



# Document de travail

Processus de libéralisation du compte capital : évolutions et défis pour l'économie marocaine

Kamal Lahlou

Les opinions exprimées dans ce Document de Travail sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position de Bank Al-Maghrib. Afin de garantir une meilleure qualité et rigueur scientifique, les documents de travail publiés sont évalués par des arbitres externes, universitaires et chercheurs de banques centrales modernes.

Aucune reproduction ou traduction de la présente publication ne peut être faite sans l'autorisation des auteurs.

L'objet de la publication du présent Document de Travail est de susciter les débats et d'appeler commentaires et critiques.

Si vous avez des commentaires sur ce Document de Travail, veuillez les faire parvenir par e-mail: [dr@bkam.ma](mailto:dr@bkam.ma)

Ou par courrier à l'adresse suivante :

Bank Al-Maghrib, Département de la Recherche  
277, Avenue Mohammed V - B.P 445 Rabat

Ce document peut être téléchargé sans frais par voie électronique sur : [www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)

ISSN (en ligne) : 2509-0658

# Processus de libéralisation du compte capital: évolutions et défis pour l'économie marocaine

*LAHLOU Kamal*<sup>1 2</sup>

**Résumé :** Ce travail a pour objectifs de mettre la lumière sur les progrès réalisés par le Maroc en matière d'ouverture du compte capital, les paliers restants à franchir et d'analyser à travers un modèle en données de panel estimé sur 47 pays émergents et en développement quelques facteurs structurels d'attractivité des investissements étrangers. Au plan des résultats, il ressort de l'analyse de la réglementation que le compte capital affiche une ouverture quasi totale pour les investissements étrangers de court et de long terme et partielle pour les entreprises marocaines financières et non financières. Pour les personnes physiques, il demeure restreint. Aussi, les modèles ont montré que les déterminants les plus influents des entrées de capitaux sont le PIB, l'équilibre du compte courant, la stabilité des prix et la variation modérée du taux de change. L'ouverture du compte capital peut être davantage considérée comme une condition nécessaire pour permettre aux capitaux étrangers d'intégrer l'économie, mais non suffisante pour attirer d'importants flux. S'agissant des recommandations et s'appuyant sur les résultats des estimations et les enseignements des expériences internationales, il ressort que, d'une part, des avancées doivent être réalisées en matière de soutenabilité des équilibres internes et externes, mais aussi au niveau des réformes structurelles à même de permettre des gains de productivité et de favoriser l'éclosion d'un environnement des affaires plus propice. Pour ce qui est de la réglementation, il semblerait important de prêter une attention particulière aux risques liés aux investissements de portefeuille qui sont presque totalement libéralisés pour les non-résidents. Par ailleurs, la stratégie de la libéralisation graduelle, notamment pour les résidents, doit être maintenue au fur et à mesure de l'avancement du processus de flexibilisation du taux de change et en fondant les décisions sur les gains escomptés en termes de croissance et de stabilité des équilibres macroéconomiques.

**Mots clés :** Contrôles de capitaux, libéralisation du compte capital, déterminants des flux de capitaux

**Classification-JEL:** E44, G20, F43.

**Abstract:** In this paper, we present the improvement made by Morocco in terms of capital account openness, the remaining levels to be achieved, the challenges that the economy should face and to analyze through a panel data model estimated for 47 emerging and developing countries the structural factors of foreign capital attractiveness. The analysis of the regulation shows that the capital account is totally open for short and long-term foreign investments and partly for foreign investment made by Moroccan financial and non-financial firms. For individuals, the capital account remains restricted. The models results have shown that the most important determinants of capital inflows are GDP, the current account balance, price stability, and exchange rate stability. Thus, opening the capital account may be seen more as a necessary condition for allowing foreign capital to integrate the economy, but not sufficient to attract large flows. In terms of recommendations and based on the results of models and lessons from international experiences, it appears that, firstly, progress must be made in terms of sustainability of internal and external balances, but also at the level of structural reforms that will lead to productivity gains and the development of the business environment. For the capital account regulation, it would seem important to pay particular attention to the risks associated with portfolio investments that are almost completely liberalized for non-residents. In addition, the strategy of gradual liberalization, particularly for residents, must be maintained by basing decisions on the expected gains in terms of growth but also on the stability of macroeconomic balances.

**Keywords:** capital control, capital account liberalization, capital flows drivers.

**JEL-classification :** E44, G20, F43.

---

<sup>1</sup> Responsable du Service analyse des politiques publiques à Bank Al-Maghrib: k.lahlou@bkam.ma.

<sup>2</sup> Nous tenons à remercier Pierre-Richard Agénor, Irina Syssoyeva-Masson, Abdessamad Saidi, Jawad El Othmani et Hicham Bennouna.

## Introduction

Les interrogations relatives à l'ouverture du compte capital ou au maintien de contrôles strictes ont toujours fait débat dans les sphères académiques et institutionnelles et ce dépendamment des avantages et risques inhérents aux choix opérés.

A travers l'instauration de contrôles sur les flux de capitaux<sup>3</sup>, les économies tentent de faire face à de multiples défis. En premier lieu, la théorie de l'impossible trinité (Mundell 1962; McKinnon et Oates 1966 ; Obsfeld et al. 2004) stipule qu'un arbitrage s'impose entre la faible volatilité du taux de change pour les besoins de stabilité relative des prix, la libre mobilité des capitaux pour accéder à l'épargne internationale et, surtout, l'autonomie dans la conduite de la politique monétaire pour être en mesure de préserver la stabilité macroéconomique interne. Du moment qu'uniquement deux objectifs peuvent être simultanément atteints, les pays ayant opté pour un régime de change fixe avec une politique monétaire autonome doivent nécessairement restreindre les mouvements de capitaux afin de réduire la pression sur les réserves de change. En second lieu, les contrôles de capitaux peuvent contribuer à influencer la structure des investissements étrangers et, surtout, à orienter les modalités de leur financement (Epstein et al. 2004). Les investissements souhaitables sont ceux qui participent à la stabilité de la croissance, créent l'emploi et favorisent le transfert de technologie. A l'opposé, les investissements de portefeuille, souvent à la recherche de rendements élevés à très court terme, sont découragés par la cherté de leurs coûts ou interdits par des mesures règlementaires. Enfin, le contrôle des capitaux ciblant les investissements à l'étranger des résidents permet aux gouvernements de retenir l'épargne nationale et préserver les recettes fiscales (Neely 1999). Les capitaux investis dans l'économie locale sont plus faciles à imposer comparativement aux investissements à l'étranger qui sont difficiles à identifier.

Ainsi, les objectifs visés par l'instauration des contrôles de capitaux sont multiples, cependant, qu'en est-il réellement de leur efficacité ? A priori, des éléments de réponses peuvent émaner des conclusions issues notamment des travaux d'Engel (2012) qui, à partir d'une large revue de littérature, met en exergue quelques constats majeurs. D'abord, les contrôles peuvent influencer la composition des flux de capitaux vu que les mesures instaurées par les pouvoirs publics ont pu favoriser les investissements de long terme au détriment des capitaux de court terme et, surtout, décourager le recours à l'endettement en devises (De Gregorio et al. 2000; Ostry et al. 2011; Magud et al. 2011). Ensuite, les contrôles de capitaux ont significativement contribué au renforcement de l'autonomie de la politique monétaire puisque les banques centrales qui opèrent sous un compte capital restreint ont moins souffert des pressions émanant des conditions externes (Magud et al. 2011). Par ailleurs, les études ont également démontré que les pays qui adoptent les contrôles de capitaux connaissent une reprise économique plus rapide suite aux crises financières (Ostry et al. 2011). De même, les pays qui affichent de faibles progrès en matière de supervision macroprudentielle ont pu bénéficier de la protection que confèrent les contrôles de capitaux en réduisant leur exposition (notamment Schindler et al. 2009).

Pour autant, ces conclusions doivent être considérées avec prudence (Socorro Gochoco et al. 2010). En effet, l'efficacité des contrôles demeure également tributaire de la viabilité des fondamentaux, du développement des marchés financiers et de la capacité des autorités de régulation à bien gérer les volumes et la volatilité des flux de capitaux. Aussi, les restrictions peuvent être contournées de plusieurs manières dont principalement la surfacturation des

---

<sup>3</sup> Pour plus de détails cf. Annexe1.

importations, la sous facturation des exportations, le retard dans le paiement des fournisseurs, etc. D'après les estimations publiées en 2019 dans le dernier rapport du Global Financial Integrity (GFI), les sorties illicites de capitaux, à partir des pays émergents et en développement, se situeraient entre 438<sup>4</sup> et 600<sup>5</sup> milliards de dollars.

Des interrogations se posent également avec acuité sur les coûts d'opportunité des contrôles de capitaux. Les premiers éléments de réponses, émanent également d'une large littérature théorique qui a identifié un certain nombre de canaux<sup>6</sup> directs et indirects par lesquels l'ouverture financière peut contribuer à promouvoir la croissance économique particulièrement chez les pays émergents et en développement (voir notamment Prasad et al. 2007 et Agénor 2012). En effet, les entrées de capitaux permettent d'accroître l'investissement dans les pays qui souffrent d'insuffisance de l'épargne tout en offrant aux investisseurs étrangers un rendement supérieur à celui proposé par les marchés financiers de leurs pays d'origine. De même, l'accès aux marchés des capitaux internationaux peut permettre à une économie de lisser sa consommation en empruntant dans les mauvais cycles et en prêtant dans les phases favorables. En plus d'avoir des effets directs sur le volume de la production et de l'emploi à travers la création de nouvelles entreprises, les flux d'IDE favorisent également le transfert de la technologie et des bonnes pratiques de gestion qui peuvent à leur tour augmenter la productivité globale et stimuler la croissance économique. En somme, l'accélération du processus d'intégration financière contribue à mettre en place un climat des affaires favorable (Drazen 2007) et à discipliner les politiques publiques car tout dérapage peut coûter des sorties massives et précipitées des capitaux.

Néanmoins, est-il pertinent de conclure à un lien de causalité entre l'ouverture du compte capital et la croissance économique? Cette politique est-elle accompagnée par des risques? Les travaux de Wei et Wu (2006), Prasad et al. (2007), ainsi que les études du FMI sur les expériences internationales en matière de gestion des flux financiers (2012 et 2016)<sup>7</sup> ont démontré que ce lien s'explique davantage par les réformes structurelles mises en œuvre par les pays, dont la libéralisation des mouvements de capitaux, que d'une relation de cause à effet. Ces résultats sont corroborés par une revue de littérature empirique très exhaustive sur la relation entre la croissance économique et l'ouverture du compte capital<sup>8</sup>, s'intéressant à un nombre important de pays, à différentes périodes et utilisant plusieurs indicateurs pour mesurer l'ouverture. Pour ce qui est des risques, les travaux (notamment FMI 2012)<sup>9</sup> ont également démontré que les pays ayant atteint un stade avancé en matière d'ouverture du compte capital sont plus vulnérables aux crises financières à cause de la formation de bulles spéculatives suite aux afflux massifs de capitaux de court terme, du surendettement en devises, de l'érosion de l'épargne et de l'effritement des réserves de change. Par conséquent, après l'euphorie des années 1990 et 2000 autour de l'ouverture du compte capital, les réflexions sont désormais orientées vers la progressivité de la libéralisation et le maintien des contrôles sur les capitaux au fur et à mesure que l'économie et le marché financier atteignent un stade avancé de résilience et, surtout, acquièrent des capacités adéquates d'anticipation et d'absorption des chocs (Gallagher, 2012).

---

<sup>4</sup> En se basant sur la surfacturation des importations et la sous facturation des exportations du commerce avec les pays avancés et à partir de la base Comtrade des Nations Unies.

<sup>5</sup> En se basant sur la surfacturation des importations et la sous facturation des exportations du commerce avec les pays avancés et à partir de la base DOTS du FMI.

<sup>6</sup> Pour plus de détails cf. Annexe 2.

<sup>7</sup> Liberalizing capital flows and managing inflows, IMF, 2012.

Capital flows, review of experience with the institutional view, IMF Policy Paper, 2016.

<sup>8</sup> Pour plus de détails cf. Annexe 3.

<sup>9</sup> Liberalizing capital flows and managing inflows, Background paper, IMF, 2012

Dans le contexte marocain, les autorités publiques ont été confrontées aux mêmes défis. L'ouverture du compte capital amorcée à partir des années 1990 demeure une composante importante d'une stratégie plus globale de libéralisation. Mais en dépit des incitations en faveur d'une ouverture rapide et exhaustive, la cadence suivie par les autorités marocaines est restée prudente. La démarche séquentielle appliquée aux transactions financières internationales opérées par les marocains résidents veille à la préservation de l'épargne nationale et des réserves en devises dans un contexte de régime de change fixe. Au regard des évolutions qui ont suivi la crise financière internationale de 2007, et des résultats très mitigés issus des études sur le lien croissance et intégration financière, la politique prudente mise en œuvre par le Maroc en matière d'ouverture du compte capital s'est avérée appropriée (Agenor, 2015).

Ceci étant, pour un pays comme le Maroc qui ambitionne de consolider ses partenariats économiques et financiers notamment à travers les accords de libre-échange, la demande d'adhésion à des groupements économiques continentaux<sup>10</sup> et l'édification d'un hub financier régional<sup>11</sup>, franchir un palier supplémentaire dans la libéralisation du compte capital est nécessaire pour assurer une certaine cohérence à cette stratégie. La flexibilisation graduelle du régime de change<sup>12</sup> s'inscrit pleinement dans ce processus car elle permettrait à terme d'adopter un régime de ciblage de l'inflation et renforcer les marges de manœuvre de la politique monétaire. Elle est également à même de consolider la résilience de l'économie face aux chocs réels grâce aux ajustements du taux de change et imposerait une certaine rigueur dans la gestion des vulnérabilités économiques. La réglementation du compte capital devrait ainsi continuer à évoluer, mais tout en veillant à protéger l'économie nationale contre les risques pouvant émerger de la surexposition des banques, des entreprises et éventuellement des ménages. In fine, la libéralisation quasi-totale est un objectif de long terme qui ne peut être envisageable que si l'économie marocaine atteint un stade plus avancé lui permettant de s'accommoder aux chocs et, surtout, de faire face à la concurrence internationale.

A travers le présent travail, nous allons essayer de mettre la lumière sur les progrès réalisés par le Maroc dans le processus d'ouverture du compte capital, analyser les entrées et sorties de capitaux et leurs compositions, identifier quelques facteurs structurels d'attractivité des investissements étrangers à même d'expliquer ces évolutions, ainsi que de discuter les paliers restant à franchir à la lumière des expériences internationales. Il est à noter que peu d'études ont été consacrées à l'ouverture du compte capital au Maroc (notamment Agenor, 2015). Ce travail vise également à enrichir la littérature nationale sur cette thématique.

La structure de ce document se présente comme suit. La première section propose une analyse du processus de libéralisation du compte capital au Maroc et son impact sur les entrées et les sorties de capitaux. La deuxième section évalue à l'aide d'un modèle en données de panel, estimé à partir d'un échantillon de 47 pays, les facteurs structurels d'attractivité des capitaux étrangers. La dernière section présente quelques expériences internationales de libéralisation graduelle (Pologne, Hongrie et Corée du Sud), mais aussi d'ouverture rapide (Pérou et Kenya) avant de conclure par quelques propositions en vue de contribuer aux réflexions sur d'éventuelles réformes de la réglementation du compte capital.

---

<sup>10</sup> Communauté Economique des États de l'Afrique de l'Ouest (CEDEAO) et plus récemment la Zone de Libre Échange du Continent Africain (ZLECA).

<sup>11</sup> Casa Finance City (CFC).

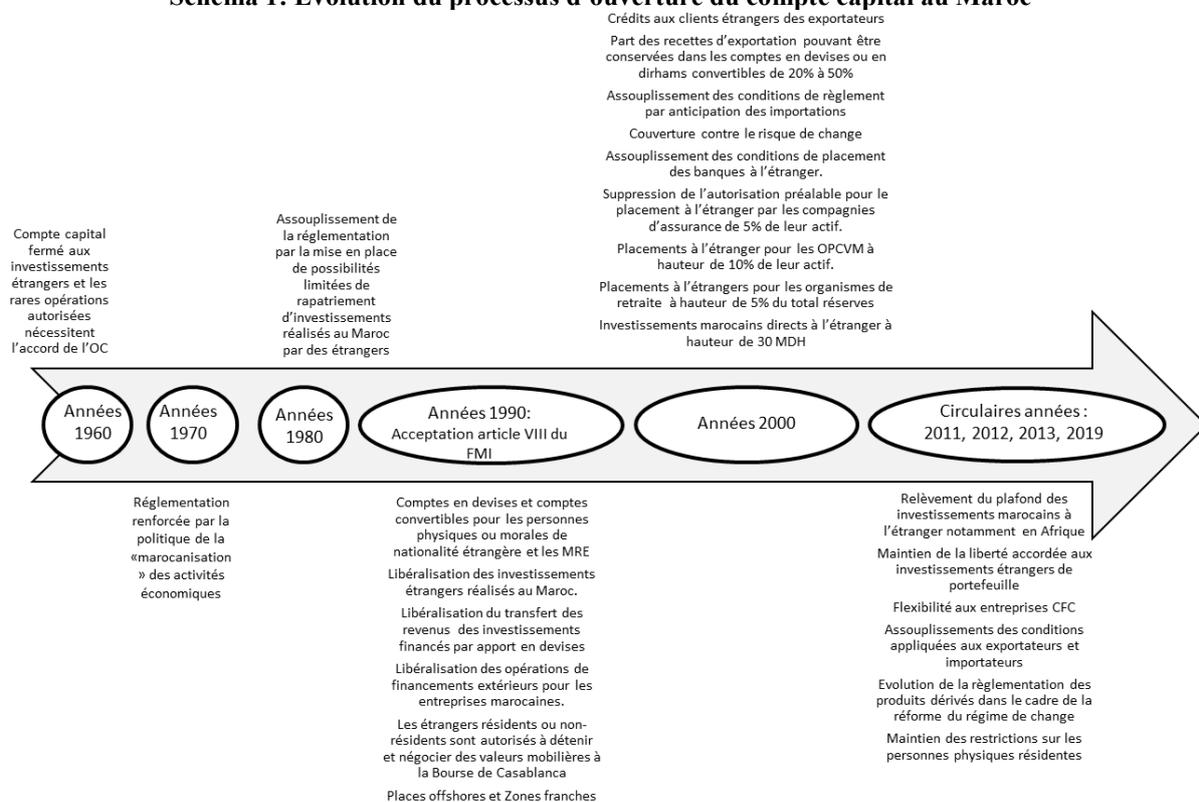
<sup>12</sup> Le Ministère de l'Économie et des Finances, après avis de Bank Al-Maghrib, a décidé d'adopter, à partir du lundi 15 janvier 2018, un nouveau régime de change où la parité du dirham est déterminée à l'intérieur d'une bande de fluctuation de  $\pm 2,5\%$ , contre  $\pm 0,3\%$  auparavant, par rapport à un cours central fixé par BAM sur la base d'un panier de devises composé de l'euro (60%) et du dollar américain (40%).

# 1- Processus d'ouverture du compte capital au Maroc

## 1-1 Analyse à partir de la réglementation

Entre le début du 20<sup>ème</sup> siècle et la fin des années 1980, le compte capital au Maroc a été caractérisé par une réglementation très stricte vis-à-vis des investissements étrangers et des personnes physiques et morales résidentes. Cette orientation a été confirmée par les dispositifs adoptés à partir de 1939 et qui interdisent ou soumettent les opérations de change et le commerce de l'or à l'octroi préalable d'autorisations de l'État. Les années 1970 vont même connaître un renforcement de ces dispositifs à travers la marocanisation des activités économiques (David et Aoust 2010). Certes, durant les années 1980, une politique d'assouplissement de la réglementation des changes va mettre en place des possibilités limitées de rapatriement d'investissements réalisés par des étrangers, mais ce n'est qu'à partir des années 1990 que le processus d'ouverture du compte capital va réellement démarrer avec la libéralisation totale des investissements étrangers pour les personnes physiques ou morales étrangères résidentes ou non résidentes et des financements extérieurs pour les personnes morales résidentes (voir schéma 1).

**Schéma 1: Evolution du processus d'ouverture du compte capital au Maroc**



Source : Auteur à partir de David et Aoust (2010) et des circulaires disponibles de l'Office des Changes.

L'ouverture sera appuyée en 1993 par l'acceptation des conditions de l'article VIII du statut du FMI qui lève les restrictions sur les revenus produits par les investissements financés par apport en devises au Maroc pour les investisseurs étrangers résidents ou non-résidents et les ressortissants marocains établis à l'étranger. D'autres mesures seront adoptées dans le but de favoriser le développement et l'approfondissement du marché financier, ainsi que la diversification de l'offre exportable marocaine comme en attestent la création des places financières offshores en 1992 et des zones franches d'exportation en 1995 qui bénéficient d'un régime de convertibilité spécial et très flexible.

La cadence de libéralisation s'est accentuée au cours des années 2000 pour offrir aux opérateurs économiques un cadre de plus en plus adapté à leurs besoins et en harmonie avec l'ouverture du Maroc sur ses partenaires économiques. En vue d'identifier les principales caractéristiques de la réglementation des mouvements de capitaux au Maroc, une analyse des dispositifs prévus dans le cadre de l'instruction générale des opérations de change publiée par l'office des changes (OC) en 2019 a été effectuée. Le diagnostic s'inspire de la classification adoptée par le FMI dans les AREAER<sup>13</sup>. Cette classification distingue entre les mesures qui régulent les investissements de long terme, les investissements de court terme, les crédits financiers, les crédits commerciaux et, enfin, les instruments de couverture contre les risques.

#### - **Investissements de long terme**

Comme souligné préalablement, les investissements directs étrangers sont totalement libéralisés. Ils bénéficient d'un régime de convertibilité qui garantit l'entière liberté pour la réalisation des investissements, le transfert des revenus des investissements et le transfert du produit de liquidation ou de cession des investissements. Pour les investissements réalisés en dirhams, le transfert du produit de liquidation ou de cession se fait par fractions de 25% sur 4 ans.

A l'opposé, les investissements marocains à l'étranger sont contrôlés car les personnes morales résidentes sont autorisées à effectuer ces opérations selon les conditions suivantes:

- Les personnes morales inscrites au registre de commerce et ayant au moins 3 années d'activité et présentant une comptabilité certifiée et sans réserve significative par un commissaire aux comptes externe indépendant.
- L'investissement à réaliser à l'étranger doit être en rapport avec l'activité de la personne morale.
- Le montant transférable, par personne morale résidente et par année civile, au titre des investissements à l'étranger, peut atteindre 100 millions de dirhams pour les investissements à réaliser en Afrique ou 50 millions de dirhams dans les autres continents.

Les revenus produits par les investissements doivent être rapatriés et cédés sur le marché des changes. Toutefois, les investisseurs sont autorisés à réinvestir à l'étranger le produit de cession ou de liquidation de leurs investissements dans les limites et selon les conditions mentionnées.

#### - **Investissements de court terme**

Les investissements de court terme au Maroc par les étrangers sont globalement libéralisés. Les opérations concernant les titres du marché des capitaux, les instruments du marché monétaire et les titres de placements collectifs bénéficient d'un régime de convertibilité qui garantit l'entière liberté pour l'achat, la vente et le transfert des bénéfices à l'exception de l'émission des titres sur le marché des capitaux qui nécessite une autorisation au préalable. Pour les investissements réalisés en dirhams, le transfert du produit de liquidation ou de cession se fait également par fractions de 25% sur 4 ans.

Pour ce qui est des investissements de court terme des marocains à l'étranger, ils sont fortement contrôlés mise à part une certaine flexibilité accordée aux institutions financières :

- Banques : placements autorisés à hauteur de 20% des fonds propres.

---

<sup>13</sup> Rapport annuel sur les régimes et les restrictions de change.

- Entreprises d'assurances et de réassurance : placements dans la limite de 5% du montant total de leur actif.
- Organismes de retraite : placements dans la limite de 5% du total de leurs réserves.
- OPCVM<sup>14</sup> et OPCC<sup>15</sup> : placements en devises dans la limite de 10% de la valeur de leur actif et 100% des montants collectés par les souscriptions en devises ou en dirhams convertibles.

A noter que les revenus et produits de cession, y compris les plus-values, réalisés au titre des opérations de placement à l'étranger peuvent être réinvestis. Néanmoins, tout excédent enregistré par rapport aux plafonds mentionnés doit être rapatrié et cédé sur le marché.

#### - **Crédits financiers et crédits commerciaux**

Les crédits financiers ne sont pas autorisés pour les personnes morales étrangères non résidentes et sont fortement contrôlés pour les personnes physiques étrangères non résidentes. En effet, sont permis uniquement les crédits pour l'acquisition ou la construction de biens immeubles au Maroc. Le bénéficiaire doit toutefois effectuer un apport en devises minimum de 30% et le remboursement doit être effectué par cession de devises.

Pour les personnes physiques marocaines résidentes, les crédits financiers à l'international ne sont pas autorisés, alors que pour les personnes morales marocaines résidentes ils sont contrôlés:

- Crédits extérieurs contractés, auprès d'institutions financières étrangères, par les banques marocaines en vue du financement des opérations d'importation et d'exportation de biens et de services et d'investissement marocain à l'étranger.
- Prêts financiers contractés directement par les personnes morales marocaines destinés à financer des opérations d'investissement au Maroc.
- Prêts destinés au refinancement d'engagements existants au titre des opérations de financements extérieurs.
- Crédits acheteurs ou fournisseurs contractés directement par les importateurs de biens pour le financement de leurs importations.
- Crédits contractés directement par les exportateurs de biens et de services en vue du financement ou du préfinancement de leurs opérations d'exportation.

S'agissant des crédits commerciaux accordés aux clients étrangers, ils peuvent atteindre 85% de la valeur des biens ou des services exportés et le cas échéant, couvrir 100% du coût de l'assurance-crédit à l'exportation souscrite auprès d'une entité habilitée établie au Maroc. Les revenus et produits financiers générés par les crédits fournisseurs et les crédits acheteurs doivent être rapatriés et cédés par les prêteurs sur le marché des changes. Enfin, il est à noter que les crédits commerciaux en faveur des personnes morales marocaines résidentes sont totalement libéralisés.

#### - **Instruments de couverture contre les risques**

Ces instruments ne sont autorisés que pour les personnes morales résidentes à condition qu'ils soient adossés à des transactions réelles ou financières et seules les banques peuvent les proposer. Par ailleurs, dans le cadre d'une même opération de couverture, une combinaison d'instruments peut être utilisée et la compensation des positions est désormais autorisée :

<sup>14</sup> Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières.

<sup>15</sup> Organismes de Placement Collectif en Capital.

- Couverture contre le risque de change devises contre dirhams et devises contre devises concernant le risque de change lié aux opérations courantes et/ou en capital.
- Couverture contre le risque de taux d'intérêt au titre d'opérations de financements extérieurs.
- Couverture contre le risque de fluctuation des produits de base (miniers, énergétiques, agricoles et autres métaux précieux). Elle peut porter sur le prix des produits exportés, importés ou importés et stockés.
- Couverture contre tout risque inhérent à tout actif ou toute dette. Cependant, les banques ne peuvent conclure ces opérations que pour leur propre compte ou pour le compte des établissements de crédit et les organismes assimilés, les entreprises d'assurances, les organismes de retraite, les FPCT<sup>16</sup>, les OPCVM et les OPCC.

En somme et à partir de cette revue succincte de la réglementation, il ressort globalement que le compte capital au Maroc affiche une ouverture significative pour les investissements étrangers en devises qui bénéficient d'une convertibilité totale de leurs transactions de court et de long terme. Seules les opérations d'emprunts au Maroc en faveur des étrangers non-résidents demeurent sujettes au contrôle sur les capitaux. L'ouverture du compte capital reste partielle pour les entreprises marocaines financières et non financières. Pour les personnes physiques marocaines résidentes, le compte capital reste quasiment fermé et les transactions en devises autorisées concernent essentiellement les dotations pour les études à l'étranger, le tourisme<sup>17</sup>, les soins médicaux et le commerce électronique<sup>18</sup>.

Néanmoins et au-delà des aspects liés à la réglementation, qu'en est-il réellement de l'impact de la flexibilisation de la réglementation, bien que asymétrique, sur l'ouverture financière de l'économie marocaine ? Comment peut-on positionner le Maroc comparativement à des pays au même stade de développement (Tunisie, Egypte et Jordanie) et plus avancés (Turquie, Hongrie, Pologne et Corée du Sud)? Pour répondre à ces questions, nous allons d'abord examiner l'évolution des indices d'ouverture avant de procéder à une analyse des entrées et sorties de capitaux à partir des années 1990.

## **1-2 Analyse à partir des indices d'ouverture**

Les indices synthétiques d'ouverture du compte capital reposent généralement sur des méthodologies rigoureuses, une base de données fiable et régulièrement mise à jour<sup>19</sup> et demeurent très utiles dans les travaux de modélisation et de comparaisons entre les pays. La littérature sur cette thématique propose une multitude d'indices dont notamment celui développé par Chinn et Ito (2008)<sup>20</sup>. Ainsi, il ressort de l'analyse de cet indice que l'ouverture du compte capital au Maroc demeure faible avec un profil comparable à la Tunisie et dans une certaine mesure à l'Egypte. La Jordanie, la Hongrie, la Corée du Sud, la Pologne et la Turquie affichent une ouverture plus avancée (voir graphique 1).

<sup>16</sup> Fonds de Placement Collectif en Titrisation.

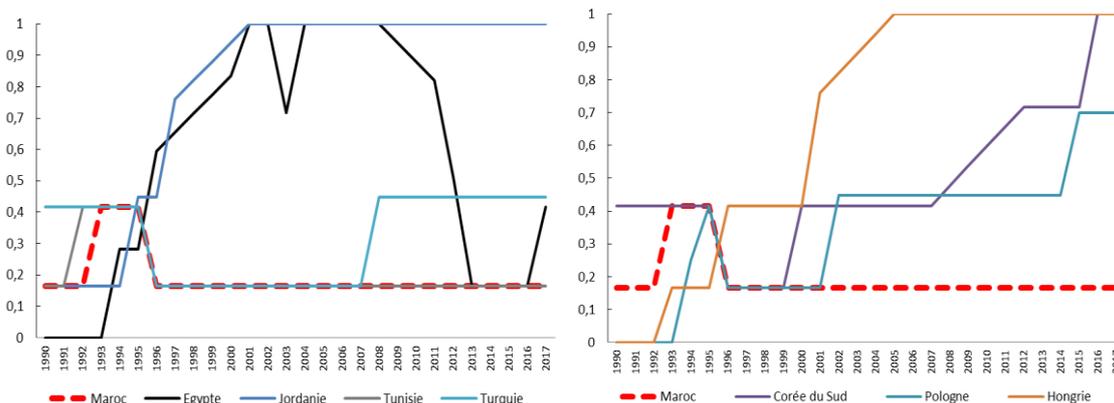
<sup>17</sup> Une certaine flexibilité a été introduite avec le rehaussement du plafond à 45000 dhs par an avec un supplément de 10% de l'Impôt sur le revenu le tout plafonné à 100.000 dirhams.

<sup>18</sup> Dans la limite d'un plafond de 10.000 dhs par an.

<sup>19</sup> AREAER publiés par le FMI.

<sup>20</sup> L'indice normalisé Chinn et Ito est compris entre 0 et 1. Plus un pays s'approche de 1, il est considéré comme ouvert et inversement quand il affiche un indice proche de 0 (compte capital fermé).

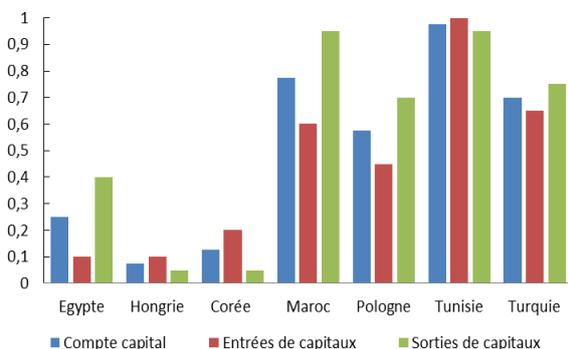
**Graphique 1: Comparaison de l'ouverture financière avec quelques pays émergents et de la région MENA**



Source : Base de données Chinn et Ito index, mise à jour de 2019.

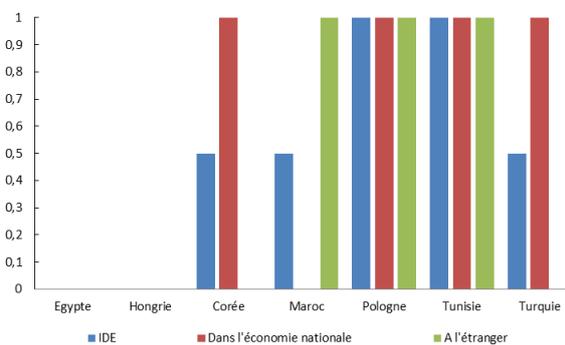
Cependant, l'indice proposé par Chinn et Ito (2008) mesure le degré d'ouverture financière globale des pays et ne traite pas de la nature des flux (entrant ou sortant) ni de leurs objets (investissement, placement, emprunt). C'est pour cette raison que cette analyse devrait être complétée par les indices développés par Schindler et al. 2009<sup>21</sup> qui fournissent une évaluation à partir d'une moyenne arithmétique de plusieurs sous-indices<sup>22</sup>. Les principales catégories analysées selon le critère de résidence concernent notamment les opérations d'investissements directs, les opérations sur le marché financier et les opérations sur le marché monétaire.

**Graphique 2: Ouverture du compte capital selon la nature des flux financiers (2017)**



Source : Base de données Schindler et al, mise à jour de 2019

**Graphique 3: Contrôle des capitaux sur les IDE (2017)**



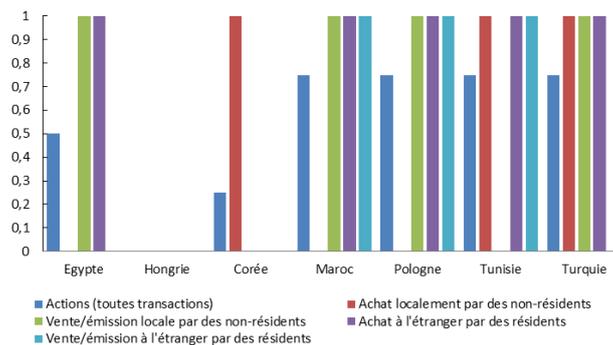
Cet indice confirme ainsi que le Maroc applique un régime relativement libéralisé pour les flux entrants et plutôt restrictif pour les flux sortants. Toutefois, à l'exception de la Hongrie, la Corée du Sud et l'Égypte, les écarts avec les autres pays de l'échantillon sont moins significatifs (voir graphique 2). Par catégories, et concernant plus particulièrement les investissements directs (voir graphique 3), à l'instar des conclusions relevées à partir du diagnostic de la réglementation de change, les flux entrants affichent un stade avancé en matière de libéralisation. Pour ce qui est des flux sortants, les indices attestent que les investissements à l'étranger des marocains résidents sont contrôlés. A noter qu'à l'exception de l'Égypte et de la Turquie, les autres pays de notre échantillon pratiquent un contrôle plus strict sur les flux des IDE au regard de la valeur des indices qui sont proches de 1.

<sup>21</sup> L'indice est compris entre 0 et 1. Quand il prend une valeur oscillant entre 0 et 0,1 le niveau d'ouverture est avancé, entre 0,11 et 0,69 des contrôles de capitaux sont appliqués et entre 0,7 et 1 le compte capital est considéré comme fermé.

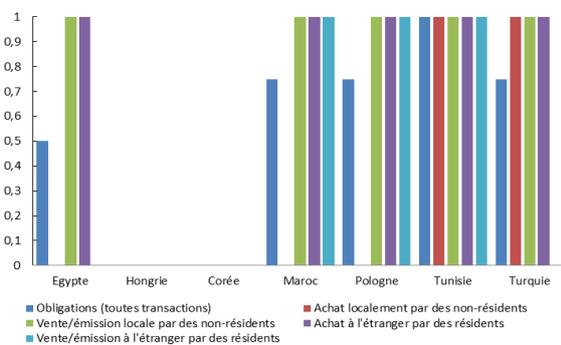
<sup>22</sup> Le même échantillon de pays sera analysé à l'exception de la Jordanie qui ne figure pas sur la base de données de l'indicateur de Schindler.

Enfin, pour ce qui est des investissements de court terme (voir graphiques 4, 5 et 6), il s'avère que contrairement aux autres pays du benchmark, le Maroc adopte une flexibilité relativement similaire à celle appliquée sur les investissements directs étrangers. En effet, à l'exception de la Hongrie et de l'Égypte qui ont opté pour une quasi-libéralisation des flux entrants, la Pologne, la Corée du Sud, la Turquie et, surtout, la Tunisie imposent des restrictions à l'achat ou à la vente par des non-résidents des actifs financiers. Ce constat est d'une grande importance dans la mesure où il confirme, d'un côté, les appréhensions qu'expriment les pays émergents et en développement vis-à-vis des entrées de capitaux de court terme, notamment en matière de stabilité du taux de change et du système financier et leurs interactions avec la sphère réelle. De l'autre côté, il interpelle sur la nécessité d'accorder une attention particulière à la réglementation des investissements de portefeuille au regard des risques y afférents.

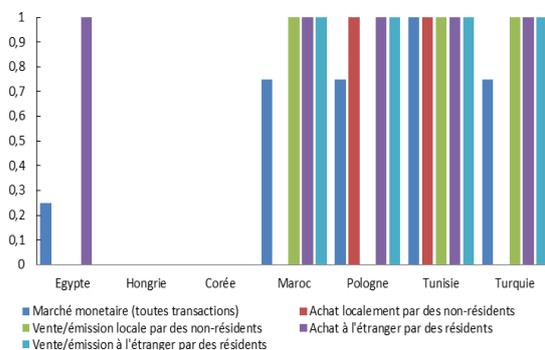
Graphique 4: Contrôle des capitaux sur les actions (2017)



Graphique 5: Contrôle des capitaux sur les obligations (2017)



Graphique 6: Contrôle des capitaux sur le marché monétaire (2017)



Source : Base de données Schindler et al, mise à jour de 2019

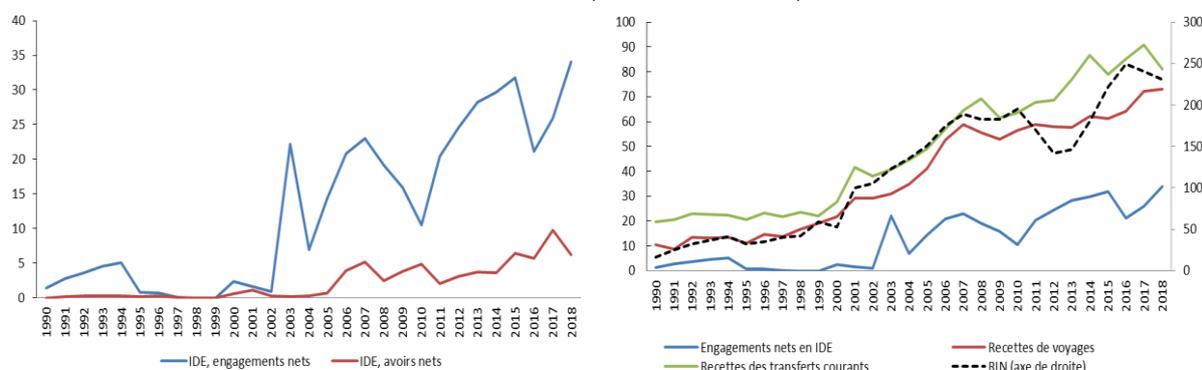
### 1-3 Analyse à partir des flux de capitaux au Maroc

L'analyse des flux nets des IDE (voir graphique 7) révèle que les mesures d'ouverture entreprises durant les années 1990 n'ont eu qu'un effet très limité sur les engagements nets. Ce n'est qu'à partir des années 2000 qu'une hausse significative des flux a été enregistrée sous l'effet de la cession de 35% du capital de Maroc Télécom. Cette évolution s'est prolongée durant les années qui ont suivi, bien que demeurant influencée par les opérations de privatisation (la Régie des tabacs à titre d'illustration) et elle s'est même consolidée à partir de l'année 2011, en lien avec le maintien de la croissance économique et l'amélioration du climat des affaires et en dépit d'un contexte international marqué par une forte récession chez les économies avancées dont particulièrement les pays de la zone euro. Les entrées nettes d'IDE sont ainsi passées d'une moyenne annuelle de 1,8 milliard de dirhams sur la période 1990-2002 à 22 milliards de dirhams entre 2003 et 2018. A noter que parallèlement à la bonne tenue des transferts courants et au maintien des recettes de voyage, la dynamique favorable

des IDE a permis d'amortir la baisse des réserves internationales nettes (RIN) observée particulièrement sur la période 2010-2013.

Pour ce qui est des avoirs en IDE, un changement de tendance a été également observé à partir de 2005 avec le relèvement progressif des plafonds d'investissement de 30 à 50 millions de dirhams et la possibilité d'atteindre 100 millions de dirhams en Afrique. En effet, le Maroc place l'intégration économique continentale au centre de sa politique économique, et en ligne avec cette stratégie, les deux tiers des investissements extérieurs marocains ont été orientés vers l'Afrique plaçant le Royaume au rang de 2<sup>ème</sup> investisseur africain dans le continent et premier en Afrique de l'Ouest. Les grandes entreprises marocaines présentes en Afrique opèrent dans des secteurs stratégiques comme la finance, la télécommunication, le BTP et l'agroalimentaire. Globalement, les possibilités octroyées aux investisseurs ont contribué à faire passer les avoirs en IDE d'une moyenne annuelle de 300 millions de dirhams sur la période 1990-2005 à 5 milliards de dirhams entre 2006 et 2018.

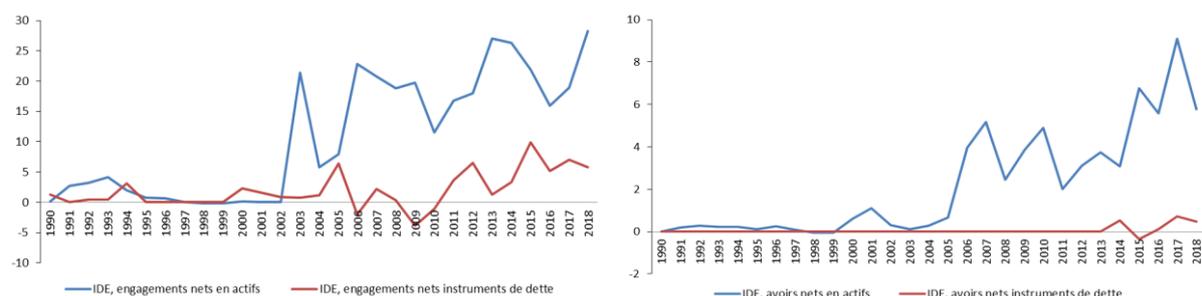
Graphique 7: IDE, RIN, recettes de voyages et recettes des transferts courants (en milliards de DHS)



Source : Base Internationale Monétaire et Financière, FMI

S'agissant de la composition des IDE (voir graphique 8), celle-ci reste marquée par la dominance des actifs particulièrement au niveau des avoirs, tandis que les engagements en instruments de dette ont connu une certaine dynamique en passant d'une moyenne de 790 millions de dirhams entre 1990 et 2004 à plus de 3 milliards de dirhams sur les années 2005-2018. Mais cette évolution, bien que significative, n'impacte que légèrement le poids des engagements en actions qui reste très important.

Graphique 8: Investissements directs (en milliards de DHS)



Source : Base Internationale Monétaire et Financière, FMI

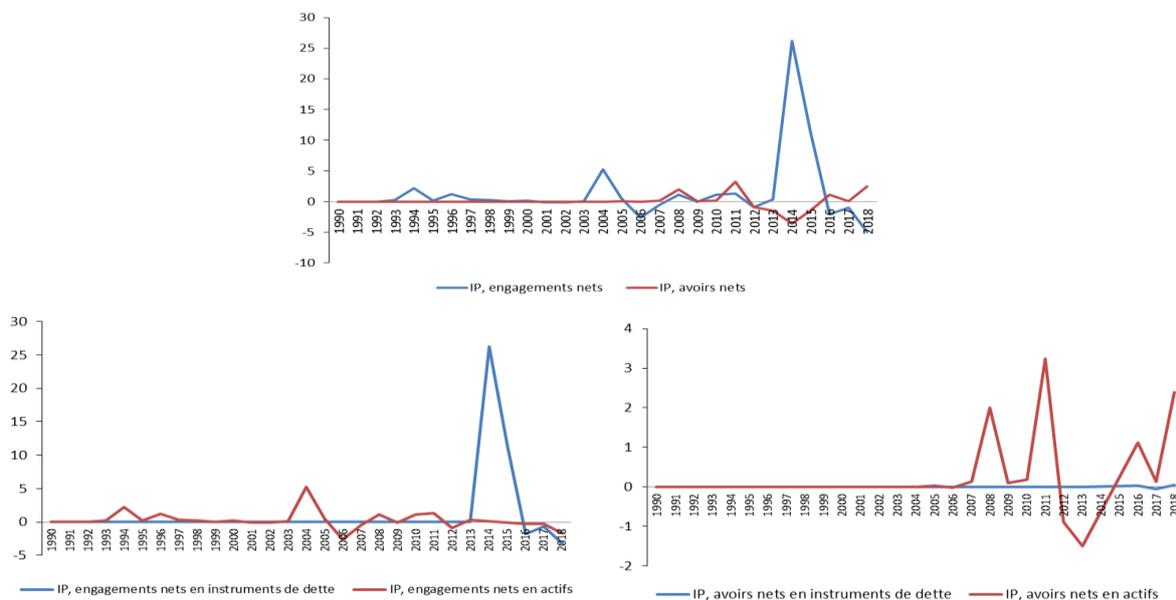
La flexibilité accordée aux investissements de portefeuille ne s'est pas reflétée sur les flux observés durant les dernières décennies. En effet, mis à part quelques années exceptionnelles comme 2004 où une fraction du capital de Maroc Télécom a été cédée en bourse et 2014-2015 qui ont connu d'importantes levées de l'OCP et du trésor à l'international<sup>23</sup>, les flux nets en

<sup>23</sup> Contrairement aux prêts obtenus directement auprès des bailleurs de fonds et qui sont enregistrés dans la catégorie prêts financiers publics, les emprunts obligataires émis à l'international par le trésor sont classés dans la catégorie engagements en investissements de portefeuille.

engagement sont restés modérés avec une moyenne annuelle de 2 milliards de dirhams entre 2004 et 2018, alors que les avoirs nets sont très faibles soit près de 160 millions de dirhams en moyenne sur la période 2007-2018 (voir graphique 9).

Par ailleurs, les participations stratégiques<sup>24</sup> dominent l'investissement des étrangers en actions cotées, puisqu'elles représentent plus de 90%<sup>25</sup> du total des montants investis durant les dernières années, ce qui renseigne sur le faible poids du flottant qui évolue généralement aux environs de 11%. De leur côté, les instruments de dette sont en majorité composés des obligations et titres de créances négociables (72% et 13% respectivement en 2017), alors que les bons de trésor représentent une faible proportion qui ne dépasse pas 15%. A noter que les instruments de dette sont détenus majoritairement par les étrangers non-résidents (90%). Enfin et s'agissant des OPCVM, les investissements sont globalement orientés vers les OPCVM obligations court terme (32% en 2017), suivis des OPCVM monétaire (20%) et obligations moyen et long terme (16%). Toutefois, il semblerait également pertinent de préciser que les étrangers non-résidents ne représentent qu'un tiers des acquéreurs des OPCVM comparativement aux étrangers résidents et aux MRE.

Graphique 9: Investissements de portefeuille (en milliards de DHS)



Source : Base Internationale Monétaire et Financière, FMI

Pour ce qui est de la composante relative aux créances et instruments de couverture (voir graphique 10), les crédits commerciaux ont enregistré une progression remarquable durant la période 1995-2014 vu que les avoirs se sont situés en moyenne à plus de 7 milliards de dirhams et les engagements à environ 11 milliards de dirhams. Cette hausse s'explique par l'approfondissement de l'ouverture commerciale du Maroc<sup>27</sup>, l'assouplissement progressif de la réglementation du compte capital et l'effet prix induit par le renchérissement des cours des matières premières. Un renversement de cette tendance est également observé à partir de 2015, tant au niveau des engagements que des avoirs, notamment en raison de l'atonie de l'activité économique dans la zone euro et son impact sur les exportations ainsi que la

<sup>24</sup> Pour mesurer la part du flottant détenu par les investisseurs étrangers et MRE, l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) considère comme « participation stratégique » une participation représentant plus de 4% du capital.

<sup>25</sup> Rapport « L'investissement étranger en instruments financiers », AMMC : 2013-2018.

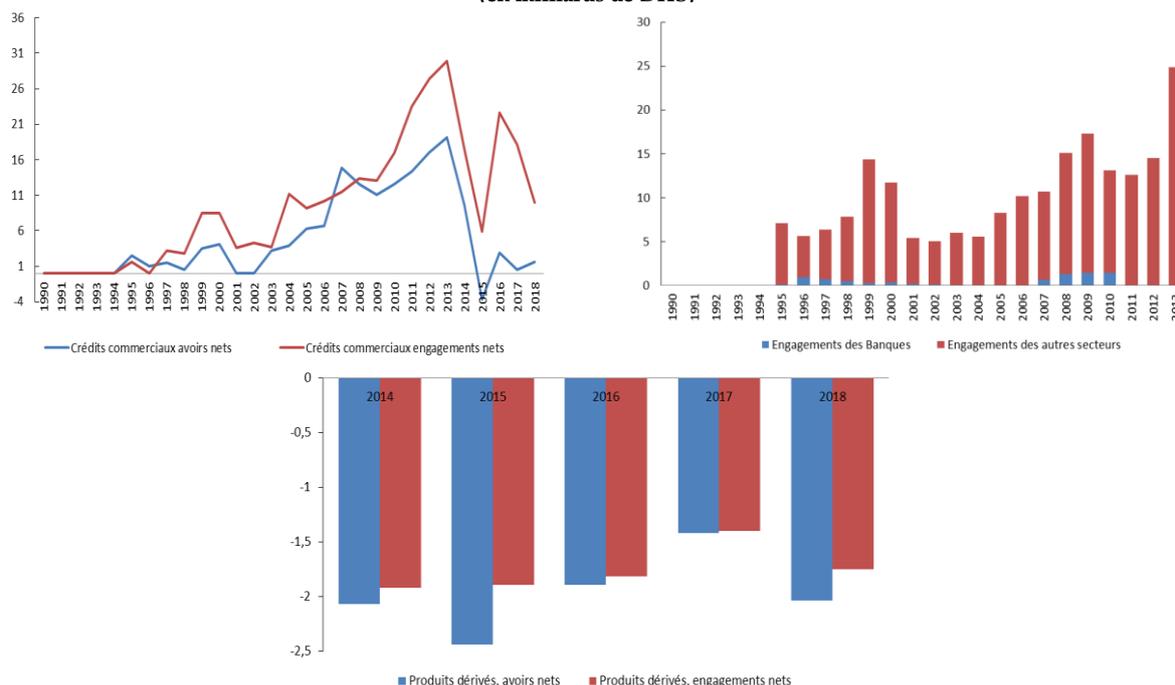
<sup>26</sup> Les données désagrégées (actions et obligations) relatives aux années 2014 et 2015 ne sont pas disponibles. Il s'agit sur les graphiques d'un simple raccordement linéaire.

<sup>27</sup> Le Maroc a ratifié des accords de libre-échange avec 55 pays et de tarifs préférentiels avec 23 pays.

modération des prix des produits énergétiques qui exerçait à son tour des effets contractionnistes sur les importations.

De leur côté, les prêts financiers privés<sup>28</sup> affichent également une certaine dynamique sur les dernières décennies soit une moyenne de 16 milliards de dirhams entre 2008 et 2013 et avec une nette domination des autres secteurs par rapport aux banques. Enfin, il est à noter que les produits dérivés étaient enregistrés dans les investissements de portefeuille selon les anciennes présentations de la balance des paiements. Une nouvelle rubrique leur a été consacrée et ce, conformément aux au 6<sup>ème</sup> manuel du FMI d'où la disponibilité des statistiques uniquement à partir de 2014. En moyenne, les flux nets en avoirs et engagements ont évolué avec un solde négatif d'environ 2 milliards de dirhams.

Graphique 10: Crédits commerciaux, prêts privés et produits dérivés (en milliards de DHS)



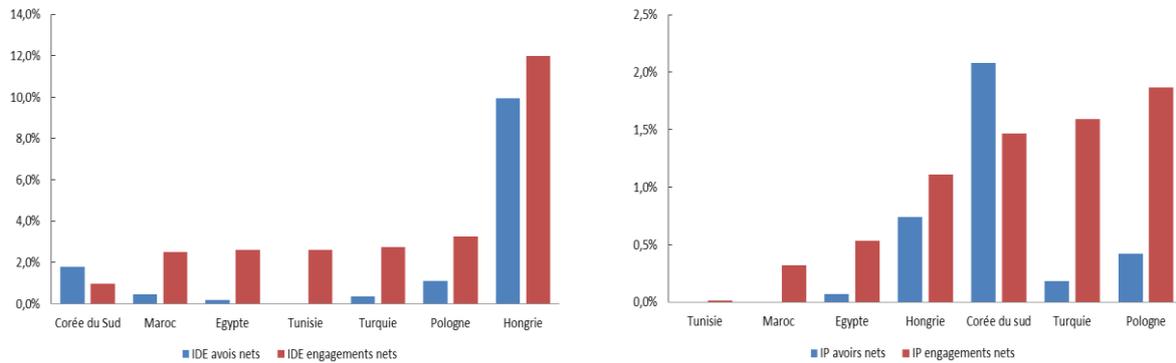
Source : Office des changes

En somme, parallèlement à l'assouplissement des contraintes sur les flux financiers internationaux, le Maroc a affiché une évolution favorable particulièrement au niveau de l'investissement étranger et des crédits commerciaux. Toutefois, comparativement à un panel de pays en développement et émergents (voir graphique 11), cette performance serait nuancée pour plusieurs raisons. D'une part, le processus d'ouverture du compte capital demeure toujours en progression ce qui explique dans une certaine mesure pourquoi les niveaux élevés d'entrées et de sorties de capitaux observés chez les pays qui ont atteint un stade relativement plus avancé et ce en ligne avec la littérature empirique sur cette question (notamment Prasad et al. 2007). En effet, plus les pays procèdent à une libéralisation totale des entrées et sorties de capitaux, plus ils sont susceptibles d'assister à une augmentation significative de leurs flux financiers internationaux. D'autre part, l'attractivité des investisseurs étrangers ne se limite pas uniquement à l'absence de contrôles sur les capitaux, mais serait tributaire des caractéristiques structurelles de l'économie (croissance, stabilité, gouvernance...). D'où l'intérêt de la section qui va suivre et qui a pour objectif d'analyser l'influence des différents déterminants des entrées de capitaux dans un large panel de pays et d'en identifier les plus

<sup>28</sup> La présentation de la balance des paiements selon le 6<sup>ème</sup> manuel du FMI à partir de 2014 ne permet pas d'avoir la distinction entre les prêts privé et public.

importants et expliquer pourquoi certaines économies parviennent à attirer plus de flux que d'autres.

Graphique 11: Investissements directs et investissements de portefeuille dans un panel de pays (en % du PIB, moyenne 2000-2018)



Source : Base Internationale Monétaire et Financière du FMI.

## 2- Analyse des déterminants des entrées de capitaux

Les travaux sur les déterminants des flux de capitaux différencient généralement entre les facteurs d'attractivité interne « pull factors » et les conditions externes « push factors » (Fernandez-Arias 1996, Ahmed et Zlate 2014 et Hanan 2017). Cette distinction se base sur les approches d'optimisation des portefeuilles financiers dans lesquelles les rendements attendus et les différences en matière de risque entre les pays sont très influents.

Les facteurs d'attractivités internes dépendent de l'état des fondamentaux macroéconomiques, des réformes entreprises par les pouvoirs publics et des imperfections du marché. Ils peuvent également être décomposés en facteurs conjoncturels spécifiques à chaque pays tels que l'évolution de la croissance économique et des taux d'intérêt, ainsi qu'en facteurs structurels dont notamment le revenu par habitant, la viabilité des équilibres externes et le développement du marché financier. Les conditions externes (ou offre de capitaux) portent de leur côté sur la disponibilité de liquidités à l'échelle internationale incitant les investisseurs à accroître leur exposition aux marchés des pays émergents et en développement. Ils s'appuient généralement sur des indicateurs comme l'aversion mondiale aux risques, les cours des matières premières et les taux d'intérêt des pays avancés (Hanan 2018). D'après les résultats d'estimations de modèles sur le longues périodes et englobant de larges panels de pays émergents et en développement (Gosh et Ostry 1993, Lopez Mejia 1999, Sedik et Sun 2012, Santana et Garcia 2014, Hanan 2018), la croissance du PIB, les gains de productivité, la viabilité des équilibres macroéconomiques et les réformes structurelles ont permis à certaines économies d'attirer plus de capitaux comparativement aux autres. Tandis que les conditions liées à l'environnement international n'influent que sur l'intensité des entrées de capitaux sur de courtes périodes et, surtout, le profil de risque des investissements réalisés par ces capitaux.

Ainsi et en s'inspirant des travaux de Sedik et Sun (2012), Santana et Garcia (2014), Jabbar et Awan (2014), Tchorek et al. (2017) et Hanan (2018), un modèle en données de panel a été estimé sur un échantillon de 47 pays émergents et en développement et couvrant la période 2000-2018<sup>29</sup>. L'objectif étant de savoir dans quelle mesure les entrées de capitaux représentées à travers le total des entrées, les investissements directs étrangers et les investissements de portefeuille sont influencées par l'ouverture du compte capital<sup>30</sup>

<sup>29</sup> Cf. annexes 4 et 5 pour plus de détails sur l'échantillon et les variables.

<sup>30</sup> Approximée par l'indice de Schindler et al. 2009. A noter que pour 2018 nous assumons le même indice observé en 2017.

comparativement aux autres facteurs structurels d'attractivité de l'économie à l'instar du PIB par habitant, viabilité du compte courant, la volatilité maîtrisée du taux de change, une inflation modérée et les taux d'intérêts sur les dépôts bancaires<sup>31</sup> :

$$\begin{aligned} \text{Entrées de capitaux/PIB}_{it} = & \beta_0 + \beta_1(\text{PIB/hab})_{it} + \beta_2(\text{compte courant/PIB})_{it} \\ & + \beta_3(\text{ouverture financière})_{it} + \beta_4(\text{taux de change})_{it} + \beta_5(\text{inflation})_{it} \\ & + \beta_6(\text{rémunération des dépôts bancaires})_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

A noter que d'autres variables ont également été testées comme les réserves en mois d'importations, le risque pays (ICRG) et le crédit rapporté au PIB mais les résultats ne se sont pas révélés significatifs. Tandis que certains déterminants qui renseignent sur les incitations notamment fiscales pourraient être analysées mais la non disponibilité des données pour l'ensemble des pays de l'échantillon et sur toute la période ne nous a pas permis de mener cet exercice.

A l'instar de Santana et Garcia (2014), les trois modèles ont été estimés à l'aide d'une spécification sans effets (pooled), avec effets fixes et effets aléatoires (voir tableau 1). Cette démarche a pour but d'évaluer l'impact des problèmes liés au biais d'omission et la simultanéité. Pour ce qui est des signes attendus des variables explicatives, l'accroissement du PIB par habitant devrait agir favorablement sur les entrées de capitaux. A l'opposé, le creusement du déficit du compte courant, les restrictions sur le compte capital, la hausse de l'inflation et la variation excessive du taux de change impacteraient négativement l'attractivité de l'économie.

Les trois modèles estimés font ressortir des résultats en ligne avec la littérature dédiée aux déterminants des entrées de capitaux. Les spécifications sans effets (pooled) et avec effets sont relativement comparables, tandis que le test d'Hausman penche plutôt en faveur des effets fixes. Globalement, les résultats indiquent que les déterminants les plus influents en termes de poids et de significativité sont le PIB par habitant, le solde du compte courant, la stabilité des prix et la variation maîtrisée du taux de change. L'ouverture du compte capital peut être davantage considérée comme une condition nécessaire pour permettre aux capitaux étrangers d'intégrer l'économie locale mais non suffisante pour attirer d'importants flux.

Tableau 1: Résultats des estimations des déterminants des entrées de capitaux dans les pays émergents et en développement<sup>#</sup>

	Total entrées de capitaux/PIB			Investissements Directs Etrangers/PIB			Investissements de Portefeuille/PIB		
	Sans effets	Effets fixes	Effets aléatoires	Sans effets	Effets fixes	Effets aléatoires	Sans effets	Effets fixes	Effets aléatoires
PIB par habitant	0,04*	0,05*	0,05*	0,01*	0,02*	0,01***	0,02*	0,01*	0,02*
Solde du compte courant/PIB	-0,01*	-0,01*	-0,01*	-0,01*	-0,01*	-0,01*	-0,001	-0,001*	-0,001*
Ouverture du compte capital	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01**	-0,01**	-0,01**	-0,01*	-0,005*	-0,006*
Taux de change	0,01*	-0,01	-0,01**	0,01*	-0,01*	-0,01*	0,001**	-0,001*	-0,001**
Inflation	0,05*	0,05*	0,05*	0,03*	0,03*	0,03*	0,003	0,003	0,003
Taux d'intérêts sur les dépôts bancaires	-0,05	-0,05	-0,05	0,06	-0,01	-0,05	-0,002	-0,02	-0,01
Constante	-0,15*	-0,16*	-0,15*	0,05*	0,02*	0,05*	-0,07*	-0,06*	-0,07*
R2 ajusté	0,23*	0,26*	0,22*	0,10	0,13*	0,10*	0,05*	0,10*	0,06*
Test Hausman			41,75*						18,29*
Nombre d'obs	646	646	646	646	646	646	646	646	646

<sup>#</sup> Les résultats ont été arrondis pour faciliter la lecture du tableau.

\*1%, \*\*5%, \*\*\*10% .

<sup>31</sup> Les termes  $\mu_{it}$  et  $\varepsilon_{it}$  représentent respectivement l'hétérogénéité et l'erreur.

A partir de ces conclusions, il semblerait important de noter que si l'économie marocaine ambitionne d'attirer davantage de capitaux étrangers, d'importantes avancées doivent être réalisées en matière de soutenabilité des équilibres internes et externes, mais aussi au niveau des réformes structurelles à même de permettre des gains de productivité et de favoriser l'éclosion d'un environnement des affaires plus propice. Le processus d'ouverture du compte capital doit également faire partie de ces réformes en vue d'accompagner les orientations stratégiques d'intégration économique et financière avec les principaux partenaires, mais tout en veillant à protéger l'économie nationale contre les risques pouvant provenir de la surexposition des banques, des entreprises et éventuellement des ménages.

La section qui va suivre a ainsi pour objectif de présenter quelques expériences internationales en matière d'ouverture du compte capital afin d'analyser les facteurs de succès et, surtout, d'identifier les risques inhérents aux différents choix<sup>32</sup> dans le but d'alimenter les recommandations susceptibles de contribuer aux réflexions sur l'évolution de la réglementation au Maroc. Les pays qui ont été choisis (Corée du Sud, Pologne et Hongrie) ont pu atteindre un stade relativement avancé dans ce processus grâce à une approche graduelle sur plusieurs années. Les expériences du Kenya et du Pérou seront également présentées dans le but d'illustrer les risques encourus par une libéralisation rapide.

### **3- Expériences de quelques pays dans la libéralisation du compte capital**

#### **3-1 Remise en cause du paradigme conventionnel**

Les incertitudes entourant la relation entre l'ouverture financière, le développement des marchés financiers et la croissance économique, conjuguées aux répercussions des crises financières endurées durant les dernières décennies ont eu, d'une part, un impact significatif sur la pertinence de l'accélération des processus d'ouverture financière et, d'autre part, ont remis à l'ordre du jour les discussions sur l'instauration des contrôles de capitaux. La redéfinition de la position du FMI à ce propos illustre parfaitement ce nouveau paradigme. En effet, au cours des années 1990, l'institution s'est lancée dans une politique incitant ses membres à libéraliser leur compte capital. Cependant, en novembre 2012, il a publié un nouveau «cadre institutionnel» sur la gestion des flux financiers transfrontaliers<sup>33</sup> qui fait d'ailleurs partie d'un ensemble plus large de changements en matière de politiques macroéconomiques que le FMI a mis en avant suite à la crise financière de 2007.

Dans ce nouveau cadre institutionnel, le Fonds reconnaît que les retombées positives de la libéralisation des mouvements de capitaux reposent sur des bases théoriques et empiriques moins solides comparativement à la libéralisation des échanges commerciaux (Gallagher 2012). Aussi, la volatilité des flux de capitaux peut significativement perturber la stabilité financière des économies et ses effets peuvent s'amplifier en raison du phénomène de contagion. Par ailleurs, il a été indiqué que les pays pourraient recourir aux mesures de gestion des flux de capitaux sur des transactions préalablement déréglementées à condition qu'elles soient associées à d'autres politiques macroéconomiques telles que la discipline budgétaire, l'accumulation des réserves de change et le renforcement de la réglementation macroprudentielle. En définitive, le FMI demeure résolument favorable à l'ouverture du compte capital, mais il est désormais convaincu que ça doit être considéré pour les économies émergentes et en développement comme un objectif de long terme. L'ouverture doit être séquencée, progressive et non identique pour tous les pays et à tout moment.

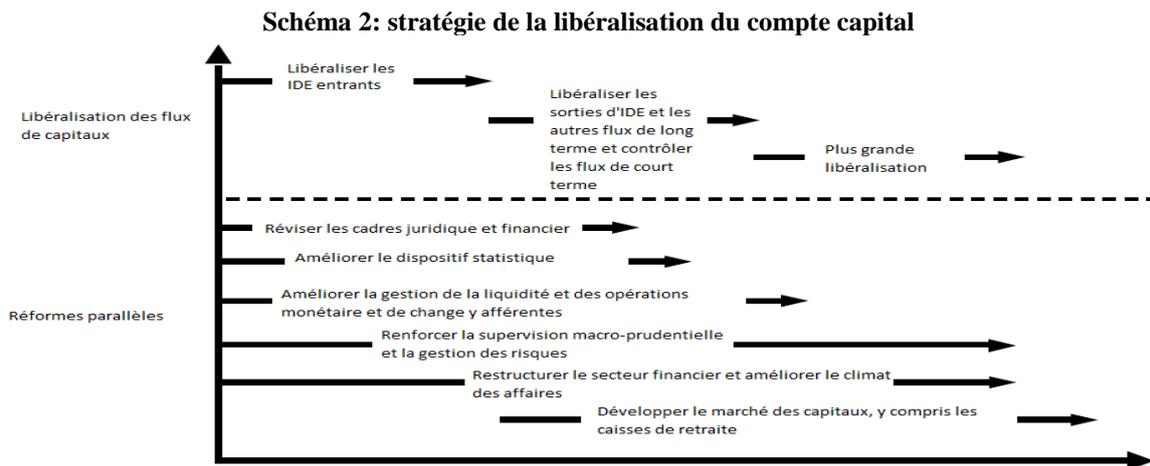
---

<sup>32</sup> Cf. annexe 6 pour plus de détails sur le processus d'ouverture du compte capital concernant les IDE, IP et les positions des Banques, Assurances, Caisses de retraite et OPCVM. D'autres pays ont été rajoutés (Turquie et Inde) pour enrichir les analyses.

<sup>33</sup> The liberalization and management of capital flows: an institutional view, IMF, 2012.

D'un point de vue opérationnel, le schéma des réformes proposé par le FMI est structuré autour de deux principaux axes (voir Schéma 2). Le premier concerne directement le processus de libéralisation du compte capital en commençant par la libéralisation des flux d'IDE entrants, par la suite, il est question d'autoriser les résidents à investir à l'étranger que ce soit sous forme d'investissements directs ou de placements revêtant un caractère de long terme (prêts de longues maturités, titres de participations, etc.). Enfin, le pays en question peut approfondir davantage son intégration financière internationale en réduisant les barrières aux mouvements de capitaux en provenance ou à destination de son économie mais tout en prêtant une attention particulière aux capitaux de court terme et aux mesures indirectes de régulation susceptibles de modérer leurs risques.

Pour ce qui est du second axe de réformes, il traite des mesures d'ordre réglementaire, de l'environnement des affaires et des capacités d'analyse et de supervision des institutions financières. L'objectif étant d'œuvrer pour l'implémentation d'un climat propice à l'investissement productif à travers une plus grande attractivité économique et une meilleure allocation de l'épargne nationale et internationale vers les secteurs à fort potentiel de croissance. Parallèlement, l'amélioration des capacités analytiques et d'anticipation des institutions de régulation permettrait de réduire les risques de volatilité et d'attaques spéculatives, sources majeures de vulnérabilités dans les épisodes de crises traversées par les pays émergents et en développement.



Source: Liberalization and Management of Capital Flows: An Institutional View, FMI.

Somme toute et au regard des expériences internationales, la nouvelle approche de libéralisation du compte capital proposée par le FMI peut sembler comme une politique pragmatique visant à s'adapter aux pratiques des pays plutôt qu'une révolution en la matière. Plusieurs cas peuvent témoigner de ce constat dont principalement la Corée du Sud, la Pologne et la Hongrie.

### 3-2 Expérience de la Corée du Sud

La libéralisation graduelle du compte capital a démarré en Corée du Sud à partir des années 1990 avec l'assouplissement des restrictions sur les investissements directs des non-résidents. Par la suite, ce processus s'est accéléré au cours des années 2000 avec comme ligne directrice le développement du marché financier et le soutien de la croissance économique et ce tout en accompagnant cette stratégie par des réformes d'ordres macroéconomique et financier. En effet, la politique budgétaire était généralement prudente, la politique monétaire s'est

recentrée sur l'objectif de la stabilité des prix et un régime de change plus flexible a été adopté en 1998<sup>34</sup>.

Au plan du séquençage de la libéralisation et en vue de maintenir une certaine équité en matière de traitement des investisseurs, les plafonds sur les investissements à l'étranger des résidents ont été graduellement relevés passant de 3 millions USD en 1999, à 9 millions USD en 2005 puis à 10 millions USD en 2006. A partir de 2007, ce plafond a été fixé à hauteur de 30% du chiffre d'affaire de l'entreprise qui désire investir à l'étranger et ce pour donner plus de possibilités aux opérateurs économiques tout en préservant les équilibres relatifs à la taille de l'entreprise, le seuil d'exposition et la primauté de l'activité locale.

Pour parachever la mise en œuvre du « plan de libéralisation des opérations de change » adopté en 1998 et qui visait à aligner la Corée du Sud sur les niveaux atteints par les pays à revenu moyen tranche supérieure (catégorisation OCDE), les autorités ont progressivement éliminé les plafonds restants sur les transactions relatives aux comptes courants des personnes physiques résidentes, assoupli l'obligation de rapatriement des créances contractées à l'étranger, éliminé les restrictions sur les dépôts en devises des non-résidents et alléger le processus des investissements en actifs financiers par les étrangers non-résidents.

Au fur et à mesure que la libéralisation du compte capital progresse, les autorités Coréennes ont exprimé la volonté de faire de Séoul un Hub financier majeur dans la région de l'Asie du Nord-Est et, surtout, de rendre le Won une monnaie internationale. Ainsi, en 2002, un « plan de développement du marché des changes » a été annoncé et reconduit par la suite en 2006 par le « plan de libéralisation du marché des changes ». Les objectifs de ces plans consistaient en l'assouplissement des paiements à l'étranger des particuliers résidents, l'autorisation des sociétés d'assurance à participer au marché des changes et la libéralisation de l'exportation des billets de banque.

La stratégie prudente et progressive mise en œuvre par la Corée du Sud a contribué au développement du marché financier en le rendant plus profond et plus liquide, a permis de satisfaire les besoins des entreprises en financement et en instruments de couverture et à accroître les investissements des résidents à l'étranger pour profiter des opportunités qu'offre la croissance de l'économie mondiale. Cependant, cette ouverture s'est naturellement accompagnée par l'intensification des vulnérabilités d'origine externe. En effet, les anticipations d'appréciation imminente et structurelle du Won ont engendré une forte demande de couverture par les exportateurs. Parallèlement, la faible demande d'instruments de couverture de la part des importateurs a entraîné une hausse significative de la dette à court terme en devises puisque les banques cherchaient à équilibrer leurs positions. Ces vulnérabilités ont conduit la Corée du Sud à faire face à des tensions tant sur le marché de change, particulièrement lors du resserrement de la liquidité à l'échelle mondiale après la faillite de Lehman Brothers et ce malgré un niveau de réserves jugé confortable.

Pour faire face à cette situation, les autorités ont pris un certain nombre de mesures dont principalement l'instauration d'un ratio de couverture en Won de 100% sur les engagements, le durcissement des exigences en matière de liquidité en devises afin d'atténuer les asymétries d'échéances, l'introduction d'une taxe sur l'endettement en devise des banques et, enfin, le rétablissement des prélèvements à la source sur les revenus des étrangers non-résidents issus des intérêts au titre des bons du trésor. En somme, les mesures ont globalement contribué à

---

<sup>34</sup> Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows, Background Paper, IMF 2012 et AREAER 1999.

atténué les vulnérabilités externes grâce à une plus grande maîtrise de l'endettement à court terme en devises.

### **3-3 Expérience de la Pologne**

En ligne avec l'orientation vers l'ouverture de l'économie polonaise et le renforcement de son intégration à l'échelle internationale et particulièrement européenne, un calendrier de libéralisation du compte capital a été adopté au début des années 1990. Néanmoins, le niveau élevé de la dette extérieure, l'accélération de l'inflation et le recours à plusieurs reprises à la dévaluation du Zloty ont poussé les autorités à procéder d'une manière prudente, privilégiant les flux de long terme à ceux de court terme et la libéralisation des entrées de capitaux avant les sorties. Aussi, la libéralisation a été largement coordonnée avec les autres politiques macroéconomiques dont principalement la politique monétaire et la politique de change (Arvai 2005 et AREAER).

Dans cette perspective, les IDE et quelques rares transactions de court terme ont été les premiers éléments à faire l'objet de la libéralisation entre 1990 et 1994. Sur le marché des bons du trésor, les investisseurs étrangers ont été autorisés à acquérir uniquement des titres d'une maturité supérieure à 1 an, avant d'ouvrir totalement ce marché à partir de 1993. Bien que l'assouplissement des restrictions sur le marché des bons du trésor puisse ouvrir la voie aux entrées de capitaux sensibles aux variations des taux d'intérêt, le nombre de transactions enregistrées est resté faible en raison de la prime de risque et de l'offre limitée des titres. Pour ce qui est du marché des capitaux, l'investissement dans la Bourse de Varsovie a été totalement libéralisé en 1994.

La cadence de libéralisation des mouvements de capitaux s'est accélérée durant les négociations d'adhésion à l'OCDE qui ont débuté en 1994. Ainsi, l'adoption en 1995 d'une nouvelle loi régissant le marché des changes et l'acceptation des obligations de l'article VIII du FMI ont ouvert la voie à l'assouplissement des restrictions sur de nombreuses transactions dont notamment les crédits commerciaux, les investissements à l'étranger des résidents et les investissements de portefeuille avec maturités relativement longues. Après l'adhésion de la Pologne à l'OCDE en 1996 et dans le sillage du creusement du déficit du compte courant, une libéralisation quasi-totale des transactions de court terme a été opérée entre 1999 et 2002 pour bénéficier des écarts de taux d'intérêt avec le reste du monde et attirer ainsi davantage de capitaux.

Avec l'adhésion de la Pologne à l'UE en 2004, peu de changements ont été opérés dans la réglementation du compte capital pour s'aligner sur les critères de convergence exigés dans la mesure où le pays avait déjà atteint un stade avancé. Toutefois, suite à l'avènement de la crise financière de 2007, plusieurs mesures ont été mises en œuvre et qui demeurent riches en enseignements. En effet, l'ouverture est restée approfondie pour les pays de la zone euro, mais pour les autres pays, des restrictions ont été réintroduites particulièrement aux niveaux des investissements de portefeuille. Aussi, la manière de contrôler les sorties de capitaux a commencé à revêtir une orientation axée sur la stabilité financière. L'instance chargée de cette mission détermine le niveau d'exposition des banques, le poids des investissements risqués et les provisions nécessaires à la couverture des éventuels risques identifiés. De même, pour les compagnies d'assurance, une distinction est établie pour différencier les investissements en titres, jugés moins risqués, et les investissements de portefeuille qui peuvent s'avérer volatiles. Enfin, pour les caisses de retraite un plafond d'investissement à l'étranger de 30% du total actif a été maintenu.

### **3-4 Expérience de la Hongrie**

Au regard des fragilités caractérisant l'économie Hongroise au début des années 1990 (accélération de l'inflation, dette extérieure élevée et niveau faible des réserves de change), les autorités publiques ont amorcé le processus de libéralisation du compte capital d'une manière très prudente (Nord 2003, Arvai 2005 et AREAER). En effet, et jusqu'à l'année 1995, certes d'importants progrès ont été réalisés dans la libéralisation des transactions courantes pour faciliter l'intégration économique avec l'Union européenne, mais au niveau du compte capital, seules les restrictions sur les flux entrants des IDE ont été relâchées. Cette situation a persisté malgré la demande d'adhésion adressée à l'OCDE en 1993.

Ce n'est qu'à partir de 1996 avec l'adoption d'une nouvelle loi régissant le marché des changes (Foreign Exchange act) que d'importantes mesures ont été introduites. Ainsi, les flux de long terme ont pratiquement été libéralisés en permettant aux étrangers non-résidents de rapatrier sans conditions les revenus et produits de cession de leurs investissements, tandis que les résidents ont été autorisés à effectuer des investissements directs à l'étranger.

Les engagements de la Hongrie suite à l'adhésion effective à l'OCDE, l'amélioration significative des fondamentaux macroéconomiques et les perspectives économiques favorables au plan international ont incité les autorités à accélérer la cadence de la libéralisation. Ainsi, vers la fin des années 1990, l'acquisition, la vente et l'émission de titres par les non-résidents et ayant une échéance initiale supérieure à 1 an ont été libéralisés. D'autres mesures seront adoptées par la suite concernant essentiellement les résidents qui ont été autorisés à contracter des prêts en devises ou en monnaie locale auprès des non-résidents, acquérir et vendre des actions et des obligations dans les pays non membres de l'OCDE et, surtout, acquérir et vendre des instruments de dette de courtes maturités dans les pays de l'OCDE. A noter que la libéralisation quasi-totale a été parachevée durant les années 2000 et a été accompagnée par l'élargissement progressif de la bande de fluctuation du taux de change qui est passée de  $\pm 2,5\%$  à  $\pm 15\%$  durant la même période.

Globalement, la prudence caractérisant le processus d'ouverture financière a permis à l'économie hongroise de préparer sa transition. Néanmoins, dès lors que ce processus est arrivé à un stade avancé, des vulnérabilités ont commencé à émerger. En effet, le marché Offshore de Londres a permis aux non-résidents de prendre des positions sur la monnaie locale ce qui a parfois contribué à alimenter les pressions spéculatives, tandis que l'importance de la présence des investisseurs étrangers dans le secteur financier a augmenté son exposition. Aussi, l'endettement en devises des résidents a considérablement augmenté ce qui a fragilisé leur pouvoir d'achat suite aux fluctuations du taux de change. Face à ces risques, les autorités publiques ont déployé plusieurs mesures dont principalement la diminution progressive des taux d'intérêt permise par la désinflation, la stérilisation des interventions de la Banque centrale afin d'alléger les pressions sur le taux de change, le remboursement anticipé de la dette publique extérieure au moyen des recettes de privatisation et le recours à des contrôles indirects (réserve obligatoire non rémunérée) en vue de limiter les créances de courtes maturités.

Ces différentes expériences ont ainsi montré que les stratégies de libéralisation progressive du compte capital sont privilégiées par les pays car elles permettent de mieux maîtriser les vulnérabilités qui peuvent émerger suite à la surexposition du système financier, des entreprises et des ménages. Cependant, il est à noter que les périodes de transition graduelle peuvent également engendrer des coûts pour les économies. En effet, le choix d'une stratégie de libéralisation progressive ne garantit pas une immunité totale contre les vulnérabilités

extérieures, particulièrement si elle n'est pas accompagnée par les réformes structurelles requises et des politiques macroéconomiques rigoureuses. Aussi, les entrées de capitaux sont limitées et il est indispensable de mettre en œuvre des mesures d'assouplissement à chaque étape du processus de transition. Enfin et en dépit de l'exemption explicite des IDE des restrictions sur le compte capital, les entrées des IDE sont négativement et indirectement influencées par les restrictions sur les investissements de portefeuille (Yoshino et al. 2015). C'est ainsi que certains pays peuvent opter pour une transition rapide en vue de bénéficier d'entrées continues de capitaux et sans coûts d'ajustement.

### **3-5 Quid des stratégies de libéralisation rapide: expériences du Kenya et du Pérou**

Le Kenya a lancé à partir des années 1990 un programme de libéralisation financière de grande envergure incluant notamment la suppression des restrictions sur les transactions en devises (Yoshino et al. 2015). Une étape importante vers la libéralisation des transactions du compte courant et du compte capital a été faite en 1991 avec l'introduction des certificats de change (Foreign exchange bearer certificates of deposits), qui étaient à la disposition des résidents et des non-résidents, négociés sur le marché secondaire et sans avoir besoin de licence ou d'inscription au registre de commerce. Dans le même sillage, certaines entreprises ont été autorisées à détenir des comptes libellés en devises à l'étranger ou auprès des banques locales. En conséquence, les banques ont été autorisées à faire des transactions en devises et à acheter et céder des contrats de change à des taux déterminés par le marché sans aucune restriction. En 1994, le shilling est devenu quasiment convertible et le Kenya a accepté les obligations de l'article VIII du FMI.

En 1995, la compétence d'autorisation et de réglementation des opérations de change a été transférée à la Banque centrale. Au cours de la même année, les restrictions sur les investissements étrangers en actions et en titres ont été éliminées. Toutes les restrictions restantes sur les transactions en capital ont été levées à quelques exceptions: un plafond sur les achats des titres de participation par les non-résidents a été maintenu, la nécessité d'avoir l'approbation avant l'émission de titres ou d'instruments de produits dérivés par des non-résidents au niveau national ou à l'étranger par les résidents, ainsi que l'approbation préalable pour l'achat de biens immobiliers.

Malgré l'introduction de ces mesures de libéralisation, le Kenya a connu une forte récession économique. La croissance du PIB a ralenti, passant de 4,7% en 1990 à -0,8% en 1992, tandis que l'inflation a augmenté de 21,8% à 53,5% au cours de la même période. La détérioration des conditions économiques a précipité le pays dans une crise sévère au début de 1993. La masse monétaire a continué de croître tout au long de la période, l'inflation a continué de s'accélérer et les arriérés de paiements extérieurs sont apparus pour la première fois à la fin de 1992. Plusieurs banques commerciales ont été autorisées à se retrouver en situation de découvert vis-à-vis de la banque centrale, obtenir des facilités de financement et tirer des chèques contre des fonds insuffisants et profiter du système de compensation. Un certain nombre de banques ont constamment enfreint la réglementation à l'instar de la réserve moyenne obligatoire. Après leur libéralisation, les taux d'intérêt ont augmenté et sont devenus positifs en termes réels mais le shilling s'est déprécié rapidement.

S'agissant de l'expérience du Pérou, ce pays a mis en œuvre un vaste programme visant à libéraliser la plupart des secteurs, y compris la libéralisation du compte capital en 1990 (Yoshino et al. 2015). Les taux de change multiples qui avaient été mis en place au milieu des années 1980 pour protéger la balance des paiements ont été unifiés en 1990. Le taux de

change a été autorisé à flotter, les restrictions quantitatives à l'importation ont été levées et les subventions à l'exportation ont été éliminées.

Une nouvelle loi sur l'investissement étranger a ensuite été introduite en 1991 dans le cadre du programme de la libéralisation. Les investisseurs étrangers ont été autorisés à transférer librement des bénéfices ou des dividendes<sup>35</sup>, à réexporter librement du capital, à accéder librement au crédit intérieur et à acquérir des actions détenues par les résidents. Les exportateurs et les importateurs ont été autorisés à effectuer des opérations de change sur le marché sans l'intermédiation de la banque centrale et la convertibilité totale de la monnaie a été garantie par la loi. Les résidents et les non-résidents avaient la possibilité d'ouvrir des comptes libellés en devises. Dans les années qui ont suivi, l'investissement étranger a considérablement augmenté, avec un stock d'investissement direct étranger passant de 1,3 milliard de dollars en 1990 à dollars 6 milliards en 1995.

Contrairement au Kenya, la libéralisation du compte capital au Pérou a été entreprise lorsque les taux d'intérêt américains étaient à la baisse et les taux d'intérêt intérieurs étaient relativement élevés. Ce contexte favorable conjugué à une amélioration significative des fondamentaux de l'économie ont donné lieu à des entrées de capitaux soutenues et, avec l'adoption du régime de change flottant, à une forte appréciation de la monnaie (le taux de change effectif réel s'est apprécié de 25%). Suite à la hausse des importations, le déficit du compte courant a augmenté de manière significative passant de 3,8% du PIB en 1990 à 7,3% en 1995, avant de diminuer quelque peu par la suite (entre 5% et 6% du PIB au cours de la période 1996-1998) mais sans pour autant tempérer les risques de non soutenabilité de la balance des paiements.

Les autorités kenyanes et péruviennes ont voulu bénéficier des avantages d'une transition rapide au niveau du processus de l'ouverture du compte capital, en particulier les entrées continues de capitaux sans coûts d'ajustement. De par ce choix, les deux pays se sont retrouvés dans une situation où ils sont davantage exposés aux chocs externes notamment en lien avec la hausse de l'endettement en devise et la surexposition du secteur bancaire, la volatilité des investissements de portefeuille et l'instabilité des monnaies locales.

### **3-6 Quelles recommandations pour le Maroc à la lumière de ces expériences ?**

Bien que les contrôles exercés sur le compte capital au Maroc aient été significativement allégés pour les étrangers non-résidents, il semblerait qu'un nouveau palier doit être franchi, d'une part, pour mieux accompagner les orientations stratégiques du pays en matière d'ouverture économique et financière sur les principaux partenaires. D'autre part, pour contribuer aux efforts visant à réduire les sorties illicites de capitaux qui se situeraient à 3,5 milliards de dollars selon les estimations<sup>36</sup> publiées par le GFI dans son dernier rapport de 2019. A noter que d'après les régularisations effectuées suite à la contribution libératoire appliquée en 2014 sur les avoirs et liquidités en devises détenus à l'étranger par les marocains résidents, les déclarations ont atteint une valeur d'environ 28 milliards de dirhams<sup>37</sup>. Aussi, dans le sillage de l'entrée en vigueur de la convention de l'OCDE sur l'échange automatisé des données, une mesure similaire est prévue dans le projet de Loi de finances 2020.

---

<sup>35</sup> Le dispositif qui était auparavant en vigueur établissait un plafond sur les transferts de bénéfices correspondant à 20% de l'investissement avec quelques exceptions accordées à certains secteurs.

<sup>36</sup> En se basant sur la surfacturation des importations et la sous facturation des exportations du commerce avec les pays avancés et à partir de des bases DOTS (FMI) et Comtrade (Nations Unies).

<sup>37</sup> Conférence de presse tenue par le Ministre de l'économie et des finances le 7 janvier 2015.

De ce fait, l'investissement direct à l'étranger des personnes morales marocaines pourrait être plafonné (de manière évolutive) en fonction de la valeur nette de l'entreprise ou de son chiffre d'affaires déclaré à l'instar des expériences de l'Inde<sup>38</sup> et de la Corée du Sud<sup>39</sup>, au lieu de fixer des seuils applicables à toutes les entreprises sans prendre en considération leurs tailles ni leurs déclarations fiscales. Cette approche pourrait donner plus de flexibilité aux opérateurs compétitifs et ce en fonction de leurs capacités, des secteurs ciblés et sans nécessairement faire appel aux dérogations.

S'agissant des transactions de court terme opérées par les étrangers non-résidents, compte tenu des risques inhérents à leur volatilité, il est important d'introduire des mesures de contrôle indirect<sup>40</sup> à l'instar du Chili, Colombie, Thaïlande et Brésil, de restreindre l'accès aux créances de courtes maturités, d'imposer des plafonds sur l'acquisition des titres<sup>41</sup> et de limiter les opérations d'achats d'actifs des entreprises opérantes dans des secteurs stratégiques comme pratiqué notamment par la Turquie. Pour ce qui est des personnes morales résidentes, dans un contexte de transition vers un régime plus flexible, il semblerait nécessaire de maintenir, à court et moyen terme, les limitations pour les banques, les caisses de retraite, les sociétés d'assurance, les OPCVM et les OPCC. A long terme, ces plafonds peuvent être relevés graduellement en fonction de la profondeur du marché financier et de l'évolution des dispositifs de suivi et de gestion des risques.

Au plan des crédits financiers accordés aux non-résidents, le dispositif en vigueur protège l'économie nationale contre les attaques spéculatives et l'érosion de l'épargne. Toutefois, à la lumière des expériences internationales, il semblerait pertinent de permettre uniquement aux banques d'accorder des prêts aux non-résidents mais selon des conditions concernant les bénéficiaires (notation et garanties) et dans la limite de plafonds très restrictifs dans une première phase et tout en interdisant les crédits d'une maturité inférieure à 1 an. Du côté des marocains résidents, le maintien des dispositions en vigueur est à même de permettre aux personnes morales d'accéder à l'épargne internationale, tout en relevant la vigilance au niveau du poids de l'endettement en devises. Il est également important de continuer à contrôler l'endettement des personnes physiques en devises car les expériences internationales ont également montré que c'est une importante source de vulnérabilité (Hongrie et Pologne).

Enfin, les crédits commerciaux en faveur des résidents ont déjà atteint un stade très avancé de libéralisation, mais il est nécessaire de prêter attention aux expositions des entreprises dans un contexte de taux de change plus flexible. Pour les non-résidents, il semblerait pertinent de relever le plafond du crédit exportateur à 100% et de prolonger l'échéance de remboursement pour tous les biens et services avant de lever cette limitation progressivement.

## **Conclusion**

Les incitations en faveur de l'ouverture du compte capital sont multiples à l'instar du transfert technologique via les IDE, le développement du marché financier et le renforcement du rôle de la politique monétaire si les autorités décident de flexibiliser le taux de change et d'adopter un régime de ciblage de l'inflation. Néanmoins, les répercussions de la crise financière internationale de 2007, conjuguées aux résultats mitigés des travaux empiriques sur la relation entre l'ouverture financière et la croissance économique, ont fait pencher la balance en faveur

---

<sup>38</sup> Le plafond est fixé à 400% de leur valeur nette de l'entreprise.

<sup>39</sup> Le plafond est fixé à 30% chiffre d'affaires annuel.

<sup>40</sup> Taxe à l'entrée et/ou réserves obligatoires non rémunérées.

<sup>41</sup> A titre d'exemple, l'Inde limite le seuil de participation au capital des sociétés à 10% pour un investisseur étranger donnée et à 24% pour l'ensemble des investisseurs étrangers.

des économies qui ont maintenu les contrôles de capitaux et procédé à une dérèglementation graduelle.

Le Maroc a également adopté une approche prudente en matière de libéralisation du compte capital vu que ce chantier qui a commencé durant les années 1990 est toujours en progression. Ainsi, au fur et à mesure que le processus de libéralisation avance et parallèlement aux efforts entrepris pour améliorer le climat des affaires et la viabilité des équilibres macroéconomiques, les entrées de capitaux ont connu une évolution significative surtout au niveau de l'investissement direct étranger et des crédits commerciaux. D'ailleurs, parallèlement au maintien des transferts courants et à la bonne tenue des recettes de voyage, la dynamique favorable des IDE a permis d'amortir la baisse des réserves internationales nettes (RIN) particulièrement sur la période 2010-2015.

D'un autre côté, le maintien de contrôles stricts notamment pour les résidents engendre également des coûts eu égard notamment aux ambitions affichées en matière de consolidation des partenariats économiques et d'intégration financière, d'où la nécessité de franchir un palier supplémentaire compte tenu du processus de flexibilisation graduelle du régime de change. La libéralisation du compte capital devrait ainsi continuer à suivre le même chemin mais tout en continuant à protéger l'économie nationale contre les vulnérabilités pouvant provenir des investissements de portefeuille et de la surexposition des banques, des entreprises et éventuellement des ménages. Les décisions à prendre doivent être fondées sur les gains escomptés en termes de croissance et de stabilité des équilibres macroéconomiques. En somme, la libéralisation quasi-totale serait un objectif de long terme qui ne peut être envisageable que si l'économie marocaine atteint un stade plus avancé lui permettant de s'accommoder aux chocs et surtout de faire face à la concurrence internationale.

## **Bibliographie**

- Agenor, P-R., 2012. Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. World Bank Policy Research.
- Agenor, P-R., 2015. L'intégration financière internationale Théories, évidences, et leçons des expériences récentes, OCP Policy Center OCP.
- Ahmed, S., Zlate, A. 2014. Capital flows to emerging market economies: A brave new world? Journal of International Money and Finance.
- Alesina, A., Grilli, V., Milesi-Ferretti, G-M., 1994. The political economy of capital controls. In Capital mobility: The impact on consumption, investment, and growth, ed. Leonardo Leiderman and Assaf Razin. Cambridge University Press.
- Ariyoshi, A., Kriljenko, IvĀn C-J., Habermeier, F-K., Kirilenko, A., Laurens, B. 2000. Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization, IMF Occasional Papers.
- Arteta, C., Eichengreen, B., Wyplosz, C. 2001. On the growth effects of capital account liberalization. University of California, Berkeley, Department of Economics. Working Paper.
- Árvai, Z. 2005. Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States. IMF Working Papers.
- Asel, I. 2016. Dealing with capital flows the role of capital controls, IMF,
- Awan, A-G., Jabbar, A., 2014. The Determinants of Capital Inflow in Developing Countries with Special Reference to Pakistan”, Developing Country Studies, IISTE.
- Bartolini, L., Drazen, A. 2007. "Capital-Account Liberalization as a Signal," American Economic Review, American Economic Association.

- Bekaert, G., Harvey C-R., Lundblad, C. 2001. Does financial liberalization spur growth? NBER Working Paper.
- Bekaert, G., Harvey C-R., Lundblad, C. 2006. Growth volatility and equity market liberalization. *Journal of International Money and Finance*
- Brezigar, M-A., Coricelli, F., Masten I. 2007. Non-linear growth effects of financial development: Does financial integration matter? *Journal of International Money and Finance*.
- Chanda, A. 2006. The influence of capital controls on long run growth. *Journal of Development Economics*
- Chinn, M-D., Hiro, I. 2008. A New Measure of Financial Openness". *Journal of Comparative Policy Analysis*.
- David, J., Aoust, S. 2010. La réglementation des changes au Maroc : évolutions et perspectives », *Revue fusions et acquisitions*,
- De Gregorio, J., Edwards, S., Valdes, R-O. 2000. Controls on Capital Inflows: Do they Work?," NBER Working Papers.
- Edison, H., Klein, M., Ricci, L., Sløk, T. 2002. Capital account liberalization and economic performance: A review of the literature. IMF Working Paper.
- Edwards, S. 2001. Capital mobility and economic performance: Are emerging economies different? NBER Working Paper.
- Engel, C-M. 2012. Capital Controls: What Have We Learned? BIS Working Papers.
- Epstein, G., Grabel, I., Sundaram, J-K. 2004. Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future. PERI Working Papers.
- Fernandez-Arias, E. 1996. The new wave of Private Capital Inflows: Push or Pull? *Journal of Development Economics*.
- Forbes, K-J., Warnock, F-E. 2012. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment," *Journal of International Economics*.
- Furceri, D., Loungani, P. 2016. Capital Account Liberalization and Inequality. IMF Working Papers.
- Gallagher, K. 2012. The IMF's new view on financial globalization: a critical assessment. The Frederick S. Pardee Center for the Study of the Longer-Range Future Issues in Brief Series, Boston University.
- Ghosh, A.R., Ostry, J.D. 1993. Do Capital Flows Reflect Economic Fundamentals in Developing Countries?" IMF Working Paper.
- Global Financial Integrity, Illicit Financial Flows to and from Developing Countries: 2006-2015, Published in January 2019.
- Gourinchas, P-O., Jeanne, O. 2003. The Elusive Gains from International Financial Integration. NBER Working Papers.
- Grilli, Vittorio., Milesi-Ferretti, G-Ma. 1995. Economic effects and structural determinants of capital controls. IMF Staff Papers.
- Haberer, L-S., Lux, N. 2012. The Pros and Cons of Capital Controls, *Economic Policy*.
- Hannan, S-A. 2018. Revisiting the Determinants of Capital Flows to Emerging Markets-A Survey of the Evolving Literature. IMF Working Papers.
- Hassana, M. K., Sanchezb, B., Yu, J-S. 2011. Financial development and economic growth, New evidence from panel data, *The Quarterly Review of Economics and Finance*.
- Helmut, R., Soto M., 2001. Which types of capital inflows foster developing-country growth? *International Finance*.

- Honig., A. 2008. Addressing Causality in the Effect of Capital Account Liberalization on Growth. *Journal of Macroeconomics*.
- Imbs, J., Wacziarg, R. 2003. Stages of Diversification. *American Economic Review*, American Economic Association.
- IMF Policy Paper., Capital flows, review of experience with the institutional view 2012, 2012, 2016.
- IMF., Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, , 1999-2017.
- Kalemli-Ozcan, S., Sorensen, B-E., Yosha, O. 2001. Economic integration, industrial specialization, and the asymmetry of macroeconomic fluctuations," *Journal of International Economics*, Elsevier.
- Klein, M., Olivei. 2000. Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. Tufts University, Fletcher School. Working Paper
- Kraay, A. 1998. In search of the macroeconomic effect of capital account liberalization, World Bank working papers..
- López-Mejía, A. 1999. Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses. IMF Working Papers.
- Magud, N-E., Reinhart, C-M. 2007. Capital Controls: An Evaluation. NBER Chapter in: Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences. NBER.
- Magud, N-E., Reinhart, C-M., Vesperoni, E-R. 2011. Capital Inflows, Exchange Rate Flexibility, and Credit Booms," NBER Working Papers.
- McKinnon, R-I., Oates, W-E. 1966. The Implications of International Economic Integration for Monetary, Fiscal and Exchange-Rate Policy. Princeton studies in international finance.
- Mundell, R. 1961. A Ceory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*.
- Neely, C-J., 1999. An introduction to capital controls," *Review*, Federal Reserve Bank of St. Louis.
- Nord, R., 2003. The Liberalization of the Capital Account in Hungary: Experiences and Lessons," in *Capital Liberalization in Transition Countries: Lessons from the Past and for the Future*, ed. by A. Bakker, and B. Chapple, (Cheltenham, England and Northampton, Massachusetts: Edward Elgar).
- O'Donnell, B. 2001. Financial openness and economic performance. Trinity College, Dublin, Department of Economics. Working Papers.
- Obsfeld, M., Shambaugh, J-C., Taylor, A-M. 2004. Monetary Sovereignty, Exchange Rates, and Capital Controls: The Trilemma in the Interwar Period," CEPR Discussion Papers.
- Ostry, J., Ghosh, A., Chamon, M., Qureshi, M. 2011. Capital Controls: When and Why?" IMF, *Economic Review*.
- Pandey, R., Pasricha, G., Patnaik, I., Shah, A. 2015. Motivations for Capital Controls and Their Effectiveness. Staff Working Papers. Bank of Canada.
- Prasad, E-S., Rogoff, K-S., Wei, S-J., Kose, M-A. 2007. "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries," NBER Working Papers.
- Prati, A., Schindler, M., Valenzuela, P-A., 2009. Who Benefits from Capital Account Liberalization? Evidence from Firm-Level Credit Ratings Data. IMF Working Papers.
- Quinn, D-P. 1997. The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review*.
- Rodrik, D. 1998. Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance*. Princeton University.

- Santana, J-Ricardo., Garcia, F. 2014. World financial liberalization and its effects on capital flows. *Econometric Society 2004. Latin American Meetings.*
- Schindler, M. 2009. *Measuring Financial Integration: A New Data Set.* IMF Staff Papers.
- Sedik, T-S., Sun, T. 2012. *Effects of Capital Flow Liberalization: what is the Evidence from Recent Experiences of Emerging Market Economies?* IMF Working Papers.
- Socorro Gochoco, B-M., Mapa, D-S. 2010. *Linkages between Trade and Financial Integration and Output Growth in East Asia,* Asian Economic Journal, East Asian Economic Association.
- Tchorek, G., Brzozowski, M., Sliwinski, P. 2017. *Determinants of capital flows to emerging and advanced economies between 1990 and 2011.* Portuguese Economic Journal, Springer.
- Wei, S-J., Wu, Y. 2006. *The life-and-death implications of globalization.* IMF Working Paper.
- Yang, X. 2010. *Financial Integration and Economic Growth.* SSRN.

### **Annexe 1: Les contrôles de capitaux : définition et mesures**

Le contrôle des capitaux fait référence aux mesures qui régulent le volume, la composition et l'allocation des flux financiers privés internationaux. Il peut affecter de nombreuses catégories d'actifs comme les actions, les obligations et les biens immobiliers (Epstein et al. (2004)). A partir de cette définition, il semblerait ainsi pertinent de distinguer entre le contrôle des capitaux et le contrôle de change. En effet, le contrôle de change, qui concerne essentiellement les opérations d'achats, de ventes ou de dépôts en devises, est davantage utilisé pour influencer l'évolution du compte courant plutôt que celle du compte capital (Neely 1999). A titre d'illustration, en imposant aux importateurs d'acquiescer les devises requises à leurs activités auprès d'un établissement désigné, le contrôle de change s'avère efficace pour limiter l'importation de produits dits de «luxes», préservant ainsi les réserves pour des transactions plus «utiles». Le contrôle de change peut être considéré comme un outil de contrôle limité des capitaux, néanmoins il n'est pas indispensable d'y recourir pour réguler les flux internationaux de capitaux.

Les contrôles peuvent cibler les entrées et/ou les sorties de capitaux et ce en fonction de leurs risques et des opportunités qui peuvent en découler. Les expériences internationales (notamment le Chili, la Malaisie et la Chine) ont également démontré qu'ils peuvent être statiques ou dynamiques dépendamment de l'orientation des autorités qui peuvent adopter un certain nombre de mesures sans prendre en considération les évolutions locale et internationale dont les répercussions ne seraient que temporaires, ou ajuster continuellement leurs dispositifs à travers la suppression, l'allègement ou l'introduction de nouvelles mesures au regard des circonstances (Epstein et al. (2004)).

Il existe deux principales formes de contrôles des capitaux : directs ou administratifs et indirects agissant à travers les mécanismes du marché (voir notamment Ariyoshi et al. 2000). Les contrôles directs limitent les opérations en capital, les paiements et les transferts associés à ces fonds par le biais des interdictions, limites quantitatives explicites, ou bien à travers des procédures d'approbations qui peuvent être fondées sur des règles ou sur une approche discrétionnaire. Ce type de contrôles cherche généralement à influencer directement le volume des transactions financières internationales à partir des obligations administratives imposées sur le système bancaire dans la mesure où c'est le canal par lequel les capitaux transitent. S'agissant des contrôles indirects, ceux-ci découragent les mouvements de capitaux et les transactions y associées en les rendant plus coûteux. Ils peuvent revêtir diverses formes (Haberer et al. 2012) :

- *Taxe sur les transactions de court terme:* connue également sous l'appellation de taxe de Tobin vu que c'est ce dernier qui l'a proposé au gouvernement américain en 1972, elle consiste en

l'application d'un impôt sur les opérations de change pour réduire le volume des transactions de court terme et stabiliser le marché.

- *Réserves obligatoires non rémunérées* : cette mesure consiste à imposer à l'investisseur étranger souhaitant procéder à un dépôt bancaire rémunéré le gel d'une fraction de ce capital auprès de la banque centrale. Comme les dépôts ne génèrent aucun intérêt, les réserves opèrent dans la pratique comme une taxe indirecte sur les entrées de capitaux de court terme (Neely 1999).
- *Taxes discriminatoires et disparates sur les revenus issus des investissements à l'étranger* : pour inciter les investisseurs à garder leurs capitaux sur le marché national, ces taxes sont appliquées en vue de contrebalancer un éventuel gain pouvant découler d'un rendement plus élevé dans d'autres pays.
- *Obligation de fournir une notation pour pouvoir bénéficier de l'autorisation d'emprunter à l'étranger* : cette mesure peut renvoyer vers les dispositifs de contrôles directs de capitaux, néanmoins elle ne consiste pas en une restriction ferme à la mobilité des capitaux car elle vise davantage à limiter la surexposition au risque de change.
- *Système de taux de changes multiples* : consistant à appliquer différents taux de change à différents types de transactions, ce dispositif est appliqué pour contrôler les flux de capitaux de court terme tout en préservant la stabilité de la croissance. Les opérations de change associées aux échanges commerciaux, aux investissements directs étrangers et aux investissements en actions sont généralement exclues.

## **Annexe 2 : Canaux de transmission de l'ouverture du compte capital**

Une large littérature théorique a identifié un certain nombre de canaux directs et indirects par lesquels l'ouverture du compte capital peut contribuer à promouvoir la croissance économique particulièrement chez les pays émergents et en développement (voir notamment Agénor 2012 et Prasad et al. 2007).

### **- Les canaux directs**

L'augmentation du niveau de l'épargne et le lissage de la consommation sont considérés généralement comme des effets issus de l'ouverture du compte capital. Les entrées de capitaux permettent d'accroître l'investissement dans les pays qui souffrent d'insuffisance de l'épargne par rapport aux besoins, tout en offrant aux investisseurs étrangers un rendement supérieur à celui proposé par les marchés financiers de leurs pays d'origine qui affichent souvent une épargne plus importante. De même, l'accès aux marchés des capitaux internationaux peut permettre à une économie de lisser sa consommation en empruntant dans les mauvais cycles et en prêtant dans les phases favorables. Ainsi, en donnant la possibilité aux ménages de lisser leur consommation dans le temps, les flux de capitaux peuvent améliorer leur bien-être.

D'un autre côté, les pays devraient observer une réduction progressive du coût du capital grâce à une meilleure répartition des risques. En effet, l'ouverture du marché boursier améliore la maîtrise du risque vu que, d'une part, le partage des risques entre les investisseurs étrangers et les investisseurs locaux pourrait contribuer à les réduire pour les deux et, d'autre part, au fur et à mesure que les flux de capitaux augmentent, le marché boursier local devient plus liquide ce qui réduirait la prime de risque sur les actifs<sup>42</sup> et, in fine, le coût du capital pour l'investissement.

En plus d'avoir des effets directs sur le volume de la production et de l'emploi à travers la création de nouvelles unités ou le développement des structures existantes, les flux d'IDE favorisent également le transfert de la technologie et des bonnes pratiques de gestion qui peuvent à leur tour augmenter la productivité globale et stimuler la croissance économique.

---

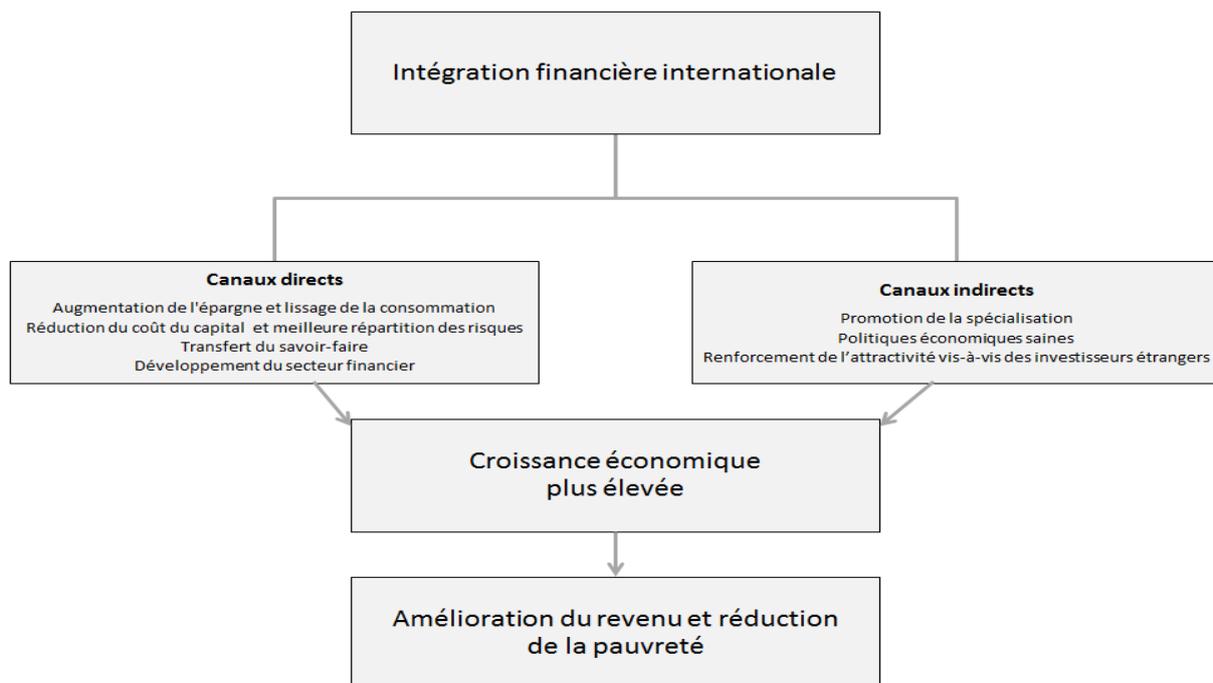
<sup>42</sup> Leur cession devient plus facile en lien avec la liquidité du marché.

Enfin, si les investissements de portefeuille peuvent contribuer à accroître la liquidité du marché boursier, la hausse des parts de participation détenues par les investisseurs étrangers dans le capital des banques locales génèrent de multiples avantages dont principalement la facilitation de l'accès aux marchés financiers internationaux, l'aide à l'amélioration du cadre réglementaire et de supervision en lien avec la complexification des risques et l'introduction de nouveaux instruments et techniques financières à même de faire évoluer le marché. Par ailleurs, l'entrée de banques étrangères pourrait contribuer à accroître la concurrence et améliorer la qualité des services et l'efficacité de l'allocation des ressources financières vers l'investissement productif.

- **Les canaux indirects**

L'ouverture du compte capital permet d'appuyer l'orientation des pays vers la spécialisation du tissu productif qui favorise l'augmentation de la productivité et de la croissance économique plus globalement. Pour cause, en l'absence de mécanismes efficaces de gestion des risques, un tissu productif hautement spécialisé s'exposerait à davantage de volatilité ce qui est de nature à impacter négativement l'investissement et la consommation et à décourager les pays à entreprendre une telle stratégie (Kalemlı-Ozcan et al. 2001; Imbs et Wacziarg 2003). Dans ce contexte, l'ouverture financière est ainsi considérée comme un levier pouvant aider à mieux gérer les risques de volatilité grâce au mécanisme de partage international des risques. En effet, l'épargne générée par les gains de productivités issues de la spécialisation pourrait être investie dans d'autres pays qui affichent des spécialités différentes, lissant ainsi les cycles de consommation et de croissance. En second lieu, l'ouverture financière contribue à changer la dynamique de l'investissement dans une économie car elle entraîne une réallocation continue et rapide du capital vers les activités productives. Si les expériences internationales ont montré que les gouvernements sont parfois orientés vers des politiques fiscales « prédatrices » sur certaines activités en vue d'augmenter les recettes budgétaires, les répercussions de ces politiques sont plus sévères dans les économies financièrement intégrées vu que leurs effets sont plus accentués en raison de la réactivité des investisseurs (Gourinchas et Jeanne 2003). Par conséquent, une ouverture financière plus accrue contribue à mettre en place un climat des affaires favorable et à discipliner les institutions publiques car tout dérapage peut coûter des sorties massives et précipitées des capitaux.

**Canaux de transmission de l'intégration financière à la croissance**



Source : Prasad et al. Financial Globalization, Growth, and Volatility In Developing Countries, NBER, 2007.

### Annexe 3: Synthèse des principaux travaux empiriques sur l'impact de la libéralisation financière sur la croissance

Etude	Nombre de pays	Période	Impact sur la croissance
Alesina, Grilli et Milesi-Ferretti (1994)	20	1950–1989	Aucun impact
Grilli et Milesi-Ferretti (1995)	61	1966–1989	Aucun impact
Quinn (1997)	58	1975–1989	Impact positif
Kraay (1998)	117	1985–1997	Aucun impact
Rodrik (1998)	95	1975–1989	Aucun impact
Klein et Olivei (2000)	92	1986–1995	Impact positif
Chanda (2001)	116	1976–1995	Impact mitigé
Arteta, Eichengreen et Wyplosz (2001)	59	1973–1992	Impact mitigé
Bekaert, Harvey et Lundblad (2001)	30	1981–1997	Impact positif
Edwards (2001)	62	1980-1990	Aucun impact
O'Donnell (2001)	94	1971–1994	Aucun impact
Reisen et Soto (2001)	44	1986–1997	Impact mitigé
Edison, Klein et al. (2002)	89	1973–1995	Impact mitigé
Edison, Levine et al. (2002)	57	1980–2000	Aucun impact
Bekaert et al. (2005)	95	1980-1997	Impact positif
Brezigar-Masten et al. (2007)	31	1996-2004	Impact positif
Honig (2008)	122	1970-2005	Impact positif
Xiu Yang (2010)	83	1960-2008	Impact positif
Hassana et al. (2011)	166	1980-2007	Impact positif
Furceri et Loungani (2016)	149	1970-2010	Impact mitigé

Inspiré de Prasad et al. (2007) et actualisation auteur.

### Annexe 4 : Liste des pays

Afrique du Sud, Algérie, Angola, Argentine, Bangladesh, Bolivie, Brésil, Bulgarie, Chine, Colombie, Costa Rica, Dominique, Egypte, Equateur, Géorgie, Ghana, Guatemala, Inde, Indonésie, Jamaïque, Kazakhstan, Kenya, Liban, Malaisie, Maroc, Maurice, Mexique, Moldavie, Myanmar, Nicaragua, Nigeria, Pakistan, Paraguay, Pérou, Philippines, République dominicaine, Roumanie, Russie, Salvador, Sri Lanka, Thaïlande, Tunisie, Turquie, Ukraine, Venezuela, Viet Nam, Zambie.

### Annexe 5: Liste des variables

Variable	Définition	Source
Total des entrées de capitaux/PIB	La somme des engagements nets en investissements directs, investissements de portefeuilles, autres investissements et produits dérivés rapportée au PIB nominal	IFS
Investissements directs étrangers (IDE)/PIB	Engagements nets en investissements directs étrangers rapportés au PIB nominal	IFS
Investissements de portefeuille (IP)/PIB	Engagements nets en investissements de portefeuilles étrangers rapportés au PIB nominal	IFS
PIB par habitant	Produit intérieur brut basé sur la parité de pouvoir d'achat (PPA) est rapporté sur le total de la population	WDI
Solde du compte courant/PIB	Somme des exportations nettes de biens et services, du revenu primaire net et du revenu secondaire net divisée par le PIB nominal	WDI
Indice d'ouverture du compte capital	L'indice est compris entre 0 et 1. Quand il prend une valeur oscillant entre 0 et 0,1 le niveau d'ouverture est avancé, entre 0,11 et 0,69 des contrôles de capitaux sont appliqués et entre 0,7 et 1 le compte capital est considéré comme fermé.	Base de données Schindler et al. mise à jour de 2019
Taux de change	Variation annuelle en pourcentage du taux de change de la monnaie nationale par rapport au dollar américain	ICRG
Inflation	Variation annuelle moyenne en pourcentage de l'indice des prix à la consommation.	WDI
Taux d'intérêts sur les dépôts	Taux payés par les banques commerciales ou similaires sur les dépôts à vue, à terme ou d'épargne.	IFS

## Annexe 6 : Expériences de quelques pays dans le processus d'ouverture du compte capital

### IDE

	Inde	Corée du Sud	Turquie	Hongrie	République Tchèque	Pologne
1999	15 millions de dollars sur 3 ans	3 millions de dollars par an	5 millions de dollars par an	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2000	50 millions de dollars par année	idem	idem	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2001	100 millions de dollars par année	idem	idem	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2002	idem	idem	idem	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2003	idem	idem	idem	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2004	100% de leur valeur nette de l'entreprise	idem	idem	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2005	200% de leur valeur nette de l'entreprise	9 millions de dollars année	idem	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2006	200% de leur valeur nette de l'entreprise	10 millions de dollars année	idem	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2007	300% de leur valeur nette de l'entreprise	30% chiffre d'affaires annuel	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation
2008-2017	400% de leur valeur nette de l'entreprise	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation	Aucune limitation

### Positions des Banques

	République Tchèque	Hongrie	Inde	Corée du Sud	Turquie
1999	Position globale de 20%	Position globale de 30%	Position globale de 5%	Position globale de 20%	Position globale de 20%
2000	-	-	-	-	-
2001	-	-	Position globale de 9%	-	-
2002	-	-	-	-	-
2003	-	Pas de limitation	-	-	-
2004	-	Pas de limitation	-	-	-
2005	-	Pas de limitation	-	Position globale de 30%	-
2006	-	Pas de limitation	-	Position globale de 50%	-
2007 2017	Plus de limitation mais obligation d'informer la BC	Pas de limitation	-	-	-

## Investissements des Compagnies d'assurance

	République Tchèque	Hongrie	Inde	Corée du Sud	Pologne
1999-2004	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI			Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI
2005	Les limites s'appliquent sur : 1) les opérations de swap sur instruments non cotés à l'OCDE dont la valeur des actifs dépasse 5% des provisions techniques 2) crédits à des emprunteurs non résidents de l'UE si ces actifs doivent être couverts par les provisions techniques 3) dépôts auprès d'institutions non résidentes qui ne font pas partie de l'UE si la valeur dépasse 50% des provisions techniques	Pas de restriction			La valeur totale des actifs représentatifs des provisions techniques situés en dehors des pays de l'UE ne peut pas dépasser 5% des provisions techniques.
2006	-	Pas de restriction			-
2007	-	Pas de restriction			-
2008	-	Pas de restriction	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Pas de restriction pour les investissements au sein de l'UE et autorisation Ministère des finances pour investir à l'extérieur de l'UE
2009	Les limites s'appliquent sur : 1) les opérations de swap sur instruments non cotés à l'OCDE dont la valeur des actifs dépasse 5% des provisions techniques 2) crédits à des emprunteurs non résidents de l'UE si ces actifs dépassent 10% des provisions techniques 3) dépôts auprès d'institutions non résidentes qui ne font pas partie de l'UE si la valeur dépasse 50% des provisions techniques	Pas de restriction			-
2010	-	Pas de restriction			-
2011	-	Pas de restriction		Plafond de 30% du total actif	-
2012	-	Pas de restriction	Interdiction d'investir dans des titres émis par des non-résidents.	-	-
2013-2017	-	Pas de restriction	-	-	La valeur totale des actifs représentatifs des provisions techniques situés en dehors des pays de l'UE ne peut pas dépasser 10% des provisions techniques.

## Investissements des Caisses de retraite

	République Tchèque	Hongrie	Inde	Corée du Sud	Pologne
1999-2004	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI			Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI
2005	Les contrôles s'appliquent uniquement aux pays hors OCDE	Les actifs libellés en devises ne peuvent pas dépasser 30% du portefeuille total d'investissement			Peuvent placer jusqu'à 5% de son actif en devises.
2006	-	-			-
2007	-	Investissement seulement dans l'immobilier au sein de l'UE et dans la limite de 30% du portefeuille total d'investissement	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	-
2008	-	-			Peuvent placer jusqu'à 30% de son actif en devises.
2009	-	-			-
2010	-	Pas de restriction			-
2011	Les caisses de retraite peuvent investir (1) 10% de l'actif dans des titres émis par le même organisme, à l'exception des obligations émises par les gouvernements (2) 10% de l'actif avec un plafond de 20 millions de couronnes dans les dépôts auprès de la même banque ; (3) Les produits dérivés sont utilisés uniquement pour la couverture.	Pas de restriction		Pas de restrictions sur les avoirs en devise détenus par les caisses de retraite	-
2012	(1) Les caisses de retraite sont supervisées par la BC. (2) Les règles prudentielles sur les actifs éligibles et les limites des investissements en devises sont réglementées par la Loi: -Plancher de 50% de l'actif dans la monnaie du fonds de pension. -10% dans des instruments émis par le même organisme. -10% dans l'immobilier. -Les produits dérivés sont utilisés uniquement pour des fins de couverture	Pas de restriction	Les caisses de retraite sont pas autorisées à détenir des portefeuilles à l'étranger	-	-
2013-2017	-	Pas de restriction	-	-	-

### Investissements des OPCVM

	République Tchèque	Hongrie	Inde	Corée du Sud	Pologne
1999-2004	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI
2005					
2006					
2007					
2008	Pas de restriction	Pas de restriction	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI	Informations non disponibles dans les AREAR publiés par le FMI
2009	Pas de restriction	Pas de restriction			
2010	Pas de restriction	Pas de restriction			
2011	Pas de restriction	Pas de restriction			
	Pas de restriction	Pas de restriction	Pas de restriction	Pas de restriction	
2012-2017	Pas de restriction	Pas de restriction	Ne sont pas autorisés à investir à l'étranger	Pas de restriction	Pas de restriction