### 1-1-1 La croissance économique

Taux de pourcentage annuel de croissance du PIB aux prix du marché basé sur les devises locales constantes. Les données agrégées sont basées sur les dollars américains constants de 2000. Le PIB est la somme des valeurs ajoutées brutes de tous les producteurs résidents d'une économie plus toutes taxes sur les produits et moins les subventions non incluses dans la valeur des produits. Elle est calculée sans effectuer de déductions pour la dépréciation des biens fabriqués ou la perte de valeur ou la dégradation des ressources naturelles<sup>56</sup>.

**Tableau N°1 : L'évolution de la croissance économique des pays du Maghreb (en %)**

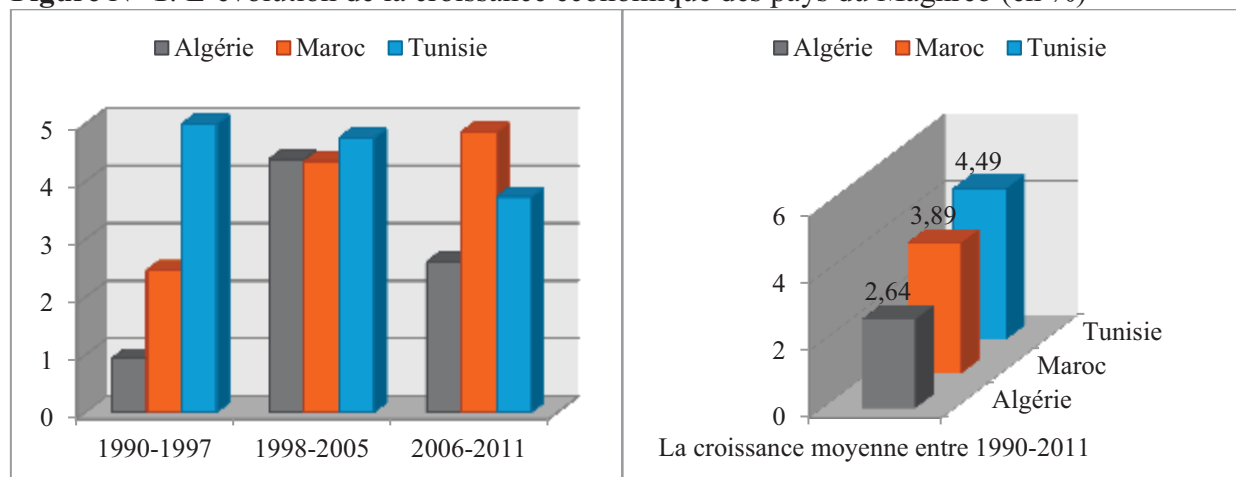
Pays	1990-1996	1997-2005	2006-2011	La croissance moyenne entre 1990-2011
Algérie	0,93	4,38	2,60	2,64
Maroc	2,46	4,35	4,85	3,89
Tunisie	4,99	4,75	3,73	4,49

**Source :** Données de la Banque Mondiale.

---

<sup>56</sup> Données des comptes nationaux de la Banque mondiale et fichiers de données des comptes nationaux de l'OCDE.

Figure N° 1: L'évolution de la croissance économique des pays du Maghreb (en %)



Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

Depuis le PAS et les multiples réformes entreprises dans le domaine économique et financier, nous constatons que le chemin parcouru par le Maroc la Tunisie et l'Algérie, fait apparaître un bilan dans l'ensemble positif. Avec un taux de croissance moyen qui a atteint, respectivement, 4,38% ; 4,35% et 4,75% entre 1997 et 2005, contre 0,93% ; 2,46% et 4,99% entre 1990 et 1996.

Néanmoins, la croissance économique de l'Algérie et de la Tunisie a baissé au cours de la période 2006 et 2011, de 1,56% pour l'Algérie et 1,835% pour la Tunisie, contrairement au Maroc qui enregistre une légère augmentation (+0,5%) sur la même période.

La Tunisie affiche une bonne performance économique au cours de la période 1990-2011 avec un taux de croissance moyen de 4,49%. La réalisation d'un tel niveau de croissance, s'explique par la bonne tenue de la demande intérieure (en particulier la consommation privée et les investissements publics), à la bonne tenue des performances dans le secteur agricole et à la forte croissance des services, notamment le tourisme. La croissance a également été forte dans les industries non manufacturières en relation avec la reprise enregistrée dans le secteur des hydrocarbures hors raffinage de pétrole.

En revanche, Le recul estimé au cours de la période 2006-2011, avec un taux de croissance de 3,73% s'explique par le bouleversement des taux de croissance des entreprises manufacturières, et par les faibles performances du secteur agricole. Les industries manufacturières, affectées par la contraction de la demande extérieure due à la crise mondiale, ont enregistré une baisse. Ce repli a touché les principaux secteurs exportateurs, en particulier



les industries mécaniques et électriques, le secteur du textile, habillement, cuirs et chaussures et les industries chimiques.

Le Maroc est le seul pays à enregistrer une évolution favorable du taux de croissance durant la période qui s'étale de 1990 à 2011. Pas loin derrière la Tunisie, le Maroc affiche un taux de croissance de 3,89% sur la même période. Cette évolution croissante est due à la progression de la production agricole et à la forte reprise du PIB non agricole, qui a été tirée par la bonne performance des secteurs manufacturiers et a permis de compenser une contraction dans le secteur primaire, la poursuite de la bonne performance du secteur non-agricole, y compris le secteur touristique, ainsi qu'une bonne récolte céréalière.

L'Algérie quant à elle, occupe la troisième place avec un taux de croissance de 2,64% entre 1990 et 2011. La principale source de croissance en Algérie provient du secteur des hydrocarbures même si le PIB hors hydrocarbures (les dépenses publiques, en particulier dans le secteur de la construction et des travaux publics, ainsi que, la demande intérieur) a connu une bonne évolution au cours des dernières années. Néanmoins, cette croissance n'a pas persisté durant la période (2006-2011) à cause de la variation des cours des hydrocarbures, ainsi que la croissance du PIB hors hydrocarbures.

Globalement ces réformes ont assuré une stabilité macroéconomique et elles ont haussé la croissance dans la plupart des pays de la région. Toutefois, la croissance enregistrée tout au long de la période 1990-2011 reste modérée au regard des potentialités de l'économie des trois pays.

#### **1-1-2 Le Revenu National Brut (RNB), Parité des Pouvoirs d'Achat**

RNB par habitant basé sur les taux de parité des pouvoirs d'achat (PPA). Le RNB en PPA est le revenu national brut converti en dollars internationaux courants au moyen des taux de parité des pouvoirs d'achat (PPA). Les trois pays du Maghreb : l'Algérie, le Maroc et la Tunisie font partie de la catégorie des pays à revenu intermédiaire. Le RNB est la somme de la valeur ajoutée produite par tous les résidents plus toutes les recettes fiscales (moins les subventions) non comprises dans la valorisation de la production plus les réceptions nettes de revenus (rémunérations des employés et revenus fonciers) provenant de l'étranger. Les données sont en dollars internationaux courants<sup>57</sup>.

---

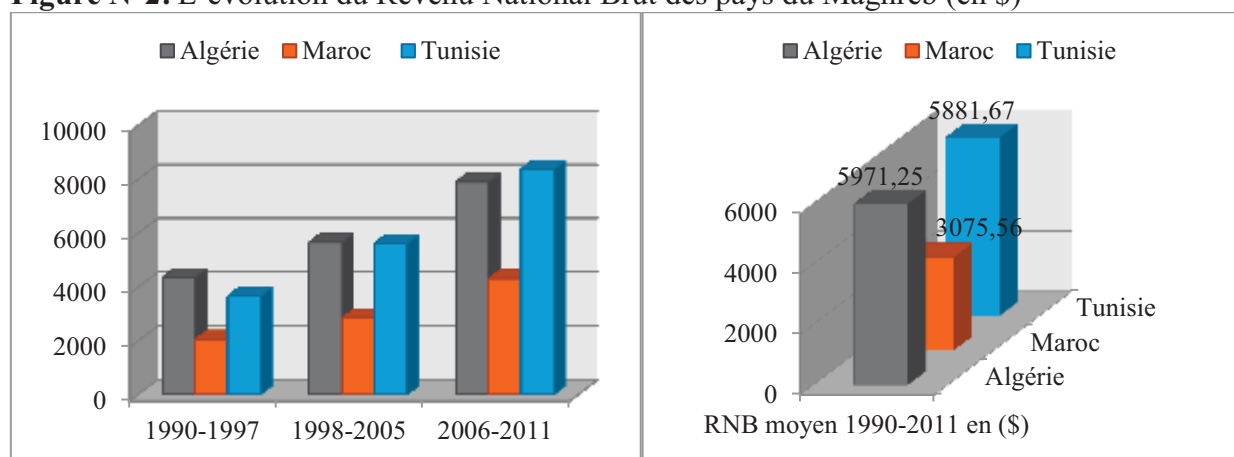
<sup>57</sup> Base de données du programme international de comparaison de la Banque mondiale. Sources Indicateurs du développement dans le monde

**Tableau N°2 : L'évolution du RNB, PPA (en dollars internationaux courants)**

Pays	1990-1997	1998-2005	2006-2011	RNB moyen 1990-2011
Algérie	4357,5	5661,25	7895	5971,25
Maroc	2058,75	2851,25	4316,67	3075,56
Tunisie	3660	5620	8365	5881,67

*Source* : Banque Mondiale.

**Figure N°2: L'évolution du Revenu National Brut des pays du Maghreb (en \$)**



*Source* : Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

L'Algérie et la Tunisie, enregistrent depuis le milieu des années quatre-vingt-dix, de bonnes performances économiques. Le revenu par habitant affiche une nette augmentation tout au long de la période qui s'étale de 1990 jusqu'à 2011 pour ces deux pays (respectivement 8310 \$, 8850\$ en 2011 contre 4330 \$, 3120 \$ en 1990). Comparativement au Maroc qui enregistre une évolution lente, avec un revenu par habitant qui s'établit à 4880 \$ en 2011 contre 1870\$ en 1990. En dépit des progrès réalisés et des ressources importantes consacrées à la lutte contre la pauvreté et les inégalités sociales, les indicateurs sociaux demeurent globalement faibles au regard de son niveau de revenu.

L'accroissement en termes de revenu par habitant en Algérie et en Tunisie durant la période 1990-2011 (respectivement 5971,25\$, 5881,67\$), s'explique par la relance budgétaire importante engendrée par la mise en œuvre des programmes de dépenses de l'État, financés par la hausse des recettes provenant des hydrocarbures. Ces progrès économiques et sociaux des deux pays sont le fruit des politiques macroéconomiques prudentes et des réformes structurelles initiées dès le début des années 1990.

### 1-1-3 Indice de Développement Humain (IDH)

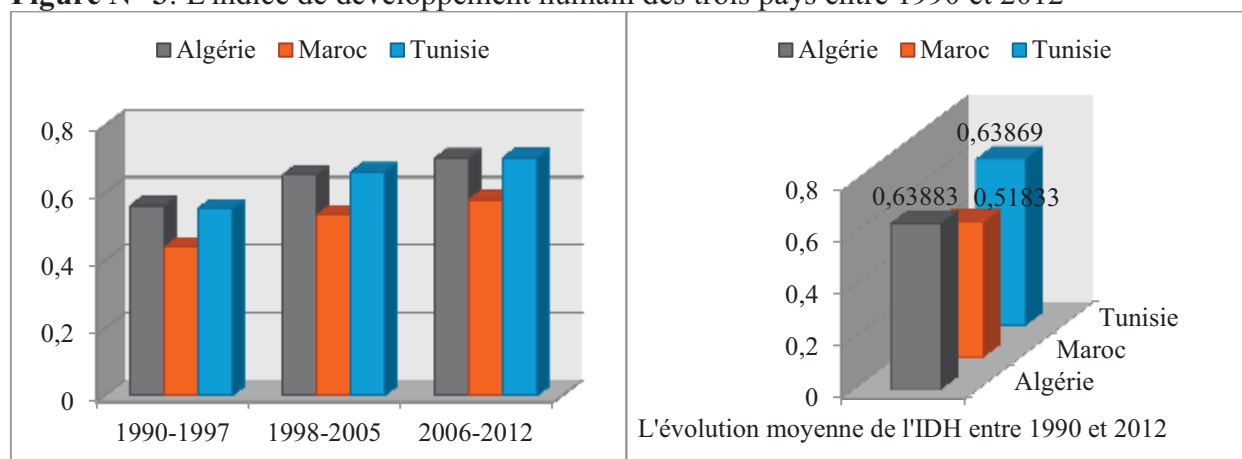
Indice statistique composite mesurant le niveau moyen de développement des pays du monde en matière de qualité de vie (santé et longévité, accès à l'éducation, et niveau de vie approprié). Cet indice a notamment pour objectif de pallier aux insuffisances du Produit Intérieur Brut, qui calcule la santé économique d'un pays sans aucune donnée sociale.

**Tableau N°3 : L'évolution de l'Indice de Développement Humain (1990-2012)**

Pays	1990-1997	1998-2005	2006-2012	IDH moyen 1990-2012	Rang
Algérie	0,562	0,6525	0,702	0,63883	93
Maroc	0,44	0,535	0,58	0,51833	130
Tunisie	0,553	0,6605	0,70257	0,63869	94

Source : PNUD

**Figure N° 3: L'indice de développement humain des trois pays entre 1990 et 2012**



Source : Etabli par nous-mêmes à partir des données du PNUD.

Les trois pays du Maghreb ne cessent d'améliorer leurs indices de développement humain (IDH). En 2012, cette tendance s'est accélérée pour l'Algérie et la Tunisie. L'Algérie est passée d'un IDH de 0,562 à 0,713 soit une réduction du déficit d'IDH de 34,4 %. De son côté, la Tunisie enregistre une progression similaire sur la même période, passant d'un IDH de 0,553 à 0,712, soit une réduction du déficit d'IDH de 35,5 %. Forts de ces résultats, les deux pays se positionnent dans le top 20 des pays en développement ayant fortement diminué leur déficit d'IDH entre 1990 et 2012. Sur 178pays, l'Algérie est au 93<sup>e</sup> rang mondial, suivie de la Tunisie 94<sup>e</sup>), le Maroc quant à lui, occupe le 130<sup>e</sup> rang mondial avec un IDH qui s'établit à 0,64 en 2012 contre 0,44 en 1990<sup>58</sup>.

<sup>58</sup> Le rapport 2013 du Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD).

Les progrès des trois pays maghrébins sont remarquables concernant l'espérance de vie avec un allongement spectaculaire ces 40 dernières années. La haute performance des pays maghrébins est attribuée aux impressionnantes réformes menées sur le long terme concernant les avancées médicales et pharmaceutiques, la généralisation des vaccinations, une meilleure distribution de l'énergie et des investissements publics et privés dans la santé. Autre secteur où l'Algérie, le Maroc et la Tunisie ont fortement progressé : l'éducation. Huit des 20 pays ayant connu les hausses les plus importantes en matière de scolarisation moyenne sur la période 1990-2012 sont des États arabes.

#### 1-1-4 L'inflation

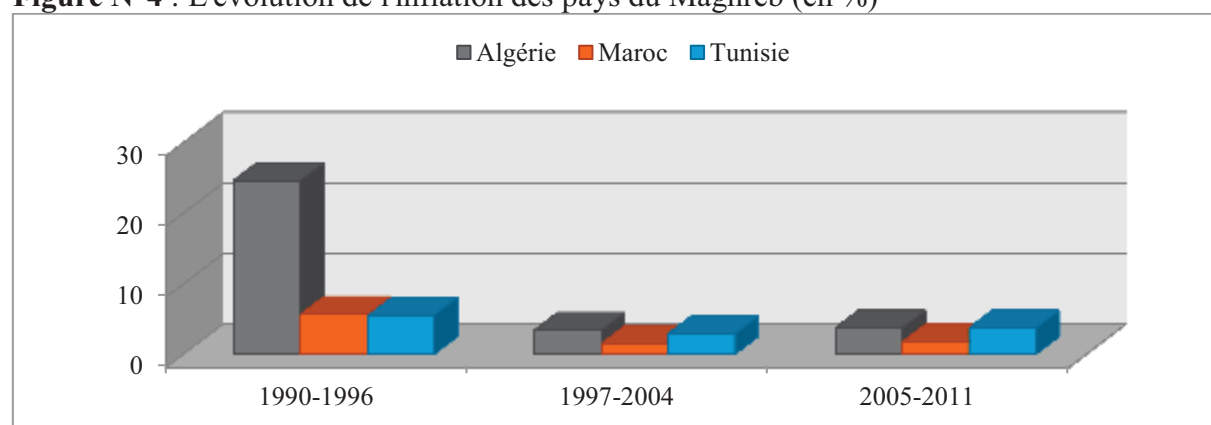
L'inflation telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation reflète les variations du coût d'un panier de biens et services acheté par le consommateur moyen. Le contenu de ce panier peut être fixe ou être modifié à intervalles réguliers<sup>59</sup>.

**Tableau N°4 : L'évolution de l'inflation (en%)**

Pays	1990-1996	1997-2004	2005-2011
Algérie	24,62	3,44	3,77
Maroc	5,7	1,56	1,81
Tunisie	5,59	2,94	3,76

*Source* : Banque Mondiale.

**Figure N°4 : L'évolution de l'inflation des pays du Maghreb (en %)**



*Source* : Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

Les trois pays du Maghreb ont accompli des progrès significatifs dans le domaine économique et financier ces dernières années, les résultats concernant l'évolution du taux d'inflation sont mitigés pour ces trois pays, plus précisément durant la période 1997 et 2004.

<sup>59</sup> Statistiques financières internationales et autres fichiers de données du Fonds monétaire international.

Le Maroc enregistre une bonne performance du taux d'inflation par rapport à ses deux voisins durant toute la période qui s'étale de 1990 jusqu'à 2011, il a été maîtrisé à des niveaux très acceptables passant de 6,8% en 1990 à 0,9% en 2011. Ceci est dû principalement à l'accélération des réformes structurelles et à la stabilité macroéconomique dont la maîtrise de l'inflation demeure un élément fondamental. En effet, grâce à une politique monétaire prudente réussie.

Le taux d'inflation en Tunisie est passé de 6,5% en 1990 à 3,6% 2011. Durant toute cette période la Tunisie a pu maintenir le taux d'inflation autour de 3%, grâce à la politique monétaire déflationniste appliquée à partir de 1993. L'inflation en Tunisie est d'origine importée, l'influence, d'une part, des variables monétaires telles que l'offre de monnaie et le taux d'intérêt. Et d'autre part, l'influence de variables structurelles telle que le taux du salaire annuel moyen. Ceci est expliqué par la politique d'indexation du prix sur les salaires et des salaires sur les prix. Les autorités politiques augmentent les salaires pour chaque période de trois ans. Cette augmentation des salaires est suivie par un accroissement plus que proportionnel de l'accroissement du niveau général des prix<sup>60</sup>.

L'Algérie quant à elle, a connu une baisse remarquable du taux d'inflation, passant d'une moyenne de 24,62% entre 1990-1996 à 3,77% entre 2005 et 2011, en se positionnant à 4,5% en 2011. Cette maîtrise de l'inflation, en dépit d'un vaste programme d'expansion de la dépense publique, d'équipement avec un contexte international marqué par l'augmentation des prix de produits de base, est due à une politique monétaire prudente et budgétaire (institution d'un fond de régulation des recettes FRR).

#### **1-1-5 Stock de la dette extérieure (% du RNB)**

Ratio entre le stock de la dette extérieure totale et le revenu intérieur brut. La dette extérieure totale est la dette due à des non-résidents et remboursable en devises étrangères, en biens ou en services. Le total de la dette extérieure est la somme de la dette à long terme publique et garantie par l'État et privée non garantie, de l'utilisation des crédits du FMI et de la dette à court terme. La dette à court terme comprend toutes les dettes dont l'échéance initiale est d'un an et moins et les intérêts en retard sur la dette à long terme. Le revenu national brut ou RNB (produit national brut ou PNB dans les éditions précédentes) est la somme de la valeur

---

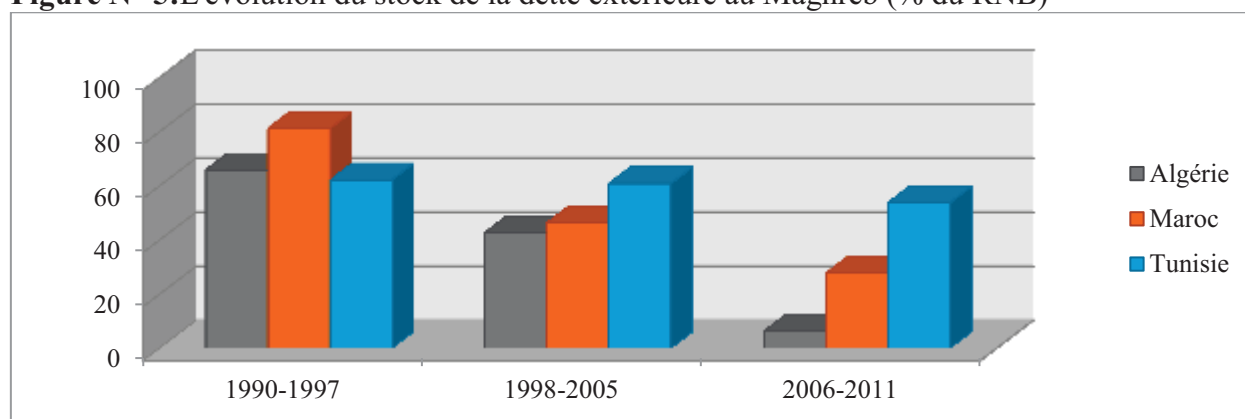
<sup>60</sup> Merieme BENCHABANE, « Etude comparative des marchés financiers maghrébins », mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magister en Sciences Economiques, université Mouloud MAMMERRI, Tizi-Ouzou, juin 2012 :p.75.

ajoutée produite par tous les résidents plus toutes les recettes fiscales (moins les subventions) non comprises dans la valorisation de la production plus les réceptions nettes de revenus (rémunérations des employés et revenus fonciers) provenant de l'étranger<sup>61</sup>.

**Tableau N°5 : L'évolution du stock de la dette extérieure (% du RNB)**

Pays	1990-1997	1998-2005	2006-2011
Algérie	65,91	42,74	6,33
Maroc	81,2	46,35	27,74
Tunisie	62,25	60,88	53,8

*Source* : Données de la Banque Mondiale.

**Figure N° 5: L'évolution du stock de la dette extérieure au Maghreb (% du RNB)**

*Source* : Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

C'est dans le domaine des finances publiques et plus précisément dans le domaine de la dette publique que l'Algérie enregistre la meilleure performance grâce à l'amélioration des recettes d'exportation des hydrocarbures et le remboursement anticipé de la dette extérieure qu'elle a permis. Ainsi, l'Etat algérien est le moins endetté de la région.

Le stock de la dette extérieure de l'Algérie s'établit à 7,7 milliards de dollars en 2006, contre 16,4 milliards de dollars en 2005. L'Algérie a remboursé, par anticipation une dette de plus de 12 milliards de dollars entre 2004 et 2006, grâce au prix élevé des hydrocarbures dont elle tire plus de 97% de ses rentrées en devises.

Au Maroc la politique mise en œuvre par le Gouvernement en vue de réduire l'endettement extérieur, notamment la gestion active de la dette, à travers les remboursements anticipés de prêts onéreux et les opérations de conversion de dette en investissements publics et privés, continue à fournir des bons résultats reflétés par la baisse régulière du taux d'endettement

<sup>61</sup> Banque mondiale, Global Development Finance.

extérieur public (qui est passé de 22,2% du PIB en 2005 à 19,9% en 2006). Quant au taux d'endettement extérieur par rapport aux recettes de la balance des paiements, il est passé de 51% à 43%. La position extérieure demeure solide en dépit de la persistance du creusement du déficit commercial. La dette extérieure est en baisse régulière.

Concernant la Tunisie, elle est la plus endettée de la région, la charge de la dette se maintient à un niveau critique entre 1990 et 2003 où elle a atteint son maximum. Au cours des dix dernières années, le service de la dette a augmenté selon un rythme plus élevé que celui du PIB, le surendettement est assez clair. L'argent de la dette sert à rembourser la dette, s'endetter pour payer la dette, un cercle infernal.

## **1-2 L'ouverture des pays du Maghreb au commerce extérieur**

L'importance du commerce extérieur dans l'activité économique mondiale est un fait acquis, car le développement des économies a été fondé sur le commerce extérieur. Les économies maghrébines ont connu des transformations considérables depuis les indépendances, elles sont largement ouvertes tant pour leurs importations en biens d'équipement et de consommation que pour leurs exportations, constituées principalement de matières premières (hydrocarbures, phosphates et minerais de fer).

Les pays du Maghreb ont un tissu industriel peu varié. Ils possèdent généralement des unités dans les mêmes filières. Ainsi, en Algérie, les hydrocarbures sont considérés comme étant les principales activités industrielles. Au Maroc et en Tunisie, l'État ne s'est pas seulement limité à la mise en valeur des ressources minières disponibles, mais a aussi laissé au capital privé, local et surtout étranger le soin de développer la production dans les secteurs agroalimentaire, textile et industries mécaniques et électriques, pour le marché intérieur et l'exportation.

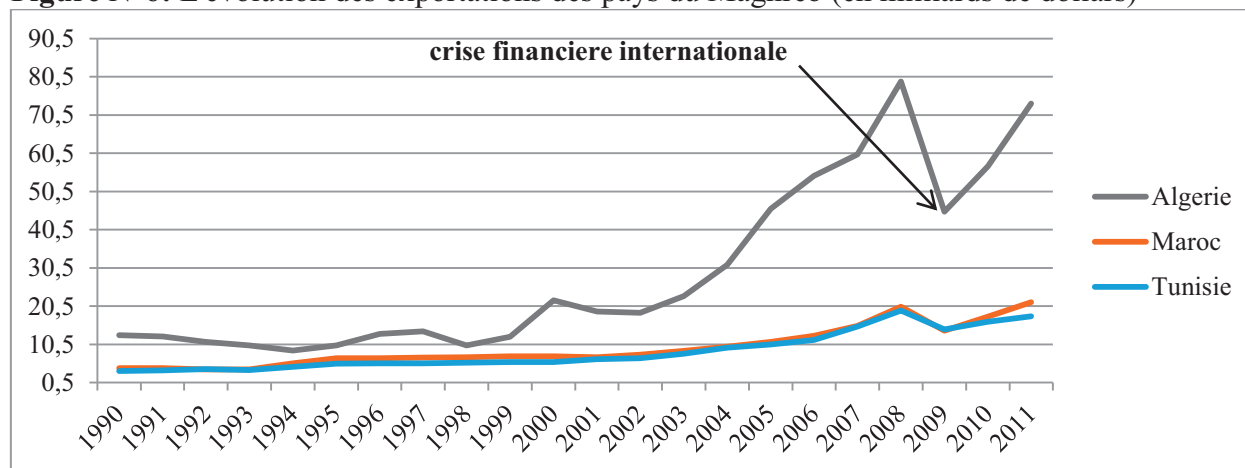
### **1-2-1 Les exportations des pays du Maghreb**

**Tableau N°6 : L'évolution des exportations des pays du Maghreb (en million de dollars)**

<b>Pays</b>	<b>1990-1996</b>	<b>1997-2005</b>	<b>2006-2011</b>	<b>2011</b>
<b>Algérie</b>	11,32	18,88	59,39	<b>73,49</b>
<b>Maroc</b>	5,12	7,83	28,13	<b>21,52</b>
<b>Tunisie</b>	4,38	6,77	49,05	<b>17,85</b>

*Source* : Données de la Banque Mondiale.

**Figure N°6:** L'évolution des exportations des pays du Maghreb (en milliards de dollars)



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

L'analyse de l'évolution des exportations, montre que les pays du Maghreb ont connu une amélioration de leurs exportations durant toute la période qui s'étend de 1990 jusqu'à 2011. Le volume des exportations en Algérie s'est accru d'une manière remarquable passant de 12,57 millions de dollars en 1990 à 73,49 millions de dollars en 2011. Concernant le Maroc et la Tunisie leurs volume d'exportation a atteint respectivement 21,52 et 17,88 millions de dollars en 2011 contre 4,27 et 3,53 millions de dollars en 1990.

Néanmoins, le volume des exportations des trois pays a chuté en 2009, à cause du ralentissement économique qui est dû à la crise financière. Les prix du pétrole ainsi que les prix des autres matières premières ont subi les effets de ce ralentissement à travers la chute des cours sur les marchés internationaux.

La forte hausse des exportations algériennes dans la période 2005-2011 est entièrement imputable à la poursuite de la remontée du cours international du pétrole, avec un prix moyen du baril qui a crû de 39% en 2011 pour s'établir autour de 107 USD. Bien que toujours marginales, les exportations hors-hydrocarbures, ont atteint pour la première fois 2,93% du total exporté.

L'augmentation des exportations en Tunisie s'explique, par la croissance des ventes à l'étranger sur l'ensemble des secteurs tels que les produits agricoles et alimentaires, l'énergie, les industries mécaniques et les industries manufacturières.

Au Maroc, l'accroissement des exportations s'est caractérisé par la prédominance des demi-produits qui se maintiennent en première position, suivis des produits finis de consommation et des produits alimentaires, des biens d'équipement et des produits bruts.



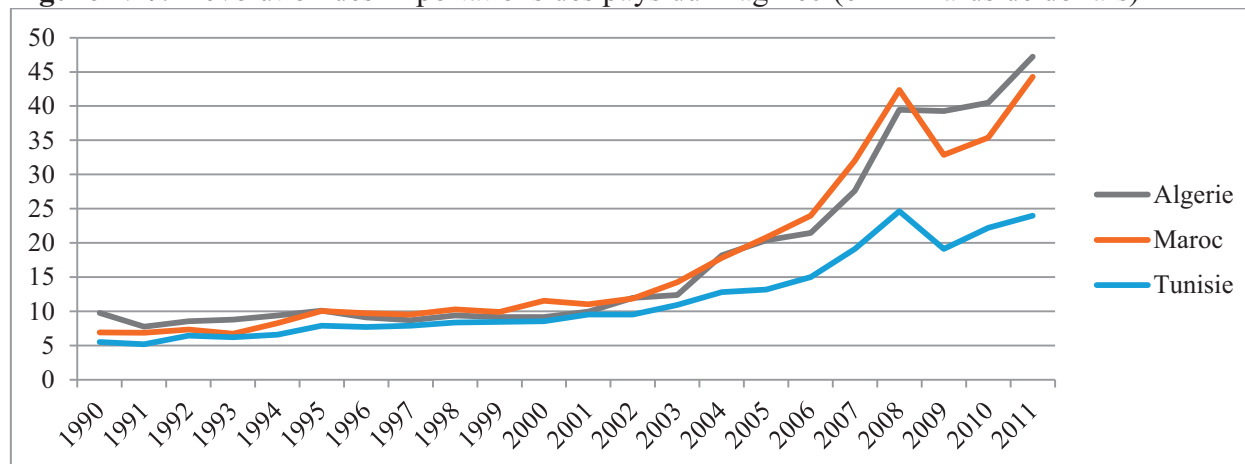
## 1-2-2 Les importations des pays du Maghreb

**Tableau N°7 : L'évolution des importations des trois pays du Maghreb (en milliards de dollars)**

Pays	1990-1996	1997-2005	2006-2011	2011
Algérie	9,06	12,14	35,93	<b>47,25</b>
Maroc	7,98	13,00	35,15	<b>44,30</b>
Tunisie	6,50	9,92	20,66	<b>23,96</b>

*Source* : Données de la Banque Mondiale

**Figure N°7: L'évolution des importations des pays du Maghreb (en milliards de dollars)**



*Source* : Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

Le volume des importations au Maghreb été relativement stable durant la décennie quatre-vingt-dix. Ce n'est qu'à partir de la décennie 2000 que les importations de l'Algérie, le Maroc et la Tunisie ont progressé pour atteindre respectivement 45,25 ; 44,29 et 23,96 Mds \$ en 2011. Ceci est dû au renforcement du processus d'ouverture et de libéralisation, suite à l'ouverture des négociations en vue de la signature de l'accord d'association avec l'union Européenne.

Les trois postes les plus importants dans les importations algériennes sont les céréales, les véhicules (de tourisme et de transport) et les produits pharmaceutiques, suivis ces dernières années des barres de fer et en acier et des produits laitiers. Ces postes, qui représentent le tiers des importations algériennes, ont enregistré des hausses remarquables.

Du côté des importations en Tunisie, la structure des importations, s'est caractérisée par la prédominance des produits énergétiques, des produits finis d'équipement, des demi-produits et des produits finis de consommation, ces quatre groupes de produits ont représenté 84,9% du total des importations.

La structure des importations marocaines est prédominée par les produits énergétiques, les biens de consommation, les demi-produits et les biens d'équipement. Les importations des demi-produits sont constituées principalement des produits chimiques, du fer et de l'acier. S'agissant des importations de produits alimentaires, leur progression est conditionnée par les besoins en céréales qui accusent de fortes augmentations durant les années de sécheresse et demeure affectée par l'évolution des prix sur le marché international.

## **2- Climats des affaires des pays du Maghreb**

L'acte d'investissement est le plus souvent en fonction des mesures d'encouragement, des coûts des facteurs et des contraintes d'ordre institutionnel et réglementaire qui conditionne le climat des affaires.

### **2-1 Facilité d'accès aux investissements**

**Tableau N°8 :** Classement général de la facilité d'accès aux investissements (sur 185 économies).

Classement par catégories	DB 2013 Classement		
	Algérie	Maroc	Tunisie
<b>Création d'entreprise</b>	156	56	66
<b>Octroi de permis de construire</b>	138	79	93
<b>Raccordement à l'électricité</b>	165	92	51
<b>Transfert de propriété</b>	172	163	70
<b>Obtention de prêts</b>	129	104	104
<b>Protection des investisseurs</b>	82	100	49
<b>Paiements des impôts</b>	170	110	62
<b>Commerce transfrontalier</b>	129	47	30
<b>Exécution des contrats</b>	126	88	78
<b>Règlement de l'insolvabilité</b>	62	86	39
<b>Classement général DB 2013</b>	<b>152</b>	<b>97</b>	<b>50</b>

*Source :* Doing Business

La Tunisie semble prendre une bonne place au niveau du climat des affaires, de surcroît, en comparaison à ses voisins du Maghreb : le Maroc et l'Algérie. Toutefois, la Tunisie avec la 50<sup>ème</sup> place du classement mondial (comprenant 185 pays), a reculé de 5 points par rapport à l'année 2012. Cela étant, le climat des affaires en Tunisie, et en dépit de la conjoncture économique, est bien meilleur qu'au Maroc 97<sup>ème</sup> et en Algérie 152<sup>ème</sup>.

Le Maroc occupe une position relativement favorable pour les critères relatifs à la création d'entreprise, d'obtention des permis de construction et de crédit. La mise en place des

Centres Régionaux d'Investissement (CRI) et l'Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale (OMPIC) a en effet beaucoup contribué à la facilitation de l'investissement au Maroc. Toutefois, l'amélioration du classement du Maroc en matière du climat des affaires témoigne des efforts accomplis dans les domaines du renforcement de la gouvernance et de la transparence, de la modernisation du cadre juridique des affaires, de la simplification des procédures administratives, de la promotion des conditions d'accès à l'immobilier et du renforcement de la compétitivité des régions.

Le climat des affaires en Algérie reste foncièrement mauvais et nécessite des améliorations. L'Algérie, exportateur net d'hydrocarbures et avec plus de 170 milliards de réserves de changes, est classée parmi les derniers à l'échelle africaine et arabe et devancée par des pays comme le Rwanda (52<sup>ème</sup>) ou l'Éthiopie (127<sup>ème</sup>) en Afrique en matière de facilités accordées aux investisseurs et entrepreneurs.

#### **2-2 La privatisation**

Les pays du Maghreb n'ont pas échappé au mouvement de libéralisation opposé à l'intervention de l'Etat dans le secteur financier, et ont entamé des réformes visant à définir les fondements d'une nouvelle économie ; l'économie du marché basée sur le dynamisme du secteur privé et le désengagement de l'Etat de la gestion direct de l'économie.

Dans le souci de dynamisation de leurs marchés financiers, les pays du Maghreb ont procédé à des privatisations de leurs entreprises en faisant appel à la bourse. Ce vaste programme de privatisation engagé au début des années quatre-vingt a contribué de manière significative à approfondir le marché boursier marocain et tunisien.

#### **A- Le Maroc**

Au Maroc les signes de la politique de désengagement de l'Etat ont été apparus depuis 1989, avec la promulgation de la loi no 39-89 autorisant le transfert d'entreprises publiques au secteur privé mais les opérations de privatisation ont commencé en 1993. Ce processus a contribué à la redynamisation de la bourse des valeurs de Casablanca. En effet, la privatisation a constitué un facteur essentiel de la croissance de la place casablancaise. Depuis 1989, la capitalisation boursière a été multipliée par plus de 83 fois, les sociétés privatisées pèsent plus de la moitié sur le marché de Casablanca.

Le bilan de privatisation fin 2005 affiche 70 sociétés totalement ou partiellement privatisées, réalisées par offre publique de vente à la bourse. A noter qu'entre 1993 et 2007 au Maroc le nombre de privatisation s'est évalué à 76 dont 14 effectuées via la bourse. Ces introductions ont amélioré la liquidité et la profondeur du marché financier

#### **B- L'Algérie**

En Algérie, les premières dispositions concernant la privatisation ont été promulguées en 1994. Depuis certaines confusions et contradictions ont caractérisent les textes qui y sont relative. Le résultat de ce processus de réformes engagées a permis depuis la promulgation de la loi 01-04 du 28/8/2001 relative à la privatisation des entreprises publiques.

Le recours au mécanisme de la bourse a été retenu comme mode de privatisation avec la promulgation de l'ordonnance 95-22. Ce n'est qu'en 1998, que l'Etat a procédé à la première opération de privatisation partielle par le canal du marché financier de l'entreprise alimentaire *Eriad-sétif*, qui a fait l'objet d'une augmentation de son capital à hauteur de 20%. S'en est suivi celle de l'entreprise de production pharmaceutique *Saidal* par une offre publique de vente à prix fixe portant sur 20% de son capital social. Ainsi que celle de l'entreprise de gestion de l'hôtel *El Aurassi*, qui a fait l'objet d'une ouverture de capital à hauteur de 20% par la procédure d'offre publique de vente à prix fixe. Comparativement aux nombres d'entreprises privatisées, celles ayant transité via le marché boursier, elles sont insignifiantes. Ce qui revient de dire que la privatisation en Algérie n'a pas contribué à la dynamisation du marché boursier comme c'est le cas au Maroc et en Tunisie<sup>62</sup>.

#### **C- Tunisie**

En Tunisie depuis 1987, le programme de privatisation ne cesse d'enregistrer des performances remarquables. Depuis le lancement du programme jusqu'à 2009, le gouvernement tunisien a engagé 5963 millions de dinars, bilan de 217 opérations de privatisation d'entreprises publiques. La privatisation via la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis (BVMT) a réalisé, globalement, les objectifs qui lui sont confiés par les autorités publiques et qui ont visé deux volets fondamentaux. Le premier est la bourse, il s'est traduit par l'effet positif qu'ont joué les entreprises sur les capitalisations boursières et les indices de rendement de la BVMT. Le

---

<sup>62</sup> Meriem BENCHABANE, « Étude comparative des marchés financiers maghrébins cas : Maroc, Algérie, Tunisie », mémoire de magister, juin 2012.

deuxième volet concerne les entreprises qui ont connu dès leurs introductions en bourse une amélioration de leurs rentabilités financières et de leurs rendements globaux.

### **3- Les réformes des systèmes financiers**

La réforme financière est l'une des réformes les plus importantes, elle intervient en phase finale du processus de libéralisation économique, et ce après les réformes de stabilisation, des prix et du commerce.

Au lendemain de leurs indépendances, les trois pays du Maghreb en l'occurrence le Maroc, L'Algérie et la Tunisie, ont mis en place un système de planification centralisé de leurs économies. Le but principal des réformes est celui de faire progresser la performance économique par l'accroissement de l'efficacité et la réduction des coûts. La libéralisation tend à cet effet, à renforcer et à accroître la productivité des investissements par l'amélioration du volume de l'épargne financière par des moyens efficaces. Les réformes financières sont de ce fait plus larges que la libéralisation. La libéralisation tend à augmenter les risques des institutions financières et oblige par conséquent les autorités à intervenir afin de limiter ces risques par une réglementation bancaire rigoureuse. Cette dernière regroupe des règles de supervision et introduit de nouvelles formules qui permettront le maintien de la concurrence et ce par l'introduction de nouvelles institutions financières.

#### **3-1 La situation des systèmes financiers maghrébins avant les réformes**

La situation des systèmes financiers des pays du Maghreb avant les réformes était caractérisée par le contrôle total de l'Etat sur les opérations des intermédiaires financiers, afin de financer les déficits publics et de subventionner les secteurs prioritaires. Leurs systèmes bancaires étaient caractérisés par un plafonnement des taux d'intérêt, une politique de sélectivité dans la distribution du crédit, l'utilisation des contrôles directs pour canaliser les ressources vers des branches d'activité jugées prioritaires, des niveaux élevés des réserves obligatoires et des restrictions à l'entrée de l'industrie bancaire et faible concurrence entre les différentes unités financières. Toutes ces restrictions handicapent le développement du système financier, découragent la mobilisation de l'épargne, nuisent à l'accumulation du capital productif et entravent l'amélioration des investissements.

La particularité des systèmes financiers de l'Algérie, le Maroc et la Tunisie c'est qu'ils sont dominés par les secteurs bancaires, qui sont à grande majorité publiques, il n'y avait presque pas de marchés de capitaux. Pour ce qui est du secteur privé, il a été actif dans les domaines du

commerce, du tourisme et dans l'agriculture en Tunisie et au Maroc. Mais sa taille est limitée en l'Algérie.

#### **A- Le Maroc**

Le système bancaire marocain, bien que dominé par l'Etat, était caractérisé par sa diversité. A côté des 15 banques commerciales (dont deux publiques) qui opéraient sur le marché à la veille des réformes, il existait plusieurs établissements et institutions spécialisées telles que les sociétés d'investissement, les sociétés de leasing et les établissements de crédit à la consommation.

Un mouvement de désintermédiation avait commencé à apparaître aussi vers les années soixante-dix lorsque les banques, privées dans leur majorité, ont commencé à réagir aux décisions d'encadrement de crédit et des emplois obligatoires.

La diversité des acteurs dans le système financier marocain n'était pas accompagnée de règles de gestion prudente. A la veille des réformes et malgré son développement, le système bancaire était encore régi par la loi de 1967 qui apparaissait dépassée et vieillie. Celle-ci ne prenant pas en compte le développement de la désintermédiation et l'apparition de nouveaux comportements bancaires, était considérée incomplète et présentait un vide juridique sur plusieurs niveaux.

#### **B- L'Algérie**

A l'opposé du Maroc, le système bancaire algérien était entièrement centralisé et se caractérisait par son étroitesse et la spécialisation de ses banques. Celles-ci en nombre de cinq prenaient en charge le financement des investissements d'un même secteur. En effet, les entreprises avaient l'obligation de « concentrer leurs comptes bancaires et leurs opérations d'exploitation au niveau d'une seule Banque »<sup>63</sup>. La décision d'investir est prise en dehors de la banque. Celle-ci doit uniquement exécuter la décision de financement quelle que soit la solvabilité de l'entreprise ou la rentabilité du projet du moment que celui-ci a été accepté par l'administration centrale.

Le rôle de la banque se limitait ainsi à celui d'une simple «caisse de distribution de fonds» bénéficiant, pour les prêts qu'elle accordait, de la garantie implicite de l'Etat. La seule liberté d'action des banques était celle liée à l'appréciation des risques du secteur privé. Le crédit

---

<sup>63</sup> Loi de finances pour 1971.

au secteur privé était cependant, très marginal et n'a jamais dépassé 5% de l'ensemble des crédits accordés au cours des années soixante-dix et quatre-vingt.

### **C- La Tunisie**

En Tunisie, la structure du système bancaire, présentait les caractéristiques d'un système dense et cloisonné dans lequel la concentration bancaire était dominante. En effet, malgré le nombre relativement élevé d'institutions financières, la concurrence était quasiment inexistante. Le système bancaire tunisien restait sous le contrôle de la BC qui assurait ses besoins de refinancement. La présence des participations étatiques dans le capital des banques mixtes permettait au gouvernement d'orienter les décisions de ces dernières vers la réalisation des objectifs du plan de développement.

La concentration était plutôt le résultat d'un choix politique né de la nécessité d'orienter le pays vers le développement des secteurs stratégiques, et ce par la constitution de grandes banques capables de faire face aux besoins financiers de l'investissement.

Enfin, le système bancaire tunisien était caractérisé par la prédominance des placements liquides (billets de banques, dépôts à vue et à terme) au niveau des banques de dépôts qui pouvaient ainsi financer les crédits à l'économie. Ces financements étaient soutenus par le refinancement de la BC.

### **3-2 Le cadre réglementaire et institutionnel**

Les réformes financières englobent une multitude de mesures réglementaires et administratives. Certains auteurs<sup>64</sup> classent les réformes financières en quatre catégories. La première concerne la libéralisation des taux d'intérêt, la réduction du niveau des réserves obligatoires et l'élimination de la politique sélective de crédits. La seconde tend à développer le marché financier et à établir un contrôle monétaire efficient. La troisième concerne l'introduction des règles prudentielles. Enfin la quatrième catégorie est celle qui consiste à renforcer la concurrence des marchés financiers à savoir les banques, les autres institutions financières et même le marché des capitaux, la privatisation des institutions financières publiques et l'introduction de nouvelles institutions étrangères<sup>65</sup>.

---

<sup>64</sup> Tels que Johnston (1991) et Galbis (1994).

<sup>65</sup> Nawel BENTAHAR, « les conditions préalables au succès de la libéralisation financière : application aux pays du Maghreb et du Machrek arabes ».thèse, Université d'Auvergne Clermont1, mai 2005.

Ayant décidé de libéraliser tardivement leur système financier, les pays du Maghreb semblent avoir opté, pour une libéralisation graduelle. Notre objectif est de présenter le déroulement de la libéralisation financière dans ces trois pays.

#### **3-2-1 Les réformes du secteur bancaire au Maghreb**

Les pays du Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie) ont entamés des réformes de leur secteur bancaire visant la mise en place d'un système financier moderne.

##### **A- Le Maroc**

Le secteur financier au Maroc a connu un mouvement de libéralisation marqué par des réformes appuyées par une série d'initiatives de la BM. Ces réformes portaient sur le secteur bancaire (1991-1995), le développement du marché des capitaux et la poursuite de la libéralisation du secteur financier.

En effet, la réforme financière s'est traduite par la libéralisation des taux d'intérêt et la déréglementation de l'activité bancaire. Ce mouvement s'est concrétisé par la levée de l'encadrement du crédit en 1991, la suppression des emplois obligatoires entre 1992 et 1998 ainsi que par la libéralisation progressive des taux d'intérêt créditeurs à partir de 1985 et des taux débiteurs à partir de 1990. Cette action a été consolidée par la refonte, en 1993, du cadre juridique régissant l'activité des établissements de crédit qui a impulsé une nouvelle dynamique à ce secteur. Parallèlement, les autorités monétaires ont mis en place une réglementation prudentielle rigoureuse afin de limiter les risques que ces établissements encourent.

S'inspirant des normes internationales, notamment celles édictées par le Comité de Bâle. Ils ont procédé aussi à la rénovation du marché des capitaux, à travers l'application dès 1984, d'une série de réformes qui ont abouti à l'émergence d'un marché monétaire et à un changement totale du cadre institutionnel régissant le marché financier. Le but visé était de parvenir à l'édification d'un vaste marché des capitaux, unique et décloisonné. Le marché a été ouvert, graduellement, d'abord aux établissements financiers et aux compagnies d'assurance, ensuite aux entreprises publiques et privées, et enfin en 1995, aux personnes physiques ainsi qu'aux non-résidents<sup>66</sup>.

---

<sup>66</sup> Sanae SOLHI, « libéralisation financière et croissance économique au Maroc : essai de modélisation », economic reserach forum 13th annual conference, december 2006.



#### B- L'Algérie

L'Algérie avait une organisation bancaire et financière que nous pouvons associer à une situation de répression financière. L'année 1987 a été marquée par le début des réformes économiques. Mais ce n'est qu'en 1990, que la loi sur la monnaie et sur le crédit a été publiée<sup>67</sup>. A partir de cette date, plusieurs mesures s'apparentant à une libéralisation financière ont été annoncées.

Le taux d'intérêt créditeur était le premier taux à être libéraliser en 1990. Le taux d'intérêt débiteur n'a été libéralisé qu'en 1994<sup>68</sup>. En vérité, ces deux taux sont restés administrés du fait de l'entente qui existait entre les banques publiques. En effet, ce n'est qu'en janvier 2003 que les taux d'intérêt sont devenus effectivement libres<sup>69</sup>.

La réserve obligatoire a été instituée la première fois en 1994<sup>70</sup>. Ce taux a été revu trois fois : la première et la seconde fois en 2001, tandis que la dernière fois été revu en 2004. L'obligation d'observer une réglementation prudentielle a été prévue<sup>71</sup>. Elle prend la forme du respect du ratio de Cook et d'un coefficient de division de risque. Le ratio de Cook a été institué la première fois en novembre 1991<sup>72</sup>. Pour le coefficient de division de risque, il a été institué la première fois en 1991<sup>73</sup>. Un système de garantie des dépôts bancaires a été institué en 1997<sup>74</sup>.

Le marché monétaire a connu sa première existence en 1989. Ce marché regroupait les banques commerciales qui venaient d'accéder à une autonomie financière. La BC intervenait par le mécanisme des prises de pension. La prise de pension prenait la forme d'un accord de rachats d'effets commerciaux conclu avec les banques commerciales. Ces accords permettaient aux banques de disposer de liquidités à court terme. En mai 1995, la banque centrale a renforcé ses instruments indirects de régulation monétaire en mettant en place un système d'adjudication de crédits et de bons de trésor.

---

<sup>67</sup> La loi 90-10 relatif à la monnaie et au crédit.

<sup>68</sup> Règlement 94-13 du 2 juin 1994

<sup>69</sup> Document de l'ABEF, ABEF est l'association des banques et établissements financiers algériens. Il est leur syndicat. Le document en question s'intitule « Note sur l'évolution des taux d'intérêts bancaires » daté du mois de septembre 2005.

<sup>70</sup> Voir Instruction n° 73-94 du 29 novembre 1994 relative au régime des réserves obligatoires

<sup>71</sup> Par l'article 93 de la loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la Monnaie et au Crédit

<sup>72</sup> Voir Instruction n° 34-91 du 14 novembre 1991 relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.

<sup>73</sup> Instruction n° 34-91 du 14 novembre 1991

<sup>74</sup> Règlement n° 97-04 du 31 décembre 1997 relatif au système de garantie des dépôts bancaires

En ce qui concerne la concurrence bancaire, plusieurs banques privées ont été créées sur la période 1995-2007. Malgré leur nombre important, celles-ci sont restées marginales en termes de mobilisation et d'allocation de la ressource. A partir de 2003, suite à la mise en faillite de la plus importante d'entre elles, Khalifa Bank, six banques privées ont cessé d'exercer sur la période 2003-2007, les raisons étaient diverses. Cette situation était à l'origine de la révision de la loi bancaire 90-10 en 2003. Nous pourrions avancer que la concurrence bancaire a diminué depuis. Ce fait reflète l'aspect réversible de la libéralisation financière<sup>75</sup>.

#### C- La Tunisie

En Tunisie, la réforme des taux bancaires est entrée en vigueur le 2 janvier 1987 par la libéralisation des taux créditeurs. La libéralisation des taux débiteurs s'est étalée sur plusieurs années. Elle a commencé en 1987, ensuite en 1994 par la libéralisation des taux sur les activités non prioritaires. Enfin en 1996 par la libéralisation des taux sur les activités prioritaires.

Le désencadrement du crédit a commencé dès le début des réformes par l'abolition, depuis décembre 1987, des autorisations obligatoires et de l'accord de réescompte pour les crédits à court et à moyen terme. La bonification d'intérêt au profit de certains secteurs prioritaires a commencé à être allégée depuis 1990 et la détention obligatoire par les banques de bons de Trésor a été abandonnée en 1994. L'abandon des taux préférentiels n'a été effectif qu'en 1996. Cette décision a mis fin au réescompte et à l'obligation imposée aux banques de respecter le ratio d'emplois obligatoires.

La croissance monétaire observée au cours de 1988 et le début de 1989 a poussé les autorités monétaires à réactiver l'instrument de la réserve obligatoire. Elle a fait l'objet d'un nouveau réaménagement au début de 1990.

A propos de la réglementation prudentielle le ratio de solvabilité était déjà appliqué avant les réformes, mais il n'était applicable qu'aux banques résidentes. En 1986, la BC a élargi le champ d'application de ce ratio aux banques non-résidentes afin de préserver leur solvabilité et leur liquidité. Ce ratio n'a été relevé qu'au 31 décembre 1999 aux normes internationales et son application a été généralisée à l'ensemble des établissements financiers. Par contre le ratio de liquidité n'a été introduit qu'en février 2001.

---

<sup>75</sup> Mohamed Yazid BOUMGHAR, « Libéralisation financière et épargne des ménages : quel(s) liens(s) ? », 11èmes rencontres euro-méditerranéennes, novembre 2007.

### **3-2-2 Les réformes des marchés boursiers au Maghreb**

Les marchés boursiers maghrébins ont fait également l'objet d'importantes réformes.

#### **A- Le Maroc**

Les réformes de la bourse au Maroc étaient le deuxième volet des réformes du marché financier après celui du secteur bancaire. Cette réforme entamée en 1993 par la promulgation d'une nouvelle loi sur le marché financier, était caractérisée notamment par l'adoption de plusieurs décrets, de nouveaux règlements sur l'organisation du marché et l'amélioration de la qualité des interventions ont été institués. La Bourse des Valeurs Mobilières (BVM) est devenue une société privée dont le capital est souscrit dans son intégralité par les sociétés de bourses agréées<sup>76</sup>.

#### **B- L'Algérie**

La gestion centralisée de l'économie n'a pas permis la présence d'un marché boursier. Ce dernier n'a commencé à exister qu'après les réformes de 1994. En effet, un décret instituant la création d'une bourse d'Alger, dont l'entité opérationnelle est la Société de Gestion des Valeurs Mobilières (SGBV), a été promulgué en mai 1993 mais le marché n'a été inauguré qu'en juillet 1999, pour entrer en activité deux mois après. Les transactions mobilières restent timides après 14 années de fonctionnalité mais l'activité de ce marché a été considérée par les spécialistes locaux comme un premier pas vers la modernité financière.

#### **C- La Tunisie**

Malgré l'ancienneté de la Bourse de Tunis créée en 1969, son rôle dans le développement du secteur financier était presque inexistant. Les premières réformes boursières ont été entamées en 1988 par l'adoption de plusieurs lois qui visaient la redynamisation de ce marché. C'est ainsi que nous avons vu l'apparition des règlements sur les emprunts obligataires, les sociétés d'investissements à capital fixe et variable<sup>77</sup>, des exonérations fiscales au profit de certaines catégories d'institutions et enfin l'adoption d'une nouvelle loi en 1994 sur la réorganisation du marché financier. Cette loi qui donnait plus de liberté aux transactions du marché, a été très bénéfique pour le développement de la Bourse des Valeurs Mobilières (BVM).

---

<sup>76</sup> Article 8 de la loi de 1993

<sup>77</sup> Loi n°88-92 du 2 août 1988 et complétée par la loi n° 92-113 du 23 novembre 1992 et loi n°95-87 du 30 octobre 1995.

## 4- La situation actuelle des systèmes financiers maghrébins

Afin de s'arrimer au train de l'économie mondiale, et dans le sillage de nombreux pays, les pays du Maghreb se sont lancés dans un plan de passage vers une économie de marché par la modernisation de leurs systèmes bancaires et la création de marchés financiers. Toutefois, nous pouvons peut construire un système financier solide sans qu'il y ait auparavant un terrain préparé et des fondations solides. De ce fait, pour qu'il soit efficace, il nécessite l'existence d'un environnement socio-économique adéquat.

### 4-1- La structure des systèmes financiers

Les systèmes financiers dans les pays du Maghreb sont encore à dominance bancaire et encore marqués par une prédominance des banques publiques qui n'ont pas les capacités de gestion des risques de base et sont alourdies par des prêts improductifs. Par ailleurs, les marchés de capitaux sont établis, sans qu'ils ne soient suffisamment actifs.

#### A- Le Maroc

Le système financier marocain est beaucoup plus large et plus diversifié parmi les pays de la région. Cependant, il reste encore majoritairement bancaire et représente 60% du total des actifs du système financier. Le secteur bancaire est composé de 26 banques commerciales qui se présentent sous la forme des sociétés anonymes et qui ont pratiquement toutes une participation étrangère dans leur capital. Ces banques sont ouvertes sur l'extérieur à travers des réseaux de correspondants bien développés et des succursales implantées à l'étranger qui deviennent de plus en plus nombreuses.

Les banques à caractère public ou semi public, au nombre de six, ont été créées par l'Etat pour intervenir dans des secteurs spécifiques. Ils ont longtemps concentré leur activité sur des créneaux spécialisés avant de converger progressivement pour la plupart d'entre eux vers la banque universelle et marquer leur présence dans le secteur des banques privées.

Les banques off-shore sont des banques au capital minimum de 500.000 dollars US. Elles ne sont pas soumises à la loi bancaire mais sont régies par la loi<sup>78</sup>, relatif aux places financières off-shore. Ces banques sont actuellement au nombre de six. La création de ces places financières qui bénéficient des régimes douaniers, fiscaux et de change préférentiel s'inscrit dans

---

<sup>78</sup> N °58-90 promulguée par le Dahir N°= 1-91-131 du 26 Février 1992.

le cadre de la politique d'ouverture de l'économie marocaine sur l'extérieur et de modernisation son système financier et bancaire. C'est également un signe envers les investisseurs étrangers.

Relativement, le système bancaire marocain dispose d'un total actif représentant 114% du PIB du pays, il affiche également un taux de bancarisation de 47% associé à un taux de pénétration d'une agence pour 7100 habitants. Les agences bancaires sont concentrées dans les grandes villes, notamment à Rabat et à Casablanca. L'activité bancaire est dominée par l'intermédiation de crédit.

#### **B- L'Algérie**

Le secteur bancaire algérien est dominé par six grandes banques publiques qui canalisent l'essentiel de l'épargne et octroient la majorité des crédits, notamment aux entreprises publiques dont l'activité contribue à hauteur de 50% à la formation du PIB national. Très centré sur l'économie nationale et peu vulnérable aux chocs externes, il a affiché une bonne résilience face à la crise financière de 2008. Le secteur bancaire est dans une situation de surliquidité structurelle en raison d'un taux d'épargne élevé et d'une politique de crédits assez conservatrice.

Les six banques publiques algériennes représentent près de 90% des dépôts et des crédits octroyés, 83% du réseau bancaire national et réalisent 70,5% du produit net bancaire total. Le développement du secteur privé reste faible, il représente que 10% du total des actifs du secteur bancaire. Quatorze banques privées à capitaux étrangers, filiales ou succursales de banques internationales, exercent également dans le pays, cinq d'entre elles sont françaises. Les banques privées arabes ont également un ancrage solide dans le pays avec huit filiales ou succursales. Enfin, l'américain Citibank et l'anglais Hong Kong & Shanghai Banking Corporation (HSBC) assurent également une présence locale par le biais de leurs succursales respectives. Le marché bancaire algérien est caractérisé par une faible concurrence entre les deux catégories de banques (public/privé).

Les établissements financiers, au nombre de sept, activent plus particulièrement dans le crédit-bail et jusqu'à la loi de finances complémentaire pour 2009, dans le crédit à la consommation. Les institutions financières spécialisées hors loi bancaire sont au nombre de huit, elles font partie du système bancaire en raison des opérations de banque qu'elles effectuent.

L'interdiction en 2009 du crédit à la consommation a limité le champ d'intervention des banques. Les banques privées étrangères se concentrent sur le financement des opérations de

commerce extérieur, les crédits aux entreprises et le crédit immobilier. Certaines banques arabes se dédient par ailleurs exclusivement aux activités de banque d'investissement.

#### C- La Tunisie

Le système financier de la Tunisie est dominé à son tour par le secteur bancaire, avec des avoirs qui représentent environ 115% du PIB. Il est composé de 21 banques résidentes, dont trois grandes banques publiques détenant 37% des actifs du secteur bancaire; trois grandes banques privées nationales avec 28% du total des actifs; et six banques privées à capitaux étrangers détenant une part de 28%. Il y a cinq petites banques de développement, créées en partie avec des capitaux des États du Golfe, qui jouissent d'un agrément de banque universelle. Il regroupe également 14 établissements financiers spécialisés, dont 10 sociétés de leasing, deux établissements de factoring et deux banques d'affaires ainsi que huit banques off-shore<sup>79</sup>.

Le secteur financier non bancaire est relativement modeste, il représente environ 20% de tous les actifs du système financier en 2011. La Tunisie a un petit secteur des assurances composé de 19 sociétés dont la principale vocation ne relève pas de l'assurance-vie, les primes annuelles représentant approximativement 2% du PIB.

Les marchés des titres à revenu fixe ou variable restent modestes, avec une capitalisation qui représente 24% du PIB, proportion inférieure à celle d'autres pays de la région tels le Maroc avec 76%. Le capital-investissement reste faible et le secteur du crédit-bail, avec neuf établissements, représentait 15½% de la formation brute de capital fixe privé en 2010<sup>80</sup>.

#### Conclusion

Durant les deux dernières décennies, le secteur financier des pays du Maghreb a subi des transformations importantes; en raison de l'inefficacité du système financier et la nécessité pour ces systèmes financiers de s'adapter aux différentes évolutions financières et technologiques. Nous pouvons dire que, jusqu'à la fin des années quatre-vingt, le secteur financier de ces pays était sous le contrôle de l'Etat et dominé par le secteur bancaire, il n'y avait presque pas de marchés de capitaux.

Après avoir analysé les indicateurs de développement économique des trois pays, nous avons remarqué qu'une évolution positive s'est enregistrée durant ces deux décennies en termes

---

<sup>79</sup> Karim BLANCO, Haifa BELGHITH et al, « Le Secteur Bancaire Tunisien face à la nouvelle conjoncture », amen invest, mars 2011.

<sup>80</sup> Idem

d'IDH et de revenu par habitant pour les trois pays du Maghreb. Toutefois, les taux d'inflation ont connu une baisse importante, les exportations et les importations ont eu une tendance à la hausse. Concernant la dette extérieure, les trois pays ont réussi à la réduire, notamment l'Algérie. En termes de croissance, la Tunisie enregistre la meilleure réussite parmi ses voisins.

A travers l'étude des systèmes financiers maghrébins, nous avons constaté que ces derniers ont essayé de respecter les directives de la théorie de la libéralisation afin d'atteindre les objectifs qu'ils se sont fixés au début des réformes. Cette libéralisation s'est traduite par la mise en place d'un programme de réformes, qui a touché le système bancaire par la libéralisation des taux d'intérêt, le désencadrement du crédit et l'instauration de nouvelles réglementations prudentielles. Et les marchés financiers par l'accroissement des marchés boursiers de la Tunisie, mais surtout la bourse de Casablanca au Maroc qui est devenue la deuxième bourse d'Afrique après celle de l'Afrique du Sud. Toutefois, la Tunisie et le Maroc ont enregistré, une évolution en termes de privatisation et de l'amélioration du climat des affaires.

Parmi les trois pays du Maghreb, le Maroc fait bonne figure en termes de réformes économiques et institutionnelles. Tout comme la Tunisie, il a su mener sans dégâts sa réforme du secteur financier. Quant à l'Algérie, elle a pris le train en marche afin de réduire le retard par rapport à ses deux voisins.

## Introduction

Le secteur financier joue un rôle crucial dans le processus d'allocation optimale des ressources financières, améliore la productivité et contribue à la croissance économique. Il est reconnu comme le secteur à plus forte croissance dans le monde et comme une industrie les plus innovantes.

Ayant décidé de libéraliser tardivement leurs systèmes financiers, les pays du Maghreb ont entrepris durant les deux dernières décennies des programmes de mise à niveau et de restructuration de leurs systèmes financiers en s'engageant dans un processus d'intégration régionale avec l'Union Européenne (UE) dans le cadre des accords d'associations, visant à adapter leurs économies aux normes internationales et à créer les conditions idéales à la modernisation et au développement de leurs systèmes bancaires et des marchés financiers.

L'analyse de la libéralisation financière montre que la pratique des réformes financières au Maghreb a été menée suivant différents degrés, chaque économie a suivi un ordre qui lui est propre. A cet égard, il existe des différences entre les niveaux de développement financier des pays de la région.

Une plus grande intégration des systèmes financiers domestiques avec les marchés financiers internationaux permettrait, en outre, aux pays du Maghreb d'accéder à l'épargne sur les marchés internationaux et le canaliser vers l'investissement productif, améliorer la concurrence, apporter des perspectives pour des économies d'échelle et garder plus d'opportunités de diversification aux investisseurs.

Dans ce dernier chapitre, nous allons étudier en premier lieu un ensemble d'agrégats, indicateurs et ratios financiers qui vont nous aider à analyser l'état actuel du développement des systèmes financiers. Ensuite, nous analyserons l'ouverture aux flux de capitaux étrangers dans les trois pays, ainsi que le comportement de l'épargne et la formation brut du capital fixe. Enfin, nous allons procéder à une synthèse de quelques travaux empiriques portant sur notre thème, qui est l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique.



## **1- L'intégration financière des pays du Maghreb : Un état des lieux**

la mondialisation des transactions marquée par une intégration totale des marchés financiers à l'échelle nationale et internationale ainsi que par un mouvement de libéralisation, facilitant l'échange de biens et services, et soutenant la croissance économique, a modifié la structure de la sphère financière internationale.

Vu le rôle déterminant que joue l'intégration financière dans le bien-être économique et financier, plusieurs pays du monde optent pour des associations multilatérales, sous la forme d'une organisation en groupes. C'est aussi le cas des pays du Maghreb, dont les premières prémices d'intégration ont apparu avec la création du Comité Permanent Consultatif du Maghreb (CPCM) en 1964, afin de consolider la coopération maghrébine et réaliser une intégration économique entre les différents pays (Maroc, Algérie, Tunisie, Libye, Mauritanie). Cette intégration était fondée sur une libéralisation des échanges entre les pays et la réduction des entraves sur les échanges des biens et services.

La signature du traité du Marrakech en 1989 instituant l'Union du Maghreb Arabe (UMA), est venue renforcer le processus d'intégration économique. L'objectif de cette union était la coordination des politiques économiques entre les cinq pays membres, la libéralisation graduelle du commerce, et le renforcement des liens économiques et financiers dans tous les secteurs de la région.

Néanmoins, plusieurs obstacles freinent la réalisation effective de l'intégration des pays du Maghreb malgré les efforts entrepris pour renforcer le degré de cette intégration. Effectivement, les conflits politiques et la forte hétérogénéité de la zone maghrébine représentent des conditions incompatibles à long terme avec une convergence indispensable à toute forme d'union. De ce fait, et afin de surmonter leurs vulnérabilités et les conflits internes, les pays membres cherchent davantage de nouvelles formes d'intégration.

L'intégration financière des pays maghrébins s'est visualisée dans l'accroissement de leurs liens financiers avec l'UE dans le cadre du partenariat Euro-Méditerranéen, ouvert par le processus de Barcelone en 1995, afin de réaliser une prospérité bénéfique à tous les pays partenaire. Dans ce contexte, l'Europe a signé trois accords d'association et de coopération avec les pays maghrébins : la Tunisie (avril 1995) et le Maroc (février 1996). Quant à l'Algérie, elle est restée parmi les derniers à adopter un accord d'association avec l'Union Européenne (fin de 2001).

Cette intégration est évidente à partir de l'accroissement du rôle joué par la Banque Européenne d'Investissement, fondée en Décembre 2002, en termes de prêts accordés aux différents pays partenaires de l'Europe. Le rôle de cette banque est largement renforcé par la mise en place d'une facilité Euro-Méditerranéenne d'Investissement et de Partenariat (FEMIP). Celle-ci propose des produits financiers diversifiés (prêts à long terme, des lignes de crédit accordées au secteur financier et bancaire, des financements sur capitaux, des instruments financiers novateurs) et ce, afin de stimuler le développement de l'activité économique du secteur privé dans les Pays Partenaires Méditerranéens (PPM). A titre illustratif, les pays maghrébins, à l'exception de la Mauritanie et de la Lybie, ont bénéficié de 47.6 % de l'ensemble des prêts octroyés aux partenaires européens pendant la période s'étalant de janvier 1974 à avril 2004 (Banque Européenne d'Investissement, 2004).

Par ailleurs, l'importante insertion des pays maghrébins à l'UE, et leur intégration financière effective est évidente en regard des flux importants d'investissement directs en provenance de l'UE. Néanmoins, plusieurs obstacles, notamment en ce qui concerne les opérations de portefeuille, de crédit et d'investissement, empêchent une véritable libéralisation de leur compte capital<sup>81</sup>.

## **2- Développement du système financier au Maghreb**

La mise en place d'un système financier efficace apparaît aujourd'hui comme un élément essentiel à la croissance de longue période. Le développement du système financier est symbolisé par l'importance de la contrainte de liquidité qui pèse sur les agents. Un système financier efficient va permettre aux ménages une économie de ressources au profit de l'épargne productive, ce qui est un facteur favorable à la croissance et à l'accumulation du capital.

Nous essayerons dans ce qui suit d'évaluer les résultats des réformes financières mises en œuvre au cours de la décennie quatre-vingt-dix à travers un certain nombre d'agrégats et ratios qui témoignent sur le niveau de développement des systèmes financiers maghrébins.

### **2-1 Le taux de liquidité de l'économie des pays du Maghreb**

L'agrégat M<sub>2</sub> représente la somme de M<sub>1</sub> (qui est la valeur des billets de banque, des monnaies divisionnaires en circulation, des dépôts à vue en unités monétaires mobilisables par

---

<sup>81</sup> Zouheir ABIDA, Mohamed CHAKROUN, « Intégration financière et croissance économique : une étude empirique pour le cas des pays du Maghreb », 11<sup>èmes</sup> rencontres Euro-Méditerranéennes, novembre 2007.

chèques, gérés par les établissements de crédit et la poste) et la quasi-monnaie, c'est à dire les livrets bancaires ordinaires (dépôts à terme), les certificats de dépôts, les comptes spéciaux d'épargne, les autres comptes d'épargne et les avoirs en devises étrangères<sup>82</sup>.

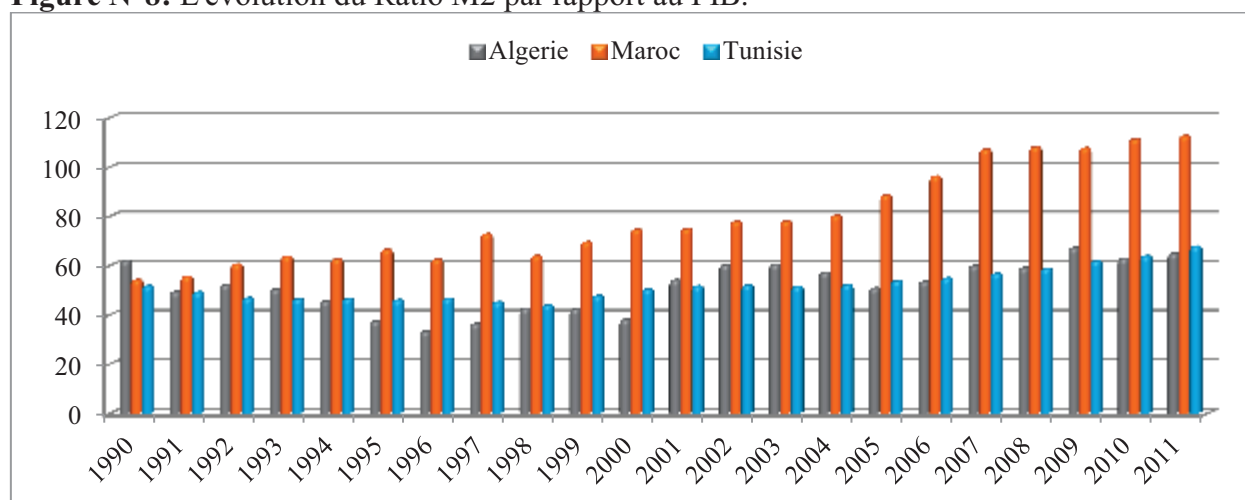
Le taux de liquidité de l'économie, calculé par le rapport de l'agrégat monétaire M2 et le PIB, nous donne une idée sur la taille et l'approfondissement du secteur financier et du développement financier. Ce ratio tend à s'accroître quand le système financier se développe, quand la portée des instruments d'épargne s'élargit et quand la liquidité s'accroît dans l'économie. Il tend par contre à baisser quand les formes d'épargne non placée auprès des banques se développent.

**Tableau N°9:** Développement de l'intermédiation financière (estimé par M2/PIB)

Pays	1990-1997	1998-2005	2006-2011	2011	L'évolution moyenne du ratio
					M2/PIB 1990-2011(en %)
Algérie	45,56	50,5	61	64,66	52,35
Maroc	62,05	75,75	107	112,43	81,6
Tunisie	47,08	50,16	60,43	67,59	52,56

**Source :** Données de la Banque Mondiale.

**Figure N°8:** L'évolution du Ratio M2 par rapport au PIB.



**Source :** Etabli par nous-même à partir des données de la BM.

Nous remarquons d'après ce graphique que le taux de liquidité au Maroc a connu une croissance importante durant la période allant de 1990 jusqu'à 2011 passant de 53,94% à 112,43%. Comparativement à l'Algérie et à la Tunisie qui affichent une augmentation très lente du taux de liquidité avec respectivement 64,63% et 67,59% en 2011 contre 61,77% et 51,50% en 1990.

<sup>82</sup> Sources Indicateurs du développement dans le monde.

Globalement, le taux de liquidité de l'économie a connu un accroissement pendant la dernière décennie dans tous les pays du Maghreb, ce qui signifie une amélioration de l'accès aux services offerts par le secteur bancaire de ces pays.

## 2-2 Crédit intérieur fourni par le secteur bancaire

Le crédit intérieur fourni par le secteur bancaire comprend tous les crédits dans divers secteurs sur une base brute, à l'exception du crédit accordé au gouvernement central, qui est net. Le secteur bancaire comprend les autorités monétaires et les banques de dépôt, ainsi que les autres institutions bancaires pour lesquelles des données sont disponibles (notamment des institutions qui n'acceptent pas les dépôts transférables, mais qui assument du passif tel que les dépôts à terme fixe et les dépôts sur un compte d'épargne). Parmi les exemples d'autres institutions bancaires, on compte les institutions de prêts immobiliers et d'épargne et les associations de construction et de prêts<sup>83</sup>.

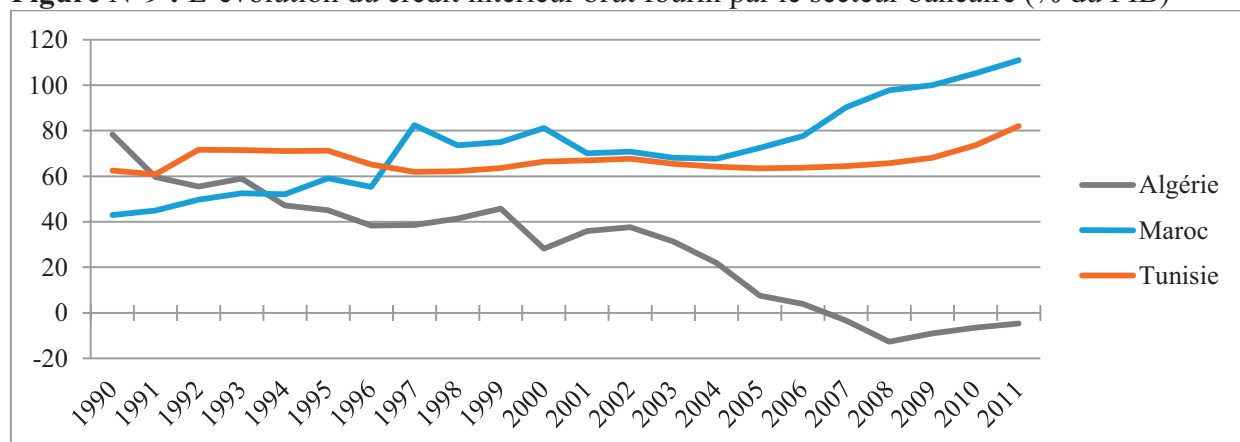
Le ratio des crédits domestiques fournis par le secteur bancaire par rapport au PIB peut donner une indication sur le degré selon lequel le secteur bancaire formel joue un rôle dans le développement du pays.

**Tableau N°10:** L'évolution du crédit intérieur brut fourni par le secteur bancaire (en % du PIB)

Pays	1990	1994	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2011
Algérie	78,43	47,23	41,38	28,27	37,7	21,83	3,935	-12,62	-6,44	-4,7
Maroc	42,95	52,08	73,57	81,14	70,72	67,69	77,61	97,79	105,2	110,9
Tunisie	62,54	71,1	62,18	66,37	67,63	64,15	63,8	65,78	73,57	82,05

*Source :* Données de la Banque Mondiale.

**Figure N°9 :** L'évolution du crédit intérieur brut fourni par le secteur bancaire (% du PIB)



*Source :* Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

<sup>83</sup> Sources Indicateurs du développement dans le monde.

Le graphique présente une illustration de l'évolution du crédit intérieur brut fourni par le secteur bancaire par rapport au PIB pour les trois pays du Maghreb. A ce titre, le Maroc dépasse les pays de la région avec un ratio de 110,94% du PIB pendant l'année 2011, alors que cette part correspondait à 82,05% du PIB pour la Tunisie et - 4,7% du PIB pour l'Algérie durant la même année.

Cependant, la baisse remarquable du ratio enregistré par l'Algérie et qui apparaît sous un signe négatif entre 2007 et 2011, signifie que le remboursement des crédits a dépassé la demande de financement. Cette autosuffisance financière peut s'expliquer par l'accroissement des recettes pétrolières et que le PIB a connu une croissance plus importante que celle des crédits.

Concernant le Maroc, la part des crédits fournie par le secteur bancaire par rapport au PIB enregistre une amélioration significative par rapport à 1990, passant de 42,95% à 110,94% en 2011. La Tunisie quant à elle, affiche une amélioration constante et régulière du ratio tout au long de la période considérée. Ce qui signifie que les réformes qu'ils ont entrepris semble avoir apporté leurs fruits et que la part des crédits au secteur privé par rapport à la totalité des crédits a progressé comparativement à l'Algérie (ce qui sera illustré dans la Figure N°10).

### 2-3 Crédit intérieur fourni au secteur privé

Le crédit intérieur du secteur privé fait référence aux ressources financières fournies au secteur privé, notamment par le biais de prêts, d'achat de titres autres que des actions, de crédits commerciaux et d'autres comptes débiteurs, qui constituent des créances à rembourser. Dans certains pays, ces créances comprennent les crédits accordés aux entreprises publiques.<sup>84</sup>

**Tableau N°11:** L'évolution du crédit intérieur fourni au secteur bancaire (% du PIB)

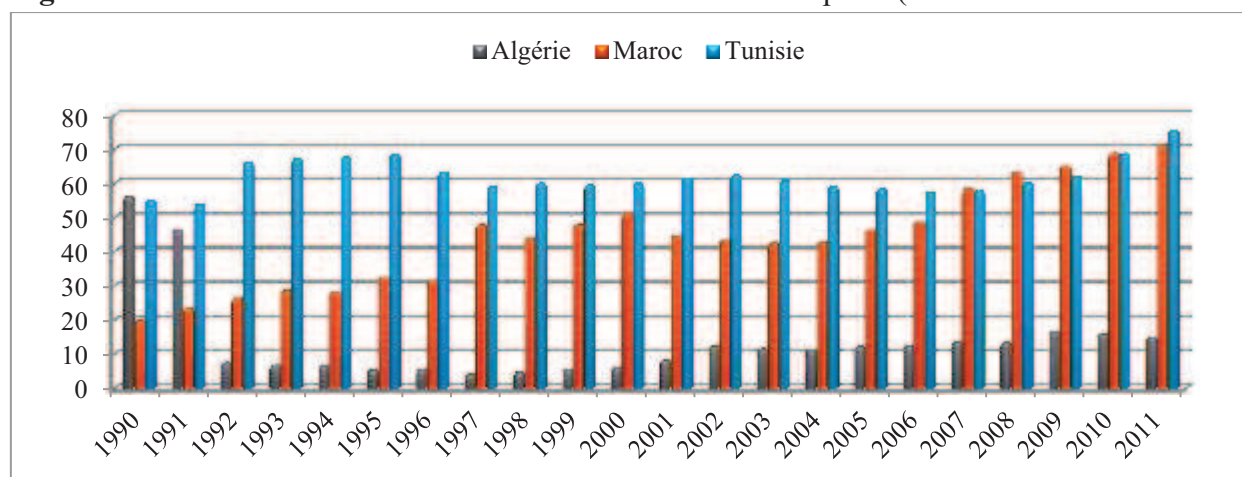
Pays	1990	1994	1998	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2011
Algérie	56,14	6,49	41,38	5,97	12,24	11,16	12,34	13,16	15,56	14,78
Maroc	19,62	52,08	28,22	51,00	43,38	42,60	48,65	63,24	68,64	71,21
Tunisie	55,08	71,1	67,54	60	62,30	58,95	57,33	60,05	68,60	75,47

*Source :* Données de la Banque Mondiale.

---

<sup>84</sup> Indicateurs du développement dans le monde

**Figure N°10 : L'évolution du crédit intérieur fourni au secteur privé (% du PIB)**



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

L'évolution du crédit intérieur fourni au secteur privé par rapport au PIB, montre que le niveau de financement du secteur privé est très important en Tunisie et au Maroc (respectivement 75,47% et 71,21%) en 2011, comparativement à l'Algérie, où la distribution des crédits au secteur privé apparaît très faible avec 14,78% du PIB. par ailleurs, le secteur privé Tunisien est le plus bénéficiaire du financement bancaire, suivi du Maroc et en dernier lieu l'Algérie.

#### 2-4 Le taux d'intérêt

La détermination des taux d'intérêt, représente un indicateur de libéralisation interne du secteur financier. Durant les années quatre-vingt-dix, les pays du Maghreb ont réalisé des progrès dans la libéralisation de leurs taux d'intérêt. La libéralisation des taux d'intérêt devrait normalement déboucher sur une diminution des marges bancaires.

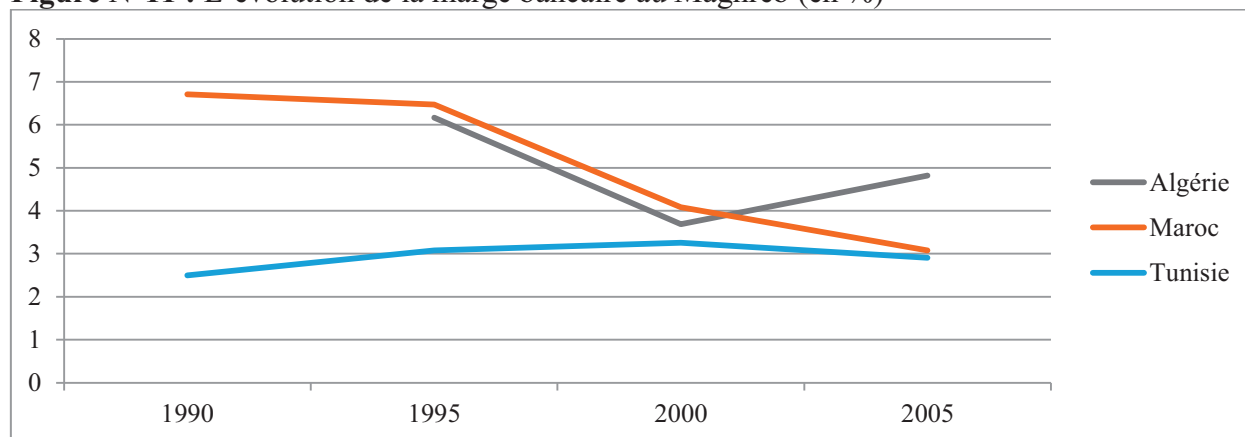
La marge bancaire est la différence entre le taux débiteur et le taux créditeur, et le niveau de cette marge est un indicateur important de la compétitivité et de l'efficacité du système bancaire. Elle témoigne aussi d'une baisse de la prime de risque sur les crédits, ce qui signifie une amélioration de la confiance entre les banques et les emprunteurs.

**Tableau N°12: L'évolution de la marge bancaire au Maghreb (en pourcentage)**

pays	1990	1995	2000	2005	Taux moyen
Algérie	n.d	6,17	3,69	4,82	4,9
Maroc	6,71	6,47	4,08	3,08	5,25
Tunisie	2,50	3,08	3,26	2,91	2,49

**Source :** T ; Demirguç-Kunt. A et Levine. R (2007): « A New Database on Financial Development and Structure », *Policy Research Working Paper*, N° WPS 2146<sup>85</sup>.

**Figure N°11 : L'évolution de la marge bancaire au Maghreb (en %)**



**Source:** Etabli par nous-mêmes à partir des données du tableau N°12.

L'analyse en termes de marge devrait être mise en rapport avec la concentration et l'intensité de la concurrence entre les intervenants du secteur bancaire ainsi qu'avec le « poids » institutionnel et la politique de celui-ci.

Nous constatons d'après ce tableau que le niveau de la marge bancaire en Algérie et au Maroc est élevé. En revanche pour la Tunisie, la marge d'intermédiation est faible.

Des marges d'intermédiation élevées au Maroc et en Algérie, montrent le manque de concurrence au sein de leurs systèmes bancaires.

## 2-5 La capitalisation boursière

Mis à part l'accroissement de l'activité bancaire, la libéralisation financière a permis aussi la réanimation des marchés boursiers suite aux mouvements de privatisation. Bien que cet aspect semble moins important que celui de l'amélioration de la performance des banques, en raison du faible rôle que jouent ces marchés dans les économies du Maghreb, nous avons jugé nécessaire de le souligner afin de mettre en lumière l'état d'avancement de ces marchés.

<sup>85</sup> Samouel BEJI, « Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranée à l'épreuve de la mondialisation financière », thèse doctorat, Université PARIS XIII-NORD, décembre 2009.

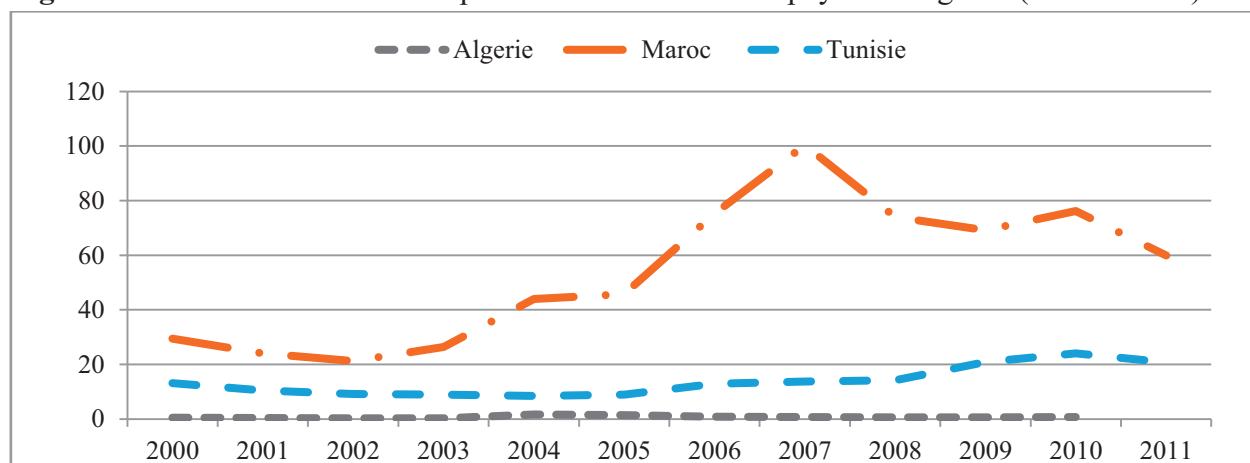
La capitalisation boursière (également connue sous le nom de valeur marchande) se calcule en multipliant le cours de l'action par le nombre d'actions en circulation. Les sociétés intérieures cotées sont les entreprises intérieures inscrites qui sont cotées à la bourse du pays à la fin de l'année. Les sociétés cotées ne comprennent pas les sociétés de placements, les fonds communs de placement ou les autres véhicules d'investissement collectif<sup>86</sup>.

**Tableau N°13 : L'évolution de la capitalisation boursière des pays du Maghreb (en % du PIB)**

	<b>Algérie*</b>	<b>Maroc</b>	<b>Tunisie</b>
<b>2000</b>	0,50	29,44	13,17
<b>2001</b>	0,34	24,09	10,44
<b>2002</b>	0,25	21,26	9,21
<b>2003</b>	0,214	26,40	8,98
<b>2004</b>	1,66	44,02	8,47
<b>2005</b>	1,403	45,73	8,91
<b>2006</b>	0,79	75,20	12,93
<b>2007</b>	0,684	100,36	13,78
<b>2008</b>	0,56	73,97	14,25
<b>2009</b>	0,65	69,20	20,91
<b>2010</b>	0,68	76,16	24,07
<b>2011</b>	n.d	59,96	20,81

**Source :** Données de la Banque Mondiale, \* Mariem BENCHABAN, « Etude comparative des marchés financiers maghrébins cas : Maroc, Algérie, Tunisie », mémoire de magister, université Mouloud Mammeri Tizi-Ouzou, juin 2012, P.192.

**Figure N°12 : L'évolution de la capitalisation boursière des pays du Maghreb (en % du PIB)**



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

L'observation de l'évolution de la capitalisation boursière des pays du Maghreb fait montrer que non seulement ces pays ont connu un développement hétérogène de leur marché boursier, mais celui-ci était aussi effectué à un rythme fort divergent. Par ailleurs, l'évolution de

<sup>86</sup> Sources Indicateurs du développement dans le monde



la capitalisation boursière par rapport au PIB montre que le Maroc a enregistré une nette progression s'établissant à 100,35% en 2007 contre 24,09% en 2000, une hausse relativement modérée en Tunisie et trop faible en Algérie voire inexistante (respectivement 24,07% et 0,68% en 2010).

Le marché boursier marocain a affiché une performance trop satisfaisante, depuis 2002 il atteint la capitalisation la plus élevée par rapport à l'Algérie et à la Tunisie avec un ratio de capitalisation qui a atteint son maximum en 2007 avec 100,35% du PIB, ce qui s'explique principalement par la bonne tenue de la place de Casablanca liée à l'amélioration des résultats des entreprises cotées en bourse et le rebond de la confiance des investisseurs, tant nationaux qu'étrangers.

En Tunisie, malgré la bonne tenue du secteur bancaire, la pénétration du marché boursier dans l'économie est fermement décalée par rapport au Maroc. Le ratio de capitalisation boursière est resté proportionnellement stable, se positionnant au environ de 8% entre 2001 et 2005. Toutefois, ce ratio a connu une progression à partir de 2006 pour atteindre 24,07% en 2010. Cette amélioration est due à l'importance des émissions des sociétés cotées et à l'importance des introductions en bourse. Malgré ce rebond, le marché boursier affiche encore des difficultés à attirer l'investissement vers les autres secteurs, au moment où les restrictions sur les capitaux étrangers demeurent en place.

Pour ce qui est de la bourse d'Alger, le bilan en chiffres fait ressortir que le ratio de capitalisation boursière varie entre 0,214% et 1,66%. Cette faiblesse est due au faible nombre de sociétés cotées, et l'absence d'émission de titres de la part de ces dernières. Que ce soit sur le plan organisationnel ou en matière de fonctionnement, la bourse d'Alger est très en retard par rapport aux places boursières des pays voisins.

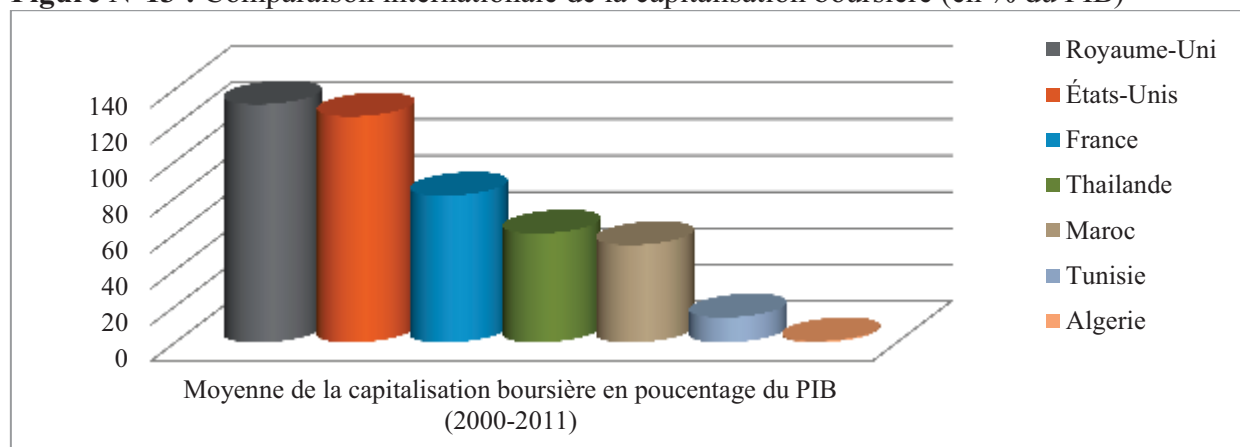
Les réformes financières entamées depuis le début des années quatre-vingt-dix notamment en Tunisie et au Maroc ont donné un nouvel élan à l'activité des marchés boursiers dont la capitalisation boursière s'est améliorée progressivement. Mais malgré cette redynamisation, la capitalisation est restée en deçà de celle des pays émergents comme le montre le tableau 14 ci-dessous.

**Tableau N°14:** Comparaison internationale de la capitalisation boursière (en % du PIB)

Pays	Royaume-Unis	Etats-Unis	France	Thaïlande	Maroc	Tunisie	Algérie
<b>La capitalisation boursière (2000-2011)</b>	131,51	124,82	81,03	60,2	53,81	13,83	0,703

*Source :* Données de la Banque Mondiale.

**Figure N°13 :** Comparaison internationale de la capitalisation boursière (en % du PIB)



*Source :* Etablit par nous-mêmes à partir des données de la BM.

La comparaison internationale de la capitalisation boursière, montre qu'en dépit des efforts déployés par les pays maghrébins afin de développer leur secteur financier, en particulier de leurs marchés boursiers, ces pays restent trop loin du niveau de développement financier atteint par les autres pays du monde.

Le retard connu par les pays du Maghreb, est dû au fait que les réformes inscrites dans des textes tardent à se traduire dans les faits. Par ailleurs, les bourses maghrébines ont connu des problèmes liés principalement à l'offre, en effet, les entreprises sont en majorité de petite taille et hésitent souvent à ouvrir leurs capitaux.

Un autre phénomène à signaler et persiste encore, c'est le manque de transparence qui est l'une des conditions d'accéder à la bourse. En effet, la comptabilité des entreprises manque toujours de rigueur et elle n'est pas présentable aux épargnants.

### 3- Ouverture aux flux de capitaux étrangers

La libéralisation des mouvements des capitaux constitue la phase ultime du processus de la libéralisation financière externe. Elle consolide l'intégration financière à l'échelle de la région et à l'échelle internationale. Les pays du Maghreb ont adopté une démarche prudente, en

renforçant les fondamentaux de l'économie afin d'éviter et de minimiser les risques de la volatilité des mouvements des capitaux.

Les entrées de capitaux s'effectuent par des étrangers qui investissent directement ou indirectement sur les marchés financiers du pays d'accueil, y procurent des propriétés immobilières, ou octroient des prêts aux résidents de ce pays. Les flux des investissements étrangers dans les pays du Maghreb sont basés essentiellement sur les investissements directs étrangers (IDE). Les flux d'investissement en portefeuille (IPF) sont négligeables comme le montrent le tableau 16.

### 3-1 Flux des investissements directs étrangers entrants aux pays du Maghreb

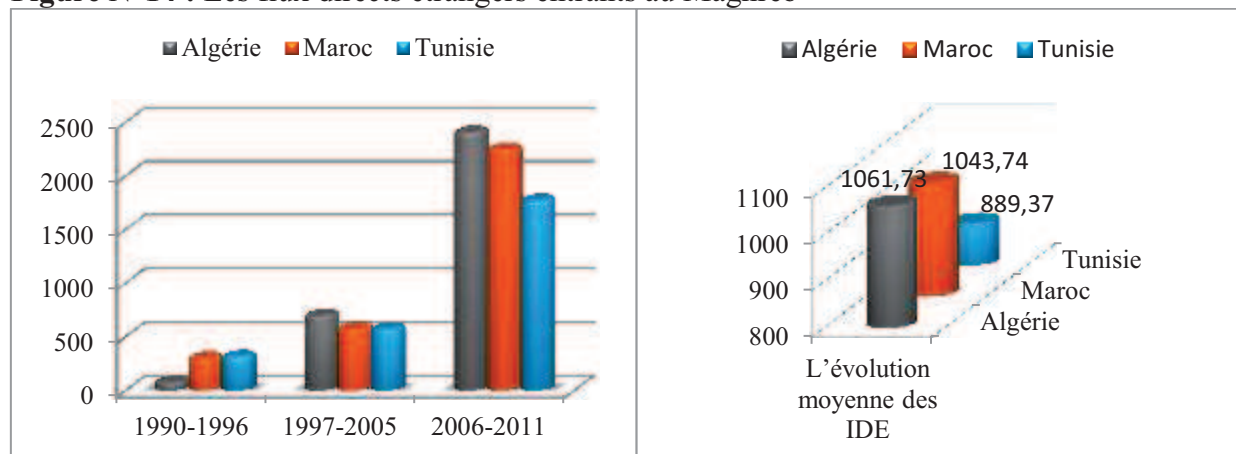
Les investissements directs étrangers<sup>87</sup> (IDE) sont déterminés, à long terme, par des caractéristiques économiques fondamentales plus stables. Ils représentent donc des flux de capitaux moins risqués et sont plutôt à l'abri d'un mouvement de retrait massif en cas de détérioration de la situation économique d'un pays.

**Tableau N°15 : L'évolution des IDE entrants aux pays du Maghreb (en millions de dollars)**

Pays	1990-1996	1997-2005	2006-2011	2011	L'évolution moyenne des IDE 1990-2011(en millions d'US\$)
Algérie	78,00	698,10	2409,09	2720,54	1061,73
Maroc	302,32	581,40	2247,5	2521,36	1043,74
Tunisie	317,73	575,66	1774,72	432,67	889,37

*Source* : Données de la Banque Mondiale.

**Figure N°14 : Les flux directs étrangers entrants au Maghreb**



*Source* : Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

<sup>87</sup> Les investissements étrangers directs sont les rentrées nettes d'investissement pour acquérir une participation durable (10 % ou plus des actions avec droit de vote) dans une entreprise opérant au sein d'une économie autre que celle de l'investisseur.

Le taux des investissements directs étrangers à destination des pays Maghreb a connu une nette augmentation entre 1997 et 2011. L'Algérie résiste mieux et attire 2720,54 millions de dollars d'investissement étrangers en 2011. Comparativement au Maroc qui a attiré 2521,4 millions de dollars et à la Tunisie qui a chuté à 432,67 millions dans la même période.

En effet, Après la quasi-absence des investissements directs étrangers pendant les décennies quatre-vingts, la libéralisation de l'économie algérienne entreprise depuis les années 1990 et la réforme de la réglementation relative à l'investissement étranger ont produit des résultats en termes d'IDE, passant de 78 millions de dollars entre 1990-1996 à 2409,09 millions de dollars entre 2006-2011.

L'Algérie qui s'est exprimé par l'obligation légale pour un investisseur étranger de s'associer à un partenaire majoritaire pour tout projet dans le pays a probablement eu un effet dissuasif sur les IDE hors hydrocarbures. Bien que, les IDE que l'Algérie a accueillis et dont la part du lion va au secteur des hydrocarbures, n'ont pas apporté de valeur ajoutée en termes de développement économique et social.

Durant la même période, le Maroc enregistre une bonne performance des flux d'investissements étrangers malgré la crise économique mondiale, passant de 302,32 millions de dollars entre 1990-1996 à 2247,5 millions de dollars entre 2006-2011. Ceci est dû à la stabilité politique de ce pays et à la politique d'attraction des investissements.

Les investissements directs étrangers en Tunisie sont passés de 317,73 millions de dollars entre 1990-1996 à 1774,72 millions de dollars entre 2006-2011. Bien que ces flux ont diminué ces dernières années sous l'effet de la récession mondiale, de la révolution sociopolitique qui a éclaté dans le pays et de la crise de la zone euro, en enregistrant 432,67 millions de dollars en 2011.

### **3-2 Les flux d'investissements de portefeuille**

Les investissements en actions du portefeuille comprennent les rentrées nettes d'actions autres que celles enregistrées comme étant des investissements directs et comprennent les actions, les certificats représentatifs d'actions étrangères et les achats directs d'actions sur les marchés locaux par des investisseurs étrangers, (les données sont en dollar américain courant)<sup>88</sup>.

---

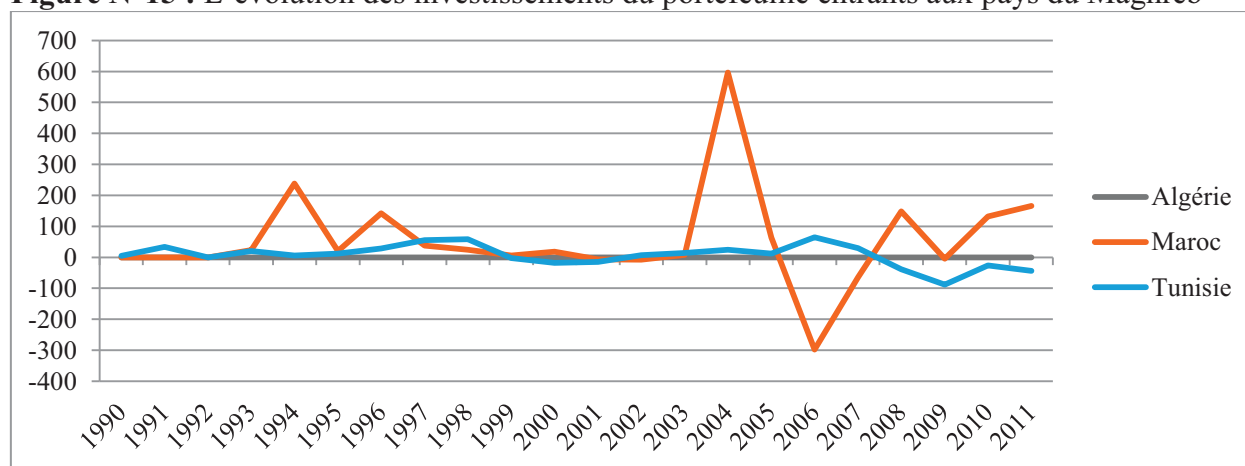
<sup>88</sup> Sources Indicateurs du développement dans le monde

**Tableau N°16 :** L'évolution des investissements de portefeuille entrants aux pays du Maghreb (en millions de dollars).

Pays	1990-1996	1997-2005	2006-2011	2011	Moyenne des investissements de portefeuille entrants 1990-2011 (en millions d'US\$)
Algérie	0	0	0	0	0
Maroc	92,25	87,68	13,37	166,14	65,42
Tunisie	22,78	9,97	-17,09	-43,76	6,51

**Source :** Données de la Banque Mondiale.

**Figure N°15 :** L'évolution des investissements du portefeuille entrants aux pays du Maghreb



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

Le montant des investissements en portefeuille des étrangers dans les pays du Maghreb est relativement faible par rapport au pays émergents, cela est dû principalement au contrôle des autorités publiques pour ce type d'investissements.

Cependant, la place de Casablanca a pu être séduisante pour les investisseurs étrangers, la part des investissements étrangers a commencé depuis 1993 pour atteindre son maximum en 2004 avec 596,83 millions de dollars. Malgré le climat d'incertitude entourant l'impact de la crise sur les résultats des sociétés cotées, il n'y a pas eu de désengagement de la part des investisseurs étrangers en 2009 dans la mesure où la participation étrangère demeure essentiellement à caractère stratégique.

Le nombre de titres détenus par les étrangers à la bourse de Tunis a enregistré une hausse en 2006 s'évaluant à 64,84%, cet accroissement est dû principalement à d'importants achats de compagnies aériennes telles que Tunis Air et Karthago Airlines. Toutefois cette participation reste limitée par rapport à celle enregistrée au Maroc.

En somme, les investissements étrangers ont permis d'élargir le marché et de dynamiser les bourses des valeurs mobilières de la Tunisie et du Maroc, toutefois, les programmes de privatisation semblent venir à terme. Face à cette situation, les deux pays devraient explorer d'autre facteur d'attractivité des investisseurs nationaux et étrangers, et poursuivre la consolidation du cadre juridique et réglementaire.

Le marché boursier algérien est aussi ouvert aux résidents qu'aux non-résidents. Pour les investisseurs étrangers, la bourse d'Alger a promulgué un règlement relatif aux mouvements des capitaux au titre des investissements de portefeuilles des non-résidents qui autorise ces derniers à acheter librement des valeurs mobilières cotées. Dans les conditions actuelles du marché boursier algérien aucun investisseur étranger n'est tenté d'en prendre part. En effet, le non développement du marché financier algérien qui a du mal à attirer les entreprises nationales a beaucoup à parcourir pour arriver à capter des capitaux étrangers.

#### **4- Comportement de l'épargne et de l'investissement**

Les systèmes financiers ont pour fonction principale l'allocation des ressources financières. Il s'agit essentiellement de la capacité du système financier à mobiliser l'épargne et de la transformer en investissement. En effet, cette fonction est un élément clé pour mesurer l'efficacité des systèmes financiers dans le processus de croissance économique, dans la mesure où le niveau de transformation de l'épargne en investissement détermine le niveau de production qui peut être générée.

##### **4-1 L'épargne**

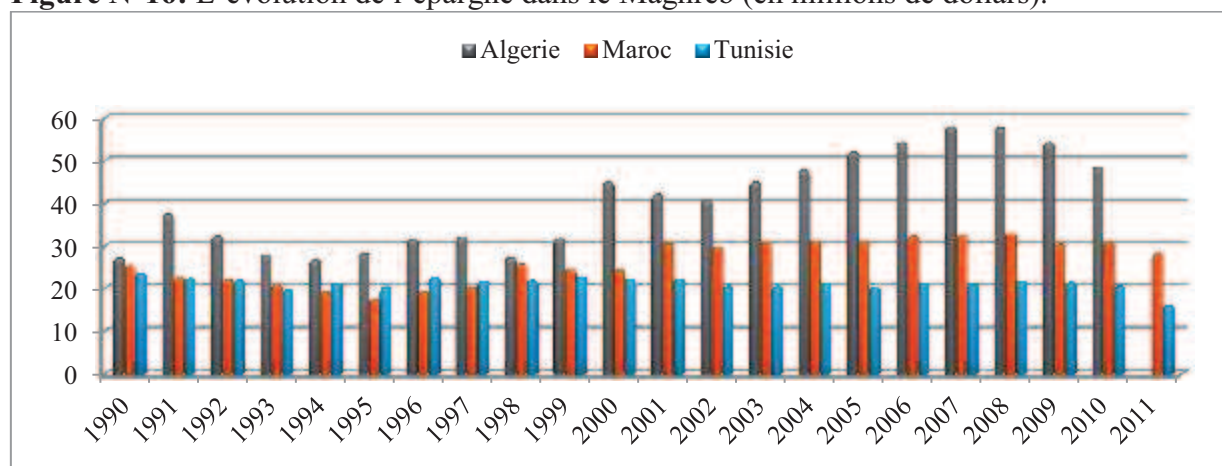
L'épargne brute est calculée comme étant le revenu national brut moins la consommation totale plus les transferts nets. Il existe cinq types d'épargnant en dehors des administrations : les institutionnels, les ménages, les entreprises, les transferts des immigrants, les investisseurs étrangers.

**Tableau N°17 : L'évolution de l'épargne dans les pays du Maghreb(en % du PIB)**

<b>Pays</b>	<b>1990-1997</b>	<b>1998-2005</b>	<b>2006-2011</b>	<b>2011</b>	<b>Epargne moyen entre 1990-2011</b>
<b>Algérie</b>	30,32	41,37	54,41	n,d	40,27
<b>Maroc</b>	20,7	28,37	31,07	28,05	26,32
<b>Tunisie</b>	21,6	21,37	20,25	15,94	21,15

*Source* : Données de la Banque Mondiale.

**Figure N°16:** L'évolution de l'épargne dans le Maghreb (en millions de dollars).



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

Le graphique démontre que le niveau de l'épargne intérieure dans les trois pays est assez important en Algérie, suivant une évolution stationnaire pour le Maroc et la Tunisie. Concernant l'Algérie cette évolution a pris des proportions importantes à partir de 2002 pour atteindre son maximum en 2007 avec 57,85 millions de dollars, conséquence de la croissance du revenu national brut tiré par une hausse importante des prix des hydrocarbures.

En principe cette épargne devrait être suffisante pour le financement des investissements nécessaires pour une croissance soutenue. Pour ce faire, elle devrait transiter via le circuit officiel tel que la Bourse.

En Tunisie et au Maroc, La facilité d'accès des ménages aux crédits bancaires à entrainer une diminution de l'épargne, donc ils peuvent facilement consommer aujourd'hui, en dépassant leur revenu grâce à l'emprunt bancaire. Par conséquent, l'épargne stagne. Toutefois cette épargne est constituée d'une épargne financière essentiellement liquide et à court terme, cette structure ne favorise pas le financement des investissements productifs à long terme.

L'épargne financière dans ces pays est en majorité détenue par le système bancaire au détriment des autres organismes financiers tels que les compagnies d'assurance et les caisses de retraite et les fonds de pension sachant que ces institutionnels ont un rôle fondamental dans la dynamisation de la bourse.

#### **4-2 La formation brute de capital fixe (FBCF)**

La formation brute de capital fixe est l'agrégat qui mesure en comptabilité nationale l'investissement en capital fixe des différents agents économiques résidents. Elle comprend les améliorations des terres, les usines, la machinerie et les achats d'équipement, la construction des

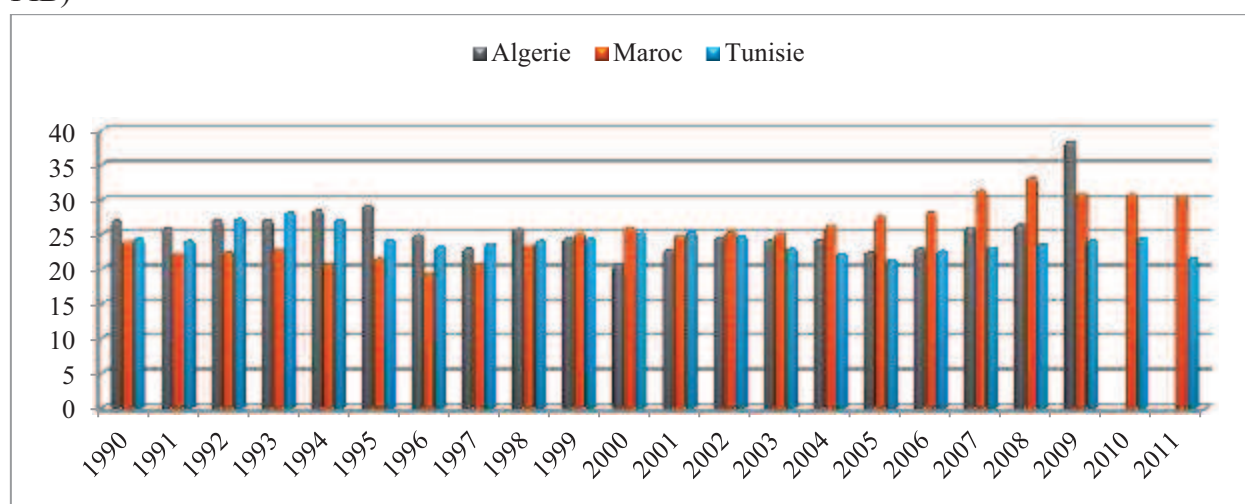
infrastructures, les acquisitions nettes de biens de grande valeur font également partie de la formation de capital (les données en dollars américain).

**Tableau N°18 :** L'évolution de la formation brute de capital fixe (en % du PIB)

Pays	1990-1997	1998-2005	2006-2011	2011
Algérie	26,54	23,34	28,4	n.d
Maroc	21,70	25,43	30,76	30,76
Tunisie	25,23	23,75	23,29	23,23

*Source :* Données de la Banque Mondiale.

**Figure N°17 :** L'évolution de la formation brute de capital fixe aux pays du Maghreb (en % du PIB)



*Source :* Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

L'évolution de la formation brute de capital dans les pays du Maghreb est relativement stable, notant une augmentation remarquable au Maroc durant la période s'étalant de 2004 à 2008, passant de 26,28% à 33,02%. Quant à l'Algérie, elle a enregistré sa meilleure performance en 2009 avec 38,33 %, pour la Tunisie le niveau du FBCF est resté stable.

Malgré le bon niveau du FBCF dans les pays du Maghreb, ces investissements restent inefficaces. Selon les réponses données par des études de la banque mondiale, le problème provient du fonctionnement des sociétés elles-mêmes : le tissu productif ne fonctionne pas dans un esprit de concurrence, l'entreprise est dissuasive à l'ouverture du capital et les privatisations n'ont pas abouti à une relance rapide et remarquable de l'activité.

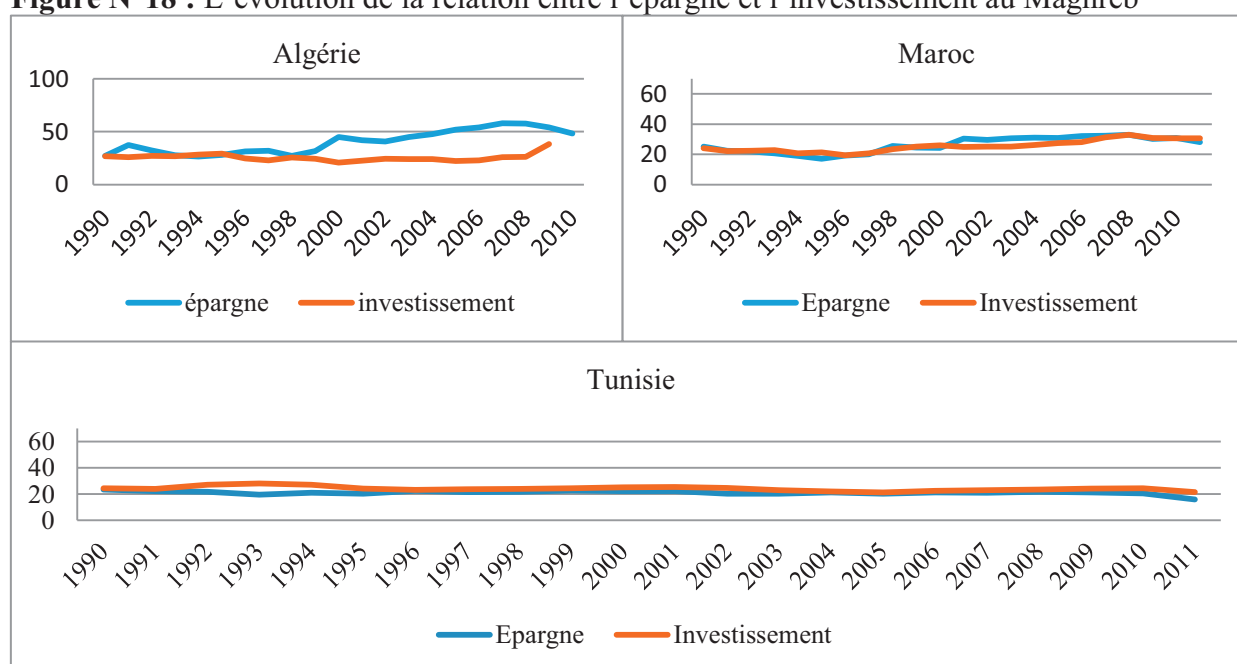
Le constat essentiel tiré de ce graphe c'est que l'effet de l'investissement sur la croissance dans ces pays reste faible, ceci relève davantage d'un problème d'allocation des ressources que d'un problème de niveau, ce qui conduit à s'interroger sur l'efficacité de l'intermédiation financière.



### 4-3 L'évolution de la relation entre l'épargne et l'investissement dans les pays du Maghreb

Les partisans de la libéralisation financière insistaient sur le renforcement du rôle de secteur financier, en matière d'allocation et d'affectation des ressources financières par la libéralisation, et le maintien des taux d'intérêt sur l'épargne à des niveaux élevés. Ainsi, les structures financières permettent la mobilisation de l'épargne et son affectation vers l'investissement productif. Dans ce qui suit nous allons analyser la relation entre l'épargne et l'investissement au Maghreb.

**Figure N°18 : L'évolution de la relation entre l'épargne et l'investissement au Maghreb**



**Source :** Etabli par nous-mêmes à partir des données de la BM.

Le système financier de la Tunisie est jugé plus efficace que le système financier du Maroc et de l'Algérie. L'étude du comportement des couples (épargne-investissement) montre qu'un équilibre structurel caractérise le cas de la Tunisie, un déficit structurel au Maroc et un excédent d'épargne budgétaire en Algérie qui n'est pas affectée à l'investissement.

En somme, le système financier de la Tunisie est efficace sur le plan de l'allocation des ressources d'un côté, et de l'autre, il contribue au financement d'un secteur productif plus rentable que celui de l'Algérie et du Maroc (le secteur privé)<sup>89</sup>.

<sup>89</sup> Razika BELHABIB. « Essai d'étude de la relation entre les marchés financiers et la croissance économique dans les pays du Maghreb », mémoire de magister, université Abderrahmane Mira, 2008.

## **5- L'impact de l'intégration financière sur la croissance économique : Synthèse de quelques travaux empiriques**

Dans les sciences économiques, les effets de l'intégration des marchés financiers sur la croissance économique ont toujours été une question importante. La littérature sur la relation entre le développement financier et la croissance économique au cours du 20<sup>ème</sup> siècle montre que la validité des résultats est significative mais ne dépasse pas le cadre temporel de l'étude. Bien que les économistes aient accepté l'idée de l'importance d'avoir un secteur financier développé pour favoriser la croissance économique.

L'étude du cas des pays maghrébins est particulière et différente des autres expériences dans le monde. En effet, les conditions d'environnement interne et externe dans lesquelles les pays du Maghreb ont adoptés des politiques d'ouverture de leurs économies sont différentes de celles dans lesquelles les autres pays l'avaient fait.

Les travaux empiriques relatifs à l'analyse de la relation entre le degré d'intégration financière et le taux de croissance dans les pays du Maghreb, cherchent notamment à tester si cette relation est dépendante des niveaux de développement économique ainsi que du niveau de développement des systèmes financiers.

L'analyse économétrique effectuée par S.Rachid et H.Ouertani<sup>90</sup>, ainsi que Z. Abida (2011)<sup>91</sup> pour évaluer l'effet de l'intégration financière sur la croissance économique dans les pays du Maghreb, montre des résultats intéressants quant à la relation de long terme entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique. Et qu'en moyenne le coefficient de l'indicateur de libéralisation financière est positif et significatif pour l'ensemble des pays.

Cependant, l'isolation des spécificités nationales change le résultat obtenu, dans la mesure où dans le cas du Maroc et l'Algérie l'impact de la libéralisation du compte capital sur la croissance semble plutôt non significatif. Par contre, La Tunisie semble le pays qui pourrait le plus bénéficier à long terme de la libéralisation de son compte capital, mais l'impact du développement de son système financier, tel que mesuré par les crédits octroyés par les banques au secteur privé, semble avoir en contrepartie un effet relativement plus néfaste sur sa croissance que le Maroc et l'Algérie.

---

<sup>90</sup> Semia RACHID, Hanen OUERTANI, « Intégration financière et croissance économique : quel est l'impact de l'hétérogénéité financière ? ».

<sup>91</sup> Zouheir Abida, « Intégration financière et croissance économique : évidence empirique dans la région MENA », Revue Congolaise d'économie, décembre 2011.

L'étude empirique menée par Réda Amrani (2010)<sup>92</sup> sur le lien entre le développement financier et la croissance économique au Maroc, est venue confirmer le résultat obtenu auparavant. Il a montré que la relation entre la finance et la croissance économique est très complexe et pas facile à prouver, les résultats obtenus laissent penser que le système financier marocain ne joue pas son rôle dans l'allocation des ressources financières. Il aboutit à la conclusion que la libéralisation du compte capital au Maroc n'a pas eue d'impact sur le développement économique, ceci est la conséquence du processus inachevé de la libéralisation de compte capital dans presque tous les pays de la région.

Benallal. B et Benbouziane. M. (2010)<sup>93</sup>, dans leur étude économétrique sur l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique en Algérie, aboutissent aussi au résultat que la politique de libéralisation financière adoptée par l'Algérie depuis plus de deux décennies, n'a pas eue d'impact positif espéré sur les taux de croissance économique réalisés. Car l'amélioration des indicateurs de développement financier et économique qu'a connu l'Algérie ces dernières années n'est pas due à la politique de libéralisation financière, mais à d'autres facteurs qui ont amélioré les revenus de l'Etat, ainsi, ils ont permis d'augmenter les dépenses publiques, comme la hausse des prix des hydrocarbures et l'augmentation des réserves de change étrangères.

Ben Mbarek Hassene (2010)<sup>94</sup>, dans son étude sur le sens de causalité entre le développement financier et la croissance économique portant sur la région MENA (Maroc, Tunisie), conclut qu'il existe une relation de long terme entre le développement financier et la croissance économique dans les pays de la région MENA, et le résultat de tests de causalité montre que la causalité est unidirectionnelle allant de la croissance économique vers le développement financier. Il a expliqué ces résultats par la faiblesse des systèmes financiers de cette région et la grande intervention de l'Etat dans ces systèmes, qui rend la contribution de ces secteurs financiers au processus de la croissance non optimale. Les politiques de libéralisation financière n'ont pas produit d'effets positifs attendus sur l'accumulation du capital et la croissance économique.

---

<sup>92</sup> Reda AMRANI, « Libéralisation du compte de capital au Maroc, risques de crises bancaires et opportunités de croissance: théories et essai de validation empirique » mémoire de master, université du sud Toulon-Var, septembre 2010.

<sup>93</sup> Belkacem BENALLAL, Mohammed BENBOUZIANE. « L'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique en Algérie (1970/2010) : Investigation empirique par la méthode de cointégration" »

<sup>94</sup> Hassene BEN MAREK. « Le sens de causalité entre développement financier et croissance économique: essai sur la cointégration en données de panel dans les pays développés et en voie de développement », Ecole Supérieure des Sciences Economiques et Commerciales de Tunis, 2010.

## Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons essayé de dégager, le degré de la libéralisation financière des pays du Maghreb, ainsi que son impact sur la croissance économique, toute en s'appuyant sur leur niveau de développement financier.

Nous avons pu remarquer, à l'issue de notre analyse statistique, une amélioration du niveau de développement financier des trois pays du Maghreb après les réformes. La Tunisie fait bonne figure et occupe la première place en termes de performance de son système financier, suivi du Maroc et de l'Algérie en dernier lieu. En effet, le système financier de la Tunisie a connu une évolution remarquable, ceci se manifeste essentiellement par le volume des crédits distribués au secteur privé et l'intensité de la concurrence entre les intervenants du secteur bancaire. Pas loin du niveau de développement financier tunisien, le Maroc affiche de bons résultats sur le plan de la taille et l'approfondissement du secteur financier mesuré par le ratio M2/PIB. L'Algérie quant à elle, constitue le cas particulier du groupe, son système financier apparaît très en retard par rapport à ses voisins, ce retard est enregistré sur le plan de la distribution du crédit notamment au secteur privé, et de la concurrence bancaire. Néanmoins, elle dispose d'une épargne très importante comparativement au Maroc et à la Tunisie.

Les réformes financières entamées depuis le début des années quatre-vingt-dix ont donné un nouvel élan à l'activité du marché boursier tunisien et marocain, dont la capitalisation boursière s'est améliorée progressivement. Bien que, la comparaison internationale de la capitalisation boursière, montre qu'en dépit des efforts déployés par les pays maghrébins afin de développer leurs marchés boursiers, ces pays restent trop loin du niveau du développement financier atteint par les autres pays du monde. Pour ce qui est du marché boursier algérien, la bourse d'Alger est très en retard par rapport aux places boursières des pays voisins.

Concernant l'ouverture aux flux de capitaux, les pays maghrébins ont adopté une approche sélective dans la libéralisation du compte capital. Les investissements directs étrangers ont été les plus sollicités et ne font l'objet d'aucune restriction pour les trois pays. En revanche, les investissements de portefeuille à l'entrée ont été partiellement libéralisés. Les non-résidents étrangers pouvaient librement acheter des parts dans les sociétés implantées au Maroc et en Tunisie. Pour l'Algérie aucun investisseur étranger n'est tenté d'en prendre part.

En Tunisie et au Maroc, la facilité d'accès aux crédits bancaires à entrainer une diminution de l'épargne, le niveau de l'investissement reste stable et inefficace. Quant à

l'épargne en Algérie son évolution a pris des proportions importantes cette dernière décennie, avec une amélioration du FBC grâce l'augmentation du revenu de l'Etat tiré principalement des recettes des hydrocarbures.

Notre étude statistique a été complétée par une synthèse des travaux empiriques de l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique des pays du Maghreb. Cette synthèse a démontré qu'il existe une relation de long terme et significative entre les deux variables dans l'ensemble de l'échantillon, et que l'isolation des spécificités nationales nous donne un résultat différent, dans la mesure où dans le cas du Maroc et de l'Algérie l'impact est non significatif. La politique de libéralisation adoptée par les pays du Maghreb ne semble pas avoir d'effet sur le développement économique, malgré l'amélioration du développement financier. L'étude du sens de causalité entre croissance et développement financier au Maroc et en Tunisie a montré que la causalité est unidirectionnelle allant de la croissance économique vers le développement financier.

## Conclusion générale

La théorie fondamentale de l'intégration financière est centrée sur le postulat d'existence d'un lien entre l'intégration financière et la croissance économique. Un lien qui reste jusqu'à nos jours ambiguë. D'une part, des études théoriques affirment que la libéralisation du compte capital peut aider les pays à augmenter leur taux de croissance et à améliorer leur niveau de vie. D'autre part, peu d'études empiriques supportent la proposition que l'intégration financière internationale admet un effet significatif sur la croissance.

La suppression des entraves à la circulation des flux de capitaux est considérée comme l'une des caractéristiques les plus marquantes de l'économie de la fin du vingtième siècle. Et la forte et irrévocable vague de transformation des techniques d'information et de communication fait qu'aujourd'hui l'extrême mobilité des capitaux est une réalité incontournable.

Après avoir présenté une brève synthèse de la littérature théorique sur le sujet, nous avons constaté que la libéralisation des mouvements de capitaux exerce un effet positif sur la croissance et ceci à travers la baisse du coût du capital et l'augmentation de l'investissement, et que le succès de la libéralisation financière n'est assuré que par le respect de certaines conditions préalables. Parallèlement, il y a également un consensus, dans la littérature économique, autour des risques inhérents au processus de libéralisation financière. En cas d'entrée massive de capitaux, la faible capacité d'absorption du secteur financier l'amène à supporter des risques excessifs, répercutés sur l'économie réelle.

La revue économétrique quand elle, est assez partagée sur l'effet de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance économique, Il y a des études qui trouvent un effet positif et d'autre un effet négatif.

Dans le cadre de notre mémoire, nous avons tenté d'analyser la relation entre l'intégration financière et la croissance économique dans les pays du Maghreb. L'intégration graduelle des systèmes financiers des pays maghrébins, au travers notamment l'assouplissement des restrictions à la libre circulation des mouvements de capitaux, devrait induire une meilleure allocation de l'épargne, la stimulation de l'investissement, par conséquent, des performances en matière de croissance économique.

Les trois pays du Maghreb comme dans la plupart des pays centralement planifiés, avaient une organisation bancaire et financière qu'on pourrait apparenter à une situation de répression financière. Ce n'est qu'à partir des années 1980, qu'ils ont entamé un processus de libéralisation financière et se sont engagés dans un vaste processus de réformes. Ces réformes ont touché le secteur bancaire (la libéralisation des taux d'intérêts, le désencadrement du crédit et l'instauration de règles prudentielles) et les marchés financiers, et visent à restaurer l'équilibre macroéconomique et à promouvoir une plus grande intégration financière pour réduire l'intervention de l'Etat et consolider le rôle du marché dans l'allocation des ressources.

L'analyse statistique nous a révélé que les trois pays ont connu un progrès remarquable de leurs systèmes financiers, cette amélioration s'est vue à travers l'évolution du volume des crédits distribués au secteur privé en Tunisie et au Maroc, et une meilleure performance en matière d'intermédiation financière. Quant à l'Algérie, si on considère son taux de liquidité et la part des crédits à destination du secteur privé, le développement financier apparaît plus faible. Concernant les marchés financiers, nous avons constaté que le marché boursier marocain est relativement le plus développé avec une capitalisation boursière très importante par rapport à celle de l'Algérie et de la Tunisie, mais la comparaison avec les autres pays développés et émergents nous indique que les marchés maghrébins sont loin d'atteindre le niveau des marchés développés.

L'Algérie est caractérisée par un excédent d'épargne budgétaire qui n'est pas absorbé par l'investissement, contrairement à la Tunisie et au Maroc qui dispose d'une épargne très limitée. Ce manque d'épargne provient du fait que, les ménages accèdent facilement aux crédits bancaires, donc ils peuvent consommer en dépassant leur revenu grâce à l'emprunt bancaire.

Les investissements restent faibles et inefficaces, le problème provient du fonctionnement des sociétés qui n'œuvrent pas dans un esprit de concurrence, et qui ne sont pas incitées à l'ouverture de leur capital. L'effet de l'investissement sur la croissance dans ces pays reste faible, ceci provient d'un problème d'allocation des ressources, ce qui conduit à s'interroger sur l'efficacité de l'intermédiation financière.

La libéralisation du compte capital s'est vue à travers l'augmentation des flux d'IDE vers les pays du Maghreb, notamment des flux en prévenance de l'Union Européenne(UE). Néanmoins, plusieurs obstacles existent, surtout en ce qui concerne les opérations de

portefeuille, de crédit et d'investissement, qui empêchent une véritable libéralisation de leur compte capital.

Pour étudier l'impact de la libéralisation du compte de capital sur la croissance économique dans les pays du Maghreb, nous avons effectué une synthèse des travaux empiriques déjà réalisés. Ces travaux ont montré qu'il y a une relation de long terme entre la libéralisation du compte capital et la croissance économique. Et qu'en moyenne et pour l'ensemble des pays le coefficient de l'indicateur de libéralisation financière est positif et significatif. Mais l'isolation des spécificités nationales change le résultat obtenu, l'impact est non significatif pour le Maroc et l'Algérie et il peut y avoir un effet positif à long terme en Tunisie.

L'hypothèse selon laquelle, l'intégration financière à travers une meilleure convergence des systèmes financiers engendre une meilleure attractivité des investissements étrangers qui à leur tour, affecte positivement le développement financier, et par conséquent, la croissance économique est approuvée. Cependant, la faiblesse de l'épargne et du crédit fourni au secteur privé qui sont considéré théoriquement comme étant des composantes importantes de la libéralisation financière, confirme que le processus de libéralisation au Maghreb est loin d'être achevé.

La libéralisation partielle du compte capitale, la dominance des banques publiques dans secteur bancaire ainsi que la modeste contribution des marchés financiers au financement de l'économie, ce sont des lacunes qu'il faut corriger. Les pays du Maghreb devraient se concentrer sur l'achèvement du programme de libéralisation, avec la relance des privatisations des banques et l'assouplissement des entraves aux mouvements de capitaux.



# *Bibliographie*

## *Ouvrages, Revues et Articles*

- 1<sup>er</sup> Forum des Economistes Tunisiens Hôtel Le Belvédère - Tunis - 10 décembre 2009  
Congrès annuel de l'ASECTU Intégration financière, instabilité financière et croissance économique, tirer de : Ucer, 2000, P1.
- ABIDA Zouheir, Imen Mohamed SGHAIER. « Afflux de capitaux, taux de change réel et développement financier : évidence empirique pour les pays du Maghreb », global Journal of management and business research Volume 11 Issue 11 Version 1.0 Novembre 2011.
- ABIDA Zouheir. « Intégration financière et croissance économique : évidence empirique dans la région MENA ». revue congolaise d'économie, volume 6, Décembre 2011.
- ALOUANI Ahmed. « Les réformes financières dans la région MENA, une approche comparative : cas de la Tunisie, l'Algérie, le Maroc et l'Egypte », PANOECOMICUS, 2008.
- ANG J.B. MCKIBBIN W.J. (2007). «Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from», Malaysia Journal of Development Economics.
- AROURI Mohamed El Hedi. « A la Recherche des Facteurs Déterminants de l'Intégration Internationale des Marchés Boursiers : une Analyse sur Données de Panel », EconomiX Université Paris X Nanterre.
- BADI H et al. « Financial development and openness: Evidence from panel data », Journal of Development Economics.
- BEKAERT, HARVEY. «Capital Flows and the Behavior of Emerging Market Equity Returns», 2000.
- BEN DOUDOU Makrem, Saadaoui Zied. « Intégration financière, volatilité et crises ».
- BEN MBAREK Hassene, « Le sens de causalité entre développement financier et croissance économique : essai sur la cointégration en données de panel dans les pays développés et en voies de développement », école supérieure des sciences économiques et commerciales, Tunisie.

- BERNOU Nacer, GRONDIN Marcelline (2001). « Réconciliation entre libéralisation financière et croissance économique dans un système fondé sur la banque ».
- BOUALEM Fatima. « Conduite de la politique de l'attractivité des IDE et modèle de développement de l'Algérie : quel potentiel ? évaluation et élaboration d'une matrice d'attractivité », Colloque International - Algérie : Cinquante ans d'expériences de développement Etat -Economie-Société.
- BOULILA Ghazi. « Mobilité des capitaux en Afrique du Nord ».
- BOUMGHAR Mohamed Yazid. « Libéralisation financière et épargne des ménages : quel(s) liens(s) ? », 11<sup>em</sup> rencontre Euro-méditerranéennes, 2007.
- BURKETT P, DUTT. (1991). « Interest Rate Policy, Effective Demand, and Growth in LDC's ». International Review of Money Finance and Banking, n°1/2, pp.127-153.
- CHRISTOPOULOS, TSIONAS. (2004). «Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests», Journal of Development Economics.
- DEISTING. F et al. « Développement financier, flux financiers et croissance économique», working papers series, CATT WP No. June 2012.
- EDWARDS, VAN WIJNBERGEN. (1983). « The Welfare Effects of Trade and capital market liberalization: Consequences of Different Sequencing Scenarios », UCLA Economics Working Papers 313, UCLA Department of Economics.
- EICHENGREEN, SUSSMAN (2000). « The international monetary system in the (very) long run ». Working paper IMF.
- FMI, manuel de la Balance des paiements, 5em édition, septembre 1993.
- GALBIS. V, (1977). « Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach », Journal of Development Studies, January.
- GALINDO, SCHIANTARELLI, WEISS. (2007). « Does financial liberalization improve the allocation of investment?: Micro-evidence from developing countries », Journal of Development Economics.
- GIBSON, TSAKALOTOS. 1994. « The scope and limits of financial liberalization
- GOLDSMITH, R. W. (1969). « Financial Structure and Development», New Haven, CT: Yale University Press.
- GRANIER Reland. « Croissance et cycle économique », paris, 1995.

- GUILLAUMONT. J, K. R. KPODAR. « Développement financier, instabilité financière et croissance économique », document de travail de la série études et documents E 2004.13.
- HICKS John. « A Theory of Economic History », 1969.
- JQCUE Muller, « Manuel et application économie », Dunod, p 254.
- KAPUR. B. (1976). « Alternatives Stabilisation Policies for les-Developed Economies » Journal of Political Economy, vol 84, n°4, août.
- KING, LEVINE. « Financial and growth: Schumpeter Might Be Right », The Quarterly Journal of Economics. August 1993.
- LALALI Rachid. « Globalisation financière, transformations de l'activité des banques et instabilité financière. Quel lien de causalité ? »,
- LEVINE, LOAYZA. « Financial intermediation and growth: Causality and causes », 2000.
- LUIINTEL, K. B., KHAN, M. 1999, « A quantitative reassessment of the finance-growth nexus.
- MAALEL Nabil, ELKADHI Zouhair. « Libéralisation des mouvements de capitaux, mésalignement du taux de change et croissance économique », colloque EMME, Madrid, juin 2004.
- MAMAS. P. (2002). « Libéralisation financière et croissance économique », working paper, IUFM.
- MCKINNON, R.I. (1973), « Money and Capital in Economic Development », Washington DC, Brookings Institution.
- MOULEY Sami. « Les enjeux de la libéralisation des comptes de capitaux dans les pays du sud de la Méditerranée », MEDPRO Technical Report No. 11/March 2012.
- OCHI Anis « Libéralisation financière et efficacité du système bancaire tunisien », mémoire de master, Université de Tunis el Manar, 2009.
- PANICOS O. DEMETRIADES & ARESTIS. (1996). « Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence », Keele Department of Economics Discussion Papers.
- PERROUX.F. « les théories de la croissance », Edition N°02, pari, 1999.
- POP Adrian. « Le processus d'intégration financière en Europe : Quo Vadis ? », Regards croisés sur l'économie, 2008.

- Rogoff, Wei, Kose, Prasard. « Financial globalization, growth, and volatility in developing countries », 2005.
- Shaw. S. (1973), « Financial Deepening in Economic Development», New York: Oxford University Press
- SHAW.S. (1955). « Financial aspects of economic development », the American economic review.
- SOLHI Sanae. « Libéralisation financière et croissance économique au Maroc : essai de modélisation », economic reserach forum 13th annual conference, Décembre 2006.
- STIGLITZ, WEISS. (1981), «Crédit rationning in markets whith imperfect information », the american economic review
- TABLI Melaaz. « Libéralisation et croissance économique essai de modélisation », mémoire de magister, janvier 2011.
- VAN HUFFEL Christophe. « investissements directs étrangers : problème et enjeux pour les pays du sud et de l'est de la Méditerranéen », revue région et développement n° 13, 2001.
- VOGEL, BUSER. (1976). «Inflation Financial Reform and Capital Formation in Latin America », in Money and Finance in Economic Growth and Development: Essay in Honor of E.S Shaw. ed par RI. McKinnon, New York, Marcel Dekker.

### *Mémoires et Thèses*

- AMRANI Réda. « Libéralisation du compte de capital au Maroc, risques de crises bancaires et opportunités de croissance: théories et essai de validation empirique » mémoire de master, université du sud Toulon-Var, septembre 2010.
- BEJI Samouel. « Le développement financier pour les pays du sud de la méditerranéen à l'épreuve de la mondialisation financière », thèse doctorat, université paris XIII-NORD 11, décembre 2009.
- BELHABIB Razika. « Essai d'étude de la relation entre les marchés financiers et la croissance économique dans les pays du Maghreb », mémoire de magister, université Abderrahmane Mira, 2008.
- BENCHABAN Mariem, « Etude comparative des marchés financiers maghrébins cas : Maroc, Algérie, Tunisie », mémoire de magister, université Mouloud Mammeri Tizi-Ouzou, juin 2012.

- BENTAHAR Nawel. «Les conditions préalables au succès de la libéralisation financière : application aux pays du Maghreb et du Machrek arabes», thèse doctorat en science économique, Université d’Auvergne Clermont 1, mai 2005.
- BOUKHEZER Nacira. « Analyse du système financier algérien face aux exigences de l’intégration régionale Euro-Méditerranéenne », thèse doctorat, université A.MIRA, Béjaia, Octobre2011.
- MAHJOUBA Zaiter Lahimer. «Impact des entrées de capitaux privés sur la croissance économique dans les pays en développement», thèse doctorat, Université paris dauphine, 2011.

## *S*ites internet

- <http://.sndl.cerist.dz>
- <http://français.doingbusiness.org>
- <http://perspective.usherbrooke.ca>
- <http://www.banquemondiale.org>
- [www.bvmt.com](http://www.bvmt.com).
- [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)
- [www.erf.org.eg](http://www.erf.org.eg)
- [www.imf.org](http://www.imf.org)

## *L*ois et règlements

- Article 8 de la loi de 1993.
- Loi n°88-92 du 2 août 1988.
- l’article 93 de la loi 90-10 du 14 avril 1990 relative à la Monnaie et au Crédit
- La loi 90-10 relatif à la monnaie et au crédit.
- Instruction n° 34-91 du 14 novembre 1991 relative à la fixation des règles prudentielles de gestion des banques et établissements financiers.
- Instruction n° 34-91 du 14 novembre 1991
- N °58-90 promulguée par le Dahir N°= 1-91-131 du 26 Février 1992
- la loi n° 92-113 du 23 novembre 1992.
- Règlement 94-13 du 2 juin 1994

- Instruction n° 73-94 du 29 novembre 1994 relative au régime des réserves obligatoires
- loi n°95-87 du 30 octobre 1995.
- Règlement n° 97-04 du 31 décembre 1997 relatif au système de garantie des dépôts bancaires

## *Liste des tableaux*

### *Chapitre III*

<i>Intitulé</i>	<i>Page</i>
<b>Tableau N°1</b> : L'évolution de la croissance économique des trois pays du Maghreb (en %).47	
<b>Tableau N°2</b> : L'évolution du RNB, PPA (en dollars internationaux courants)..... 50	
<b>Tableau N°3</b> : L'évolution de l'Indice de Développement Humain (1990-2012)..... 51	
<b>Tableau N°4</b> : L'évolution de l'inflation (en %)..... 52	
<b>Tableau N°5</b> : L'évolution du stock de la dette extérieure (en % du RNB)..... 54	
<b>Tableau N°6</b> : L'évolution des exportations des trois pays du Maghreb (en million de dollars, 1990-2011)..... 55	
<b>Tableau N°7</b> : L'évolution des importations des trois pays du Maghreb (en milliards de dollars, 1990-2011)..... 57	
<b>Tableau N°8</b> : Classement général de la facilité d'accès aux investissements (sur 185 économies)..... 58	

### *Chapitre IV*

<i>Intitulé</i>	<i>Page</i>
<b>Tableau N°9</b> : Développement de l'intermédiation financière (estimé par M2/PIB)..... 75	
<b>Tableau N°10</b> : L'évolution du crédit intérieur brut fourni par le secteur bancaire (en % du PIB)..... 76	
<b>Tableau N°11</b> : L'évolution du crédit intérieur fourni au secteur bancaire (en % du PIB) .... 77	
<b>Tableau N°12</b> : L'évolution de la marge bancaire au Maghreb (en pourcentage)..... 79	

<b>Tableau N°13</b> : L'évolution de la capitalisation boursière des pays du Maghreb (en % du PIB).....	80
<b>Tableau N°14</b> : Comparaison internationale de la capitalisation boursière (en % du PIB) ...	82
<b>Tableau N°15</b> : L'évolution des flux des IDE entrants aux pays du Maghreb (en millions de dollars).....	83
<b>Tableau N°16</b> : L'évolution des investissements de portefeuille entrants aux pays du Maghreb (en millions de dollars).....	85
<b>Tableau N°17</b> : L'évolution de l'épargne dans les pays du Maghreb(en % du PIB) .....	86
<b>Tableau N°18</b> : L'évolution de la formation brute de capital fixe (en % du PIB) .....	88



## *Liste des figures*

### *Chapitre III*

<i>Intitulé</i>	<i>Page</i>
<b>Figure N°1</b> : L'évolution de la croissance économique des pays du Maghreb (en %) ..... 48	48
<b>Figure N°2</b> : L'évolution du Revenu National Brut des trois pays du Maghreb (en \$) ..... 50	50
<b>Figure N°3</b> : L'évolution de l'Indice de Développement Humain des pays du Maghreb ..... 51	51
<b>Figure N°4</b> : L'évolution de l'inflation des pays du Maghreb (en %) ..... 52	52
<b>Figure N°5</b> : L'évolution du stock de la dette extérieure des pays du Maghreb..... 54	54
<b>Figure N°6</b> : L'évolution des exportations des pays du Maghreb (en milliards de dollars)..... 56	56
<b>Figure N°7</b> : L'évolution des importations des pays du Maghreb (en milliards de dollars) .... 57	57

### *Chapitre IV*

<i>Intitulé</i>	<i>Page</i>
<b>Figure N°8</b> : L'évolution du Ratio M2 par rapport au PIB ..... 75	75
<b>Figure N°9</b> : L'évolution du crédit intérieur brut fourni par le secteur bancaire (% du PIB) 76	76
<b>Figure N°10</b> : L'évolution du crédit intérieur fourni au secteur privé (en % du PIB) ..... 78	78
<b>Figure N°11</b> : Evolution de la marge bancaire au Maghreb (en % PIB) ..... 79	79
<b>Figure N°12</b> : L'évolution de la capitalisation boursière des pays du Maghreb ..... 80	80
<b>Figure N°13</b> : Comparaison internationale de la capitalisation boursière(en % du PIB) ..... 82	82
<b>Figure N°14</b> : Les flux directs étrangers entrants au Maghreb..... 83	83
<b>Figure N°15</b> : L'évolution des investissements du portefeuille entrants aux pays du Maghreb ..... 85	85

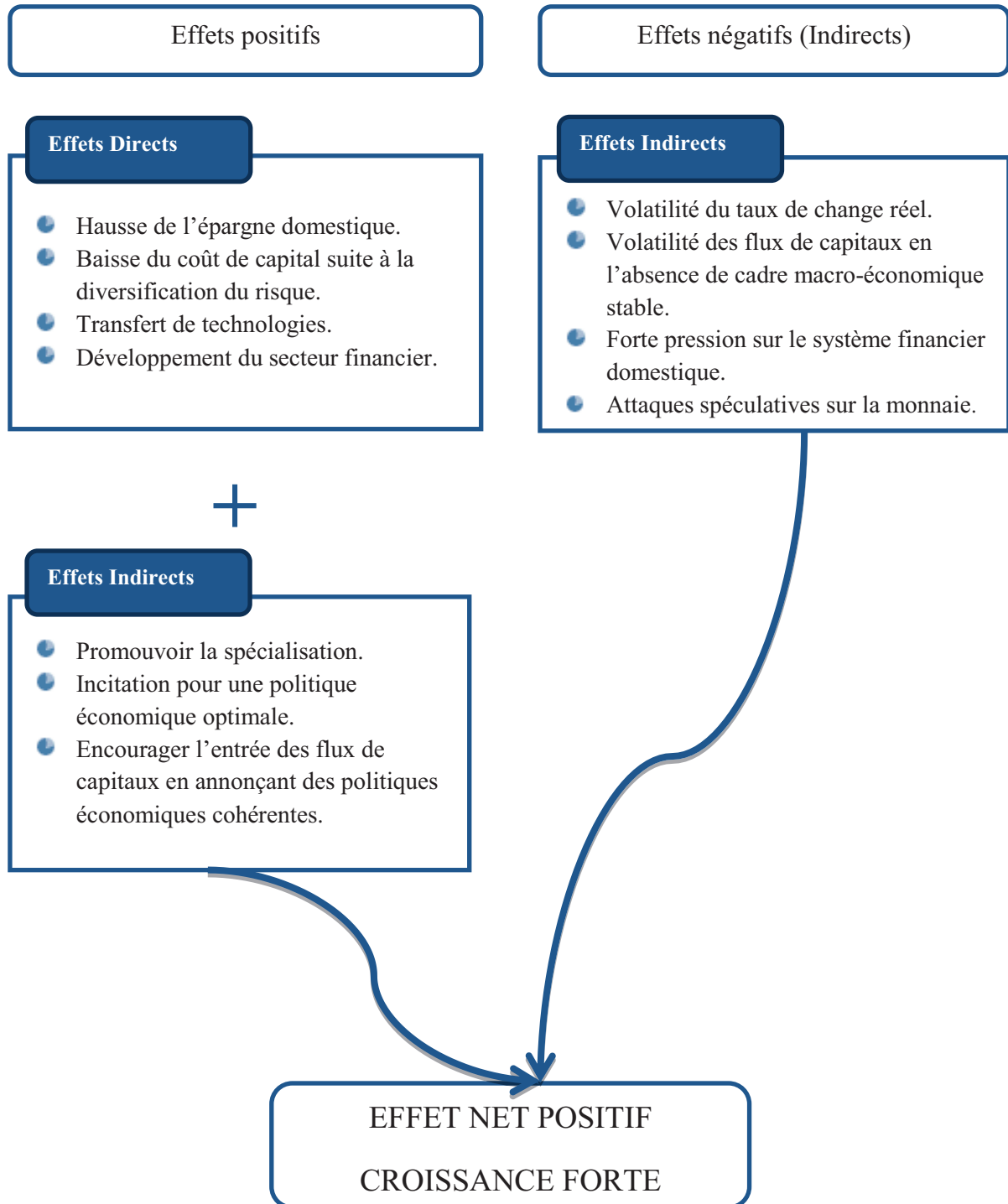
**Figure N°16** : L'évolution de l'épargne dans le Maghreb (en millions de dollars) ..... 87

**Figure N°17** : L'évolution de la formation brute de capital fixe aux pays du Maghreb (en %  
du PIB) ..... 88

**Figure N°18** : L'évolution de la relation entre l'épargne et l'investissement..... 89

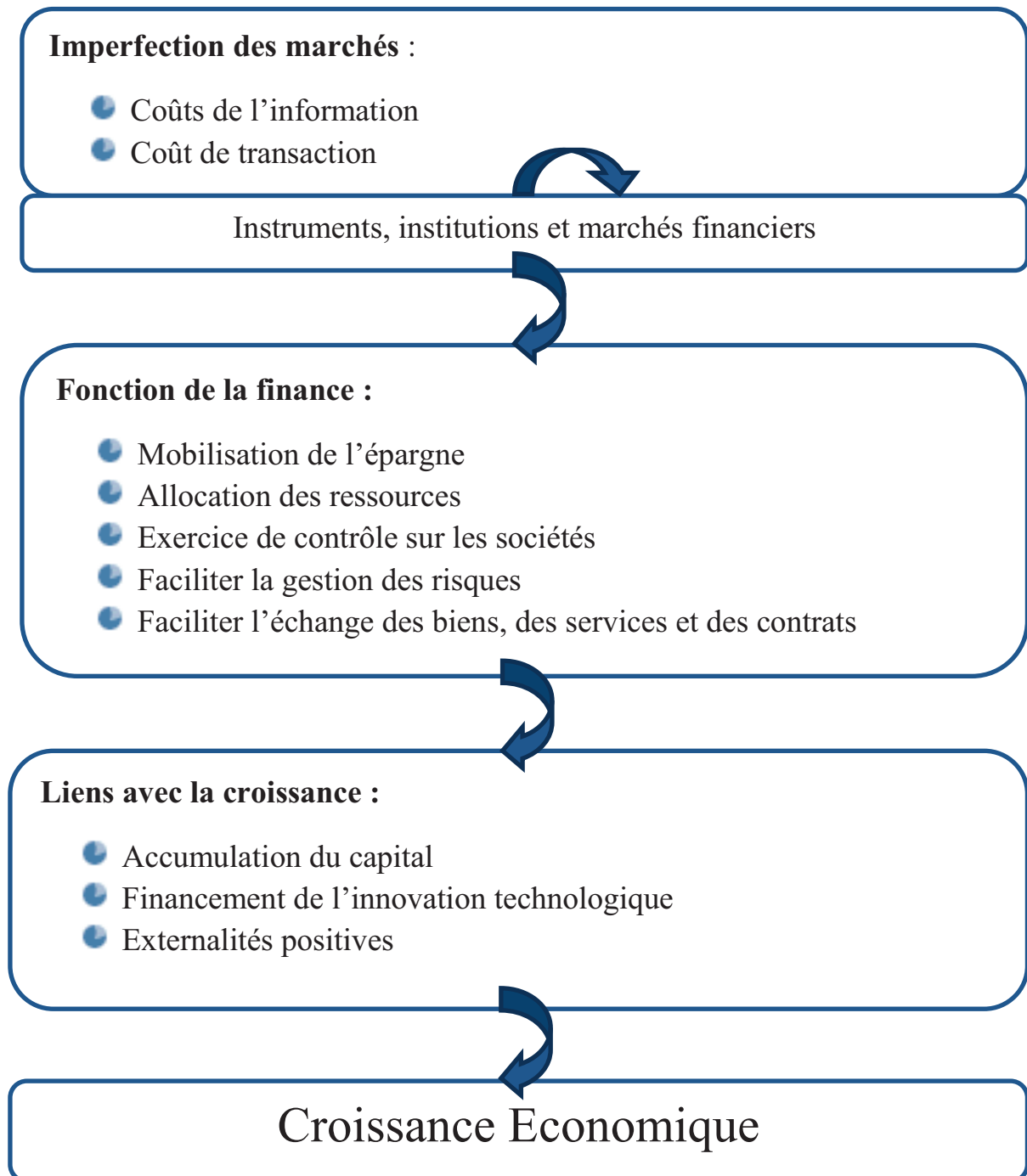
# Annexes

## Annexe N°1 : Récapitulatif de l'effet de la libéralisation des flux de capitaux sur la croissance



**Source :** SOLHI Sanae « Libéralisation financière et croissance économique au Maroc : essai de modélisation », economic reserach forum, December 2006.

**Annexe N°2:** Le lien entre finance et croissance selon Levine



**Source :** R. Levine (1997) «Financial development and economic growth » Journal of Economic literature, Vol XXXV, June p 691.

**Annexe N°3 : Revue des études sur la relation entre la libéralisation du compte de capital et la croissance économique.**

<b>Etude</b>	<b>Nombre de pays</b>	<b>Période</b>	<b>Effet sur la croissance</b>
<b>Alesina, Grilli et Milesi-Ferretti (1994)</b>	20	1950-1989	Aucun effet
<b>Grilli et Milesi-Ferretti (1995)</b>	61	1966-1989	Aucun effet
<b>Quinn (1997)</b>	58	1960-1989	Effet positif
<b>Kraay (1998)</b>	117	1985-1997	Aucun effet ou, au mieux, mitigé
<b>Rodrik (1998)</b>	95	1975-1989	Aucun effet
<b>Klein et Olivei (1999)</b>	67	1986-1995	Effet positif
<b>Chanda 2000</b>	116	1976-1995	Effet positif
<b>Artera, Eichengreen et Wyplosz (2001)</b>	51-59	1973-1992	Mitigé
<b>Bekaert, Harvey et Lundblad (2001)</b>	95	1981-1997	Effet positif
<b>Edwards (2001)</b>	62	Années 80	Aucun effet pour les PED
<b>O'Donnell (2001)</b>	94	1971-1994	Aucun effet ou, au mieux, mitigé
<b>Reisen et Soto (2001)</b>	44	1986-1997	Mitigé
<b>Edison, Klein, Ricci et Slok (2002)</b>	89	1973-1995	Mitigé
<b>Chinn et Ito (2002)</b>	105	1982-1997	Effet positif
<b>Edison, Levine, Ricci et Slok (2002)</b>	57	1980-2000	Mitigé
<b>Kose et al (2006)</b>	71	1985-2004	Mitigé

**Source :** Tableau complété à partir des synthèses effectuées par Prasad et al (2003) et Edison et al (2002b).

# Table des matières

Remerciement.....	I
Dédicaces.....	II
LISTE DES ABRIVIATIONS.....	IV
SOMMAIRE.....	
INTRODUCTION GENERALE .....	1
<b>CHAPITRE I : INTEGRATION FINANCIERE ET LIBERALISATION DESMOUVEMENTS DE CAPITAUX : UNE REVUE DE LITTERATURE .....</b>	<b>3</b>
<b>1- Définition de l'intégration financière .....</b>	<b>6</b>
<b>2- Les déterminants de l'intégration financière.....</b>	<b>7</b>
2-1 Les facteurs locaux .....	7
2-1-1 Degré d'ouverture commerciale.....	7
2-1-2 Développement du marché boursier.....	8
2-1-3 Flux de capitaux étrangers.....	8
2-1-4 La volatilité des taux de change .....	8
2-1-5 Taux d'intérêt .....	9
2-1-6 L'inflation.....	9
2-1-7 La croissance de la production industrielle .....	9
2-1-8 Autres facteurs.....	10
2-2 Les facteurs globaux .....	10
2-2-1 Taux d'intérêts internationaux.....	10
2-2-2 La croissance mondiale .....	11
<b>3- Fondements théoriques de la libéralisation financière .....</b>	<b>11</b>
3-1 Approche de McKinnon et Shaw et ses prolongements .....	11
3-1-1 Approche théorique de McKinnon et Shaw .....	12
3-1-2 Les prolongements de la théorie de McKinnon et Shaw.....	14
3-2 Analyse critique de la théorie de la libéralisation financière .....	15
3-2-1 Une vision alternative de la politique du taux d'intérêt .....	16
3-2-2 Le dualisme entre finance formelle et informelle.....	17
3-2-3 Imperfection des marchés.....	19

<b>4- Processus de la libéralisation financière</b> .....	19
4-1 La libéralisation interne et externe.....	20
4-1-1 La libéralisation interne.....	20
4-1-2 La libéralisation externe .....	21
4-2 Les conditions de réussite de la libéralisation financière .....	22
4-3 Les types de flux de capitaux privés.....	24
4-3-1 Les investissements directs étrangers.....	24
4-3-2 Les investissements de portefeuille.....	24
4-3-3 Les crédits bancaires .....	25
<b><u>CHAPITRE II : INTEGRATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE :</u></b> <b>APPORTS ET LIMITES</b> .....	27
<b>1- Le processus de la croissance économique</b> .....	28
1-1 Définition et mesure de la croissance économique.....	28
1-2 Les facteurs de la croissance économiques .....	28
1-2-1 Le facteur travail.....	28
1-2-2 Le facteur capital .....	29
1-2-3 Le progrès technique .....	29
1-3 Les théories de la croissance économique .....	30
1-3-1 La théorie de la croissance limitée .....	30
1-3-2 La théorie de la croissance illimitée .....	30
1-3-3 La théorie de la croissance endogène .....	31
<b>2- Le lien entre finance et croissance</b> .....	32
2-1 Le sens de causalité finance - croissance.....	32
2-2 Le sens de causalité croissance - finance.....	34
<b>3- Système financier et croissance économique : Canaux de transmission</b> .....	35
3-1 Les canaux directs de transmission des effets de l'intégration sur la croissance.....	35
3-1-1 L'augmentation des ressources financières.....	35
3-1-2 La réduction du coût du capital à travers l'allocation optimale du risque.....	36
3-1-3 Les transferts de technologie et du savoir-faire managérial.....	36
3-1-4 La stimulation du développement du système financier intérieur.....	36
3-2 Les canaux indirects de transmission des effets de l'intégration sur la croissance .....	37
3-2-1 La promotion de la spécialisation.....	37
3-2-2 La stimulation de bonnes politiques macroéconomiques.....	37
3-2-3 Qualité des institutions .....	37

<b>4- Les effets de l'intégration financière sur la croissance</b> .....	38
4-1 Les effets positifs de l'intégration financière sur la croissance économique.....	38
4-1-1 Diversification du risque et coût du capital .....	38
4-1-2 Augmentation de l'investissement .....	40
4-2 Les effets négatifs de l'intégration financière sur la croissance économique.....	41
4-2-1 Effet d'éviction .....	41
4-2-2 L'instabilité financière .....	42
4-2-3 Fluctuations du taux de change .....	43
4-2-4 Propagation des crises .....	43
<b>CHAPITRE III : PRESENTATION DES SYSTEMES FINANCIERS DES PAYS DU MAGHREB (ALGERIE, MAROC, TUNISIE)</b> .....	46
<b>1- Les économies du Maghreb : Un état des lieux</b> .....	47
1-1 L'analyse des indicateurs de développement économique des pays du Maghreb .....	47
1-1-1 La croissance économique.....	47
1-1-2 Le Revenu National Brut (RNB), Parité des Pouvoirs d'Achat .....	49
1-1-3 Indice de Développement Humain (IDH) .....	51
1-1-4 L'inflation.....	52
1-1-5 Stock de la dette extérieure (% du RNB) .....	53
1-2 L'ouverture des pays du Maghreb au commerce extérieur .....	55
1-2-1 Les exportations des pays du Maghreb .....	55
1-2-2 Les importations des pays du Maghreb .....	57
<b>2- Climats des affaires au Maghreb</b> .....	58
2-1 Facilité d'accès aux investissements .....	58
2-2 La privatisation .....	59
<b>3- Les réformes des systèmes financiers des pays du Maghreb</b> .....	61
3-1 La situation des systèmes financiers maghrébins avant les réformes .....	61
3-2 Le cadre réglementaire et institutionnel des réformes .....	63
3-2-1 Les réformes du secteur bancaire au Maghreb.....	64
3-2-2 Les réformes des marchés boursiers au Maghreb .....	67
<b>4- La situation actuelle des systèmes financiers maghrébins</b> .....	68
4-1 la structure des systèmes financiers.....	68

<b>CHAPITRE IV: L'IMPACT DE L'INTEGRATION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE DES PAYS DU MAGHREB</b> .....	72
---	----



<b>1- L'intégration financière des pays du Maghreb : Un état des lieux</b> .....	73
<b>2- Développement du système financier au Maghreb</b> .....	74
2-1 Le taux de liquidité de l'économie .....	74
2-2 Crédit intérieur fourni par le secteur bancaire .....	76
2-3 Crédit intérieur fourni au secteur privé.....	77
2-4 Le taux d'intérêt.....	78
2-5 La capitalisation boursière .....	79
<b>3- Ouverture aux flux de capitaux étrangers</b> .....	82
3-1 Flux des investissements directs étrangers entrants au pays du Maghreb .....	83
3-2 Flux d'investissements de portefeuille .....	84
<b>4- Comportement de l'épargne et de l'investissement</b> .....	86
4-1 L'épargne .....	86
4-2 La formation brute de capital fixe.....	87
4-3 L'évolution de la relation entre l'épargne et l'investissement dans les pays du Maghreb .	89
<b>5- L'impact de l'intégration financière sur la croissance économique : Synthèse de quelques travaux empiriques</b> .....	90
<b>CONCLUSION GENERALE</b> .....	94
<b>BIOBLIOGRAPHIE</b> .....	97
<b>LISTE DES TABLEAUX</b> .....	103
<b>LISTE DES FIGURES</b> .....	105
<b>ANNEXES</b> .....	107

## **Résumé:**

Ce travail étudie l'impact de l'intégration financière sur la croissance économique au Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie). Plusieurs auteurs préconisent la libéralisation du compte capital à cause des effets positifs qu'elle induit à travers l'accroissement de l'épargne, la diversification du risque, et l'augmentation de l'investissement. Néanmoins, cette politique peut aussi provoquer des effets néfastes pour l'économie (l'effet d'éviction, l'instabilité financière et la propagation de crises).

Après avoir effectué un programme de réformes et adopté la politique de la libéralisation financière, les trois pays du Maghreb ont connu une stabilité macroéconomique et une amélioration de leurs systèmes financiers. Quant à l'ouverture de leur compte capital, les investissements directs étrangers ont été les plus sollicités et ne font l'objet d'aucune restriction, par contre les investissements de portefeuille à l'entrée ont été partiellement libéralisés. Enfin la synthèse des études empiriques, nous a montré que l'impact de la libéralisation financière sur la croissance économique est significatif pour la Tunisie mais pas pour l'Algérie et le Maroc.

**Mot clés :** Intégration financière, croissance économique, libéralisation financière, flux de capitaux, épargne, investissement, développement financier, pays du Maghreb.

## **Abstract:**

This work studies the impact of financial integration on the economic growth in the Maghreb (Algeria, Morocco, Tunisia). Several authors recommend the liberalization of the capital account because of positive effects which it induces through the increase in savings, the diversification of the risk, and the increase in the investment. Nevertheless, this policy can also cause harmful effects on the economy (the effect of éviction, the financial instability and propagation of crises).

After having carried out a reform program and adopted the policy of financial liberalization, the three Maghreb countries knew a macroeconomic stability and an improvement of their financial systems. As for the opening of their capital account, the direct foreign investments were the most requested and are not the object of any restriction, on the other hand the investments of wallet at the entry were partially liberalized. Finally the synthesis of the empirical studies, showed us that the impact of financial liberalization on the economic growth is significant for Tunisia but not for Algeria and Morocco.

**Keywords:** Financial integration, economic growth, financial liberalization, capital flows, savings, investment, financial development, the Maghreb countries.

# *Introduction*

## *Générale*

*Chapitre I:*  
*Intégration financière*  
*et libéralisation*  
*des mouvements de capitaux:*  
*Une revue de littérature*

*Chapitre II:*  
*Intégration financière*  
*et croissance économique :*  
*Apports et limites*

# Chapitre III

## Présentation des systèmes financiers des pays du Maghreb (Algérie, Maroc, Tunisie)

*Conclusion*  
*Générale*

# *Bibliographie*



*Annexes*

Chapitre IV:  
L'impact de l'intégration  
financière sur la croissance  
économique  
des pays du Maghreb

*Liste des  
tableaux  
et figures*