

MAHFOUD DJEBBAR [*]

Marchés financiers émergents

Cas de la Bourse de Casablanca

INTRODUCTION

Les économies des pays en développement se sont caractérisées, et pour longtemps, par une faiblesse du revenu national, une crise de plus en plus croissante de la dette extérieure et des déséquilibres en matière de budget et balances des paiements. Les gouvernements de ces pays avaient des stratégies de développement basées en grande partie sur l'intervention de l'Etat dans les activités économiques et sociales, par le biais des entreprises publiques généralement moins rentables et moins efficaces que celles du secteur privé.

C'est pourquoi la plupart des pays en développement ont élaboré des programmes de privatisation, dès le début des années 80, et ce dans le cadre des réformes économiques globales et des ajustements structurels recommandés par les institutions financières internationales.

Le financement des économies en développement était assuré dans la majorité de ces pays par le secteur bancaire. Les emprunts, accordés généralement avec des conditions sévères, ont contribué à augmenter les coûts de financement des entreprises publiques, aggravé leurs déficits, et par conséquent, ces entreprises sont devenues trop faibles pour concurrencer leur homologues étrangers.

Tout cela a conduit ces pays à offrir des facilités exceptionnelles et des incitations fiscales aux investisseurs étrangers en vue d'avoir les flux de capitaux nécessaires au développement de leurs économies.

Le présent article comprend deux parties. Dans la première, nous analysons les marchés boursiers émergents, leurs caractéristiques et leur rôle dans le développement économique des pays concernés. La seconde partie a été consacrée à un cas pratique où sont examinés les points forts et point faibles de la Bourse de Casablanca. Enfin nous terminons par des suggestions qui concernent la bourse marocaine en particulier et les bourses émergentes en général.

1. LES MARCHES FINANCIERS EMERGENTS

Les problèmes économiques et financiers signalés plus haut (et tant d'autres) ont largement contribué à la création et au développement de ce qu'on appelle aujourd'hui "les marchés émergents". On constate que ces

marchés n'ont pas toujours été installés récemment. Par exemple, la Bourse de Budapest a été ouverte en juin 1990, la Bourse de Prague en avril 1990 et celle de Varsovie en avril 1991, tandis que la création de quelques autres bourses remonte au siècle dernier (Argentine 1854, l'Uruguay 1864 et l'Inde 1875). C'est la raison pour laquelle on peut dire que cette dénomination de "marchés émergents" ne signifie pas qu'ils étaient récemment installés comme on peut le croire mais elle est due au fait que ces marchés ont émergé et se sont développés rapidement dans les quinze dernières années, dans des conditions économiques très spécifiques que caractérisent les pays concernés (à savoir : l'impossibilité de payer leurs dettes extérieures, les programmes ambitieux de privatisation, les réformes économiques...), etc...

1.1. Caractéristiques des marchés émergents

Malgré leurs divergences en volume, en nombre de sociétés cotées et en dates d'ouverture comme nous l'avons souligné plus haut, ces marchés ont des caractéristiques communes qu'on peut résumer comme suit (Banque Populaire Marocaine, 1994).

i) La taille : Ces bourses sont en général de taille modeste, soit pour le nombre de sociétés cotées, soit en matière de capitalisation boursière. On utilise très souvent un autre indice pour le calcul de la taille d'une bourse, c'est le "taux de capitalisation", qui est égal au quotient de la valeur totale des actions cotées dans une bourse sur le PIB. Quelques pays émergents comme Hong Kong, la Malaisie et l'Afrique du Sud ont un taux de capitalisation supérieur à 1 (>1), ce qui veut dire que la valeur des actions cotées dans ces bourses dépasse la valeur du PIB des pays concernés. Tandis que l'Argentine, le Nigeria et l'Indonésie ont un taux inférieur à 0.06.

ii) La concentration : c'est la part des dix premières sociétés cotées dans la capitalisation boursière d'une bourse. A l'exception de l'Inde, du Pakistan et du Brésil, la plupart des marchés boursiers émergents sont fortement concentrés (y compris la bourse de Casablanca). Au moment où la concentration au Japon et aux U.S.A. ne dépasse même pas 20 %, elle est de l'ordre de 60 % et plus en Argentine, Colombie et Venezuela.

iii) La volatilité : c'est une autre caractéristique des bourses émergentes comparativement aux bourses développées. La volatilité, signe de risque élevé et de sous-développement, est généralement mesurée par l'écart type des revenus du marché concerné et par le taux connu sous l'abréviation (P.E.R)^[1], c'est-à-dire le produit de la division du cours de l'action par son revenu. Ce dernier est généralement élevé dans les marchés émergents. En utilisant l'écart type, une étude de la Banque Mondiale a montré que des marchés émergents comme ceux du Brésil et l'Argentine sont huit fois plus volatiles que ceux de la Hollande, du Pakistan et des U.S.A. (World Bank Policy Research Bulletin, 1995). Cela montre aussi que les marchés émergents diffèrent eux-mêmes les uns des autres en quelques points.

iv) L'évolution rapide : beaucoup de bourses émergentes ont réalisé

des taux de croissance très élevés comme le montrent les indices

boursiers. Cette forte progression a été enregistrée en Indonésie, Turquie, Portugal, Venezuela, Grèce, Argentine, Malaisie, Maroc, etc... A cet égard, nous pensons que cela est dû, dans la majorité des cas, à l'introduction massive des sociétés privatisées dans les bourses concernées. Le cas est très évident dans les pays latino-américains qui exécutent des programmes ambitieux de privatisation et pratiquent la technique d'échange de dette contre actif (swap of debt for equity).

v) **Insuffisances dans l'organisation et la réglementation.** Le bon fonctionnement des marchés émergents ne dépend pas seulement des cadres gestionnaires, mais aussi, et d'une manière indirecte, des informations précises concernant les sociétés cotées, des méthodes comptables adoptées, des lois de protection des épargnants, des barrières envers la mobilité des capitaux (et surtout le rapatriement des dividendes et du capital), et autres facteurs qui pourraient améliorer l'efficacité des marchés émergents.

vi) **Faible ouverture aux investissements étrangers.** Malgré l'augmentation des capitaux drainés vers les bourses émergentes (13 milliards de dollars U.S. en 1990 à 61 milliards en 1993), l'étude de la Banque Mondiale montre que la plupart des capitaux investis dans les marchés financiers internationaux, qui s'élèvent à 18 000 milliards de dollars U.S. (la capitalisation boursière des bourses mondiales en 1994), sont investis dans les pays industriels. Et ce, bien que les marchés émergents soient plus rentables et plus diversifiés. En effet, après l'ajustement aux risques, les revenus des investissements réalisés dans ces marchés sont plus élevés que ceux réalisés dans les pays industriels. En plus de cela, les bourses émergentes sont moins affectées par les crashes que connaissent de temps en temps les bourses développées. Notons que les investisseurs étrangers ont largement contribué à l'intégration des marchés émergents dans les marchés financiers internationaux.

1.2. Rôle des marchés émergents dans le développement économique

Comme nous l'avons signalé plus haut, quelques marchés émergents ont été créés récemment alors que d'autres remontent au siècle dernier, mais tous les pays émergents attendent que leurs marchés financiers respectifs jouent un rôle primordial dans le développement économique, notamment en matière de canalisation de l'épargne nationale et internationale pour le financement des économies autochtones. Cela entre dans le cadre de la libéralisation de ces économies et la création de la concurrence entre agents économiques, ce qui aboutit à des marchés efficaces, actifs, transparents qui peuvent gagner la confiance des épargnants et investisseurs, nationaux et étrangers, et permettre l'allocation effective des ressources financières entre les investissements les plus rentables. Généralement, la corrélation entre la hausse des indices boursiers des marchés émergents et la croissance économique des pays concernés a été confirmée par les études de la B. M. Ces études ont montré aussi que l'existence d'un système bancaire développé à côté d'un marché boursier efficace ne permet pas seulement la progression de la croissance économique, mais offre aussi la possibilité

d'en prévoir. Tout cela est relativement facile si on enlève les barrières entravant la circulation libre des capitaux, ce qui pourrait encourager et inciter leurs propriétaires à investir plus dans les marchés boursiers émergents.

2. CAS D'UN MARCHÉ EMERGENT : LA BOURSE DE CASABLANCA [2]

Le Maroc a connu une progression considérable en matière d'épargne financière durant ces dernières années (cf. tableau n° 1). Les souscriptions sur le marché financier ont atteint 15,5 milliard de DH en 1993, en progression de 10,8 %, comparativement à 1992. L'épargne publique, saisie à travers l'excédent des opérations ordinaires dégagé par le Trésor, s'est élevée à 13,8 milliards de DH (+ 9,7 % par rapport à 1992).

Tableau 1
Evolution de quelques types d'épargne au Maroc durant 1992-1993

Types d'épargne (en millions de DH)	Fin décembre		Variation	
	1992	1993	1992	1993
* Dépôt à vue:	74 337	79 370	+ 4 926	+ 5 033
- auprès du système bancaire ³	67 776	71 725	+ 4 835	+ 3 949
- auprès du CCP et du Trésor	6 561	7 645	+ 91	+ 10 84
* Epargne à court terme	54 594	62 633	+ 7 056	+ 80 39
* Dépôts bancaire à terme	36 425	42 687	+ 6 042	+ 6 262
* Dépôts auprès des établis. financiers ⁴	7 651	8 367	+ 1 059	+ 716
* Placements auprès du Trésor ⁵	6 708	10 245	+ 1 396	+ 3 537
* Billets de trésorerie	3 810	1 334	- 1 441	- 2 476

(3) Banques commerciales et Bank Al-Maghrib.

(4) Ces établissements sont : La Caisse d'Epargne Nationale, La Caisse Nationale de Crédit Agricole, CIH et BNDE.

(5) Ces placements sont : Les Bons par adjudication, les bons à 6 mois, les bons à 1 an, les bons à 2 ans (réservés aux R. M. E), les bons à 3 ans et les dépôts à terme.

Source : Bank Al-Maghrib, Rapport de l'exercice 1993, Juin 1994, p. 114.

Le tableau précédent montre qu'à l'exception des billets de trésorerie qui ont enregistré un recul en 1992 et 1993, tous les autres types d'épargne ont affiché des résultats positifs remarquables. C'est le cas par exemple des dépôts bancaires à terme qui ont atteint 36,42 milliards de DH en 1992 et 42,68 milliards de DH en 1993 (en extension de 19,88 % et 17,19 % respectivement).

2.1. Rappel historique de la Bourse de Casablanca

Le dénouement de la première opération financière au Maroc remonte au 7 novembre 1992, et depuis cette date, la bourse Marocaine est passée par plusieurs étapes.

2.1.1. L'Office de Compensation des Valeurs Mobilières

Cet organisme sans caractère officiel au début s'est chargé de l'organisation des transactions une fois par semaine, comme une bourse. Les transactions étaient nombreuses comme le montre l'évolution des années quarante. En 1939, par exemple 10 000 titres ont été échangés, en 1948 ce nombre a atteint plus de 2 millions de titres.

Au courant de l'année 1942, et avec la progression rapide du marché marocain, les pouvoirs publics, en l'occurrence le Directeur des finances,

ont donné à ce bureau le caractère officiel. Cette mesure était accompagnée par d'autres réformes importantes qui ont contribué, par la suite, à l'augmentation des transactions (cf. tableau n°2). Suite à ces réformes, les séances boursières sont devenues bi-hebdomadaires : mardi et vendredi.

Tableau 2
Evolution du volume d'affaires sur le marché financier marocain
durant les années 1941/1946

Année	Volume en milliers d'anciens F
1941	29 506
1942	124 456
1943	452 792
1944	755 000
1946	3 416 000

Source : Les Documents Internes de la Bourse de Casablanca

Le tableau montre clairement l'évolution importante en volume enregistrée après ces réformes.

2.1.2. Office de Cotation des Valeurs Mobilières

Avec une progression de plus en plus grande, d'autres réformes sont apparues comme une nécessité pour ce qui concerne les structures, les techniques et les lois. C'est en 1948 que l'Office de Cotation des Valeurs Mobilières remplace l'Office de Compensation des Valeurs Mobilières et que les autorités prennent les décisions suivantes :

- porter le nombre de séances à trois par semaine, puis en 1951 à une séance par jour ouvrable ;
- pratiquer plus d'arbitrage avec la bourse de Paris,
- créer un marché des pièces d'or en 1948.

Un marché à la criée, ainsi qu'un marché hors-cote, sont ouverts en 1949 (avant cette date les opérations s'opéraient sur le marché des cessions directes).

2.1.3. La Bourse de Casablanca

La décennie des années 50 n'était pas comme celle des années 40. Durant ces années, et après l'indépendance du Maroc, le marché boursier marocain a connu des difficultés énormes, suite au départ des étrangers et la fuite des capitaux. Donc des réformes qui répondent aux exigences des fournisseurs et demandeurs de capitaux s'imposaient de nouveau durant les années 50 et 60.

C'est dans ce cadre que fut promulgué le Décret Royal n° 67-494 du 14 novembre 1967 portant loi relative à la bourse de valeurs. Selon ce décret, la bourse devient un établissement public, doté de la personnalité civile et de l'autonomie financière et placé sous la tutelle du Ministère des Finances. Ce décret a aussi clarifié le rôle et fonctions du comité technique, du commissaire du gouvernement et des intermédiaires de bourse.

Ce décret a été suivi par un autre (n° 67-495 du 15 novembre 1967) relatif à l'organisation et au fonctionnement de la bourse, puis par l'arrêté

du Ministre des Finances (n° 68-555 du 19 Septembre 1968) relatif à l'approbation du règlement intérieur de la bourse de valeurs de Casablanca.

Les lois de 1967 et 68 formaient le cadre juridique de la bourse marocaine des années 70, 80 et début des années 90. Elles concernaient toutes les activités, les intervenants et même la protection des épargnants et des investisseurs.

L'année 1993 est marquée par l'apparition de nouveaux textes relatifs au marché financier (lois du 21 Septembre 1993). Ces réformes dont considérées comme une révolution au sein de cette bourse émergente **[6]**.

Le premier point qui attire l'attention est que la bourse est devenue une société anonyme, et perd donc son statut d'établissement public. Le deuxième est la création des "Sociétés de Bourse" qui remplacent les anciens intermédiaires boursiers. Le troisième est relatif aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM), c'est-à-dire, les Fonds Communs de Placement (F.C.P.) et les Sociétés d'Investissement à Capital Variable (SICAV).

Notons que la bourse de Casablanca a commencé l'application de ces lois le 15 mai 1995 **[7]**.

2.2. Organisation et fonctionnement de la Bourse de Casablanca

La Bourse de Casablanca est constituée des marchés suivants :

- le marché officiel, composé d'un marché des actions, d'un marché des obligations et d'un marché des pièces d'or ;
- le marché hors-côte ;
- et le marché hors-tout.

Cette division est basée essentiellement sur les conditions exigées des sociétés qui veulent être cotées (taille, % du capital à diffuser, résultats obtenus...etc.). Il existe aussi au niveau de cette bourse un marché primaire pour la vente et l'achat des actions nouvellement émises. Il est constitué de guichets ouverts au niveau des banques pour la collecte des ordres d'achat et pour faciliter le dénouement de ces transactions.

Nous avons remarqué aussi que cette bourse émergente est dotée de structures de gestion et de contrôle : une société gestionnaire, un conseil déontologique de valeurs mobilières (CDVM) qui est le "gendarme" de la bourse, et un Directeur Général qui veille au bon fonctionnement de cette institution (il préside lui-même les séances boursières presque chaque jour).

2.3. Evolution de la Bourse de Casablanca

A l'exception du nombre de sociétés cotées, comme nous le verrons au prochain paragraphe, cette bourse émergente a connu une évolution considérable surtout ces dernières années.

2.3.1. Evolution du nombre de sociétés cotées

Ce facteur n'a augmenté durant la période étudiée (1974-1995) (cf. tableau n°3) que d'un nombre très restreint, au moins par rapport aux autres facteurs étudiés plus loin. Le nombre de sociétés cotées était de l'ordre de 42 en 1974 ; depuis, il n'a augmenté que de 15.

Tableau 3
Sociétés cotées à la Bourse de Casablanca (période 1974-1995)

Année	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Nbr de Stés.	42	46	47	40	42	38	48	47	48
Année	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Nbre de Stés.	47	48	49	49	49	48	48	46	45
Année	1992	1993	1994	1995					
Nbr de Stés.	42	43	64	57(*)					

(*) Nombre de sociétés cotées au 1er juin 1995.

Source : Clefs de la Bourse de Casablanca, différentes années.

Remarquons que le nombre de sociétés cotées n'a pu dépasser les 50 sociétés qu'en 1994. Malheureusement ce nombre a diminué pour l'année 1995. Comme le montre le tableau, il est de 57 sociétés seulement (- 10,94 % par rapport à 1994).

2.3.2. Evolution du volume de transactions

A l'inverse du facteur précédent, le volume a progressé énormément (cf. tableau n° 4). La Bourse de Casablanca n'a enregistré que 23 millions de DH en 1967, mais depuis cette année là, le volume n'a cessé de s'accroître. Il a atteint 4 870 millions en 1993 pour s'envoler à 8 647 millions un an plus tard (presque 100 % par rapport à 1993).

Tableau 4
Evolution du volume de transactions de la Bourse de Casablanca 1967-1994
(Millions de DH courant)

Année	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Vol.	23	31	53	50	64	107	117	193	212	181.9
Année	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Vol.	174	107	202	168	111	86	146	152	223	317
Année	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Vol.	396	653	672	1806	1156	1052	4870	8647	?	?

Source : Documents internes de la Bourse de Casablanca

Bien que nous ne disposons pas d'informations concernant l'ajustement de ces chiffres (montants) aux différents niveaux des prix (pour tenir compte du facteur "inflation"), nous pensons que l'évolution du volume est considérable, voir inattendue pour le cas des deux dernières années. Surtout si on prend en considération le fait que le nombre de sociétés cotées n'a pas progressé d'une manière significative durant la même période, comme nous l'avons signalé plus haut.

2.3.3. Evolution de la capitalisation boursière

A l'instar du facteur volume, l'évolution de la C.B [8] a été remarquable durant toute la période 1967-1995 (cf. tableau n°5).

A l'exception de quelques années (1972, 80 et 86), la progression de la C.B. de cette bourse émergente a été positive et rapide comme c'est le cas des années 1993 et 1994.

Le tableau précédent montre clairement la tendance positive de la C.B. dans cette bourse. Cette C.B. a été multipliée par 100 en 29 ans (1967-95), ce qui traduit l'effort fourni par les gestionnaires de fonds émergents à travers ces sociétés cotées. Ce tableau traduit aussi "l'explosion" de la C.B. de cette bourse émergente dès le début des années 90, suite à la privatisation de 5 entreprises publiques par le biais de la bourse, comme nous le verrons plus loin. Le meilleur exemple qu'on peut citer est que la C.B. de cette bourse a atteint 38,02 milliards de DH (soit 3,2 milliards de dollars U. S.) en 1994 (Dubois, 1994, p. 157), et 44,16 milliards de DH en 1995 avec une hausse de 15,97 % par rapport à 1994.

Tableau 5 :
Capitalisation boursière de la Bourse de Casablanca 1967-1995 (Millions de DH courant)

Année	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
C.B.	434	522	593	653	664	655	879
Année	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
C.B.	1038	1618	1806	1884	1967	2160	1912
Année	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987
C.B.	2008	1827	2038	2251	2450	2429	2782
Année	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
C.B.	3604	5042	7768	12449	16975	25622	38082
Année	1995						
C.B.	44165*						

(*) Le 30 mai 1995.

Source : Document internes de la Bourse de Casablanca.

2.3.4. Evolution de l'Indice Général

Ce facteur a aussi progressé d'une année à l'autre avec un rythme plus au moins régulier. L'I.G. de cette bourse est du genre des indices pondérés par la valeur (value weighted) et concerne toutes les actions cotées. Il a atteint récemment 346,95 points comme le montre le tableau 6.

Pour pouvoir tracer l'évolution de cet on a divisé la période étudiée (1970-95) en deux sous-périodes. La première s'étale de 1970 à 1988 et la deuxième de 1989 à 95. Car les autorités boursières ont changé la base de cet indice, et l'ont établi à 100 points à partir du 1er janvier 1989. Cette base a été changée parce que, selon le chef de Service Cotation, l'I.G. ne reflétait guère la situation de la bourse, c'est-à-dire qu'il y avait une exagération dans son évolution.

Tableau 6
Indice Général de la Bourse de Casablanca (période 1970-1995)

Année	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	77	78	79
Valeur	203	212	232	235	314	351	414	434	453	413
Année	1980	81	82	83	84	85	86	87	88	89
Valeur	366	384	350	390	431	469	465	533	690	122
Année	90	1991	92	93	94	95				
Valeur	145	181	202	256	316	346*				

(*) Le 30-05-1995.

Source : Documents internes de la Bourse de Casablanca.

Mais en général, l'I.G. de ce marché boursier émergent a progressé durant les deux sous-périodes, lentement durant la première et relativement plus rapidement pendant la deuxième sous-période.

2.4. Rôle de la Bourse de Casablanca dans la Privatisation

Le Royaume du Maroc a entamé une vaste opération de privatisation qui touche plusieurs dizaines d'entreprises publiques, et cela dans le cadre du programme de l'ajustement structurel entamé avec la collaboration du FMI et de la BM dans la deuxième moitié de la décennie écoulée.

Les experts de ces institutions financières reconnaissent que le Maroc a réalisé un succès formidable au niveau macro-économique. Il a réduit le déficit budgétaire, l'inflation est autour de 5 % l'an, le taux de croissance est de l'ordre de 5 % durant les 5 dernières années (Dubois, 1994. p. 155 et s.) En bref, il a pu réaliser une certaine stabilité dans ses grands équilibres macro-économiques.

En ce qui concerne le rôle de la bourse dans la privatisation, c'est en juin 1993 avec l'introduction en bourse de la société CTM-LN (secteur du transport), que cette bourse émergente a connu la première expérience de privatisation. Elle a été suivie par quatre autres introductions de sociétés privatisées (CIOR (Secteur construction), privatisée en décembre 1993 ; SOFC-CREDIT (Secteur : Banques), privatisée en mars/avril 1994 ; SNI (Gestion de portefeuille), privatisée en octobre 1994 ; BMCE (Secteur : Banques), privatisée en janvier 1995). Actuellement ces actions sont parmi les plus actives du marché officiel. La Bourse de Casablanca a joué un rôle important dans le succès de l'introduction des sociétés en particulier, et dans la privatisation en général. C'est à travers cette institution émergente que le nombre de souscripteurs dans les trois premières sociétés privatisées a atteint 42 656 actionnaires (cf. tableau n° 7).

Tableau n° 7
Résultats de l'introduction des sociétés privatisées

Valeurs	Nombre de titres offerts	Nombre de titres demandés	Nombre de souscripteurs
C. T. M. - LN	377.224	1.540.447	11.238
C I O R	1.431.400	6.285.113	16.260
SOFAC - CREDIT	137.775	541.500	15.158
Total	1.946.399	8.367.060	42.656

Cela a contribué grandement à la diffusion du capital dans le public. Nous avons remarqué aussi (comme le montre le tableau), que le nombre de titres demandés était de 4 fois le nombre offert (8 367 060 titres demandés contre 1 946 399 offerts seulement). Ce qui veut dire qu'il y a une épargne nationale et internationale disposée à s'investir en valeurs mobilières.

Les autorités boursières marocaines souhaitent que la bourse de Casablanca joue un rôle plus actif par l'introduction d'autres sociétés privées et publiques, notamment celles qui se préparent pour être privatisées. Cela redynamise la bourse et augmente sa liquidité.

2.5. Evaluation de la Bourse de Casablanca

Malgré l'amélioration qualitative et quantitative qu'a connue ce marché émergent, ce que nous pouvons noter ces dernières années est qu'il reste beaucoup de travail à faire et d'efforts à fournir pour que cette institution

puisse contribuer au développement économique du pays d'une façon plus efficace. Dans ce sens les autorités publiques marocaines sont appelées à agir sur plusieurs plans.

Au niveau des institutions, ces autorités peuvent créer :

- un second marché pour permettre aux entreprises de taille moyenne de se procurer les capitaux nécessaires à leur expansion, et profiter de l'épargne disponible. En plus, ce marché va servir de lieu de préparation de ces entreprises pour la cotation au marché officiel ;
- un marché à terme qui permettrait aux investisseurs de se couvrir (hedging) des risques de fluctuations des cours. Nous croyons que cela va augmenter le volume d'échanges surtout avec la maîtrise des techniques de ce genre de marché.

En ce qui concerne les techniques de couverture, la plus simple, pour un investisseur qui possède un nombre x de titres dans son portefeuille, est de vendre à terme le même nombre (ou un nombre inférieur selon le niveau du risque) s'il croit que le cours va diminuer, et vice-versa.

Sans doute par le biais de ce marché on va gagner la confiance des investisseurs étrangers, parce que ces derniers ont l'habitude de dénouer ce type d'opérations chez eux, et par conséquent, ils vont augmenter leurs investissements. En effet, selon le D. G. de la Bourse de Casablanca, plus de 50 % du chiffre d'affaires réalisé en 1994 l'était par des investisseurs étrangers (Laraki. Esharq Al-Awsat, 7-5-1995).

Au niveau des procédures d'amélioration techniques en vue d'obtenir une liquidité meilleure dans un climat plus ou moins transparent, nous pensons que les autorités publiques et boursières doivent :

- améliorer la méthode de détermination des cours, et ce par l'affichage (au tableau de cotation) des nombres de titres demandés et offerts. Cela permet de déterminer les cours d'équilibre avec plus de transparence ;
- introduire l'informatique surtout dans la détermination des cours. Cela permet le dénouement des transactions en temps réel, et améliore l'efficacité du marché ;
- coter d'autres sociétés, des sociétés publiques privatisables ou des sociétés privées qui veulent renforcer leurs fonds propres par l'appel public à l'épargne, et les inciter à augmenter leur capital de temps à autre, en vue d'augmenter le nombre de titres en circulation, et par conséquent améliorer la liquidité du marché. Les autorités peuvent aussi améliorer cette dernière par la cotation d'autres produits financiers, tels que les actions sans droit de vote pour inciter les entreprises à caractère familial de recourir à la bourse, sans perdre le contrôle sur les sociétés concernées. L'introduction de sociétés de grande taille permet aussi de réduire le niveau élevé de concentration qui caractérise cette bourse émergente. En fait, la capitalisation boursière des cinq plus grandes entreprises représente 45 % de la capitalisation de la bourse marocaine (l'Economiste, Maroc, 29/09/1994, p. 23) il faut aussi inciter des sociétés cotées à fournir des informations fiables aux investisseurs. Si celles-ci

sont données à temps et de qualité acceptable la crédibilité et la liquidité du marché vont s'améliorer ;

- améliorer la situation du marché officiel par rapport au marché des cessions directes, car on a remarqué que ce dernier marché est de loin plus actif que le marché officiel. C'est pourquoi l'augmentation des taux de courtage est souhaitable sur les opérations de cessions directes, en même temps que quelques incitations au niveau du marché officiel, pour arriver à un équilibre entre les deux marchés ;
- pratiquer la technique de division des valeurs nominales des différentes actions cotées, en vue d'augmenter le nombre de titres en circulation, et par conséquent, améliorer la liquidité du marché ;
- dynamiser le marché des valeurs à revenu fixe, car il est très peu liquide selon certains responsables, parce que les investisseurs se tournent de plus en plus vers les sociétés privatisées puisqu'elles sont plus rentables. Mais pour rendre ce marché attractif pour les fournisseurs de capitaux, il est souhaitable d'augmenter les taux d'intérêt au fur et à mesure jusqu'à un niveau qui redynamise le marché concerné et n'endommage pas celui des actions. Il est aussi souhaitable de donner le droit aux sociétés et institutions privées d'émettre des valeurs à revenu fixe pour augmenter la liquidité de ce marché. Puisque selon les lois marocaines seul le gouvernement est habilité à émettre ce genre de valeurs ;
- encourager les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières et les inciter à jouer leur rôle quant à l'amélioration de la gestion des portefeuilles qu'ils détiennent. Cela va améliorer, certainement, la liquidité de tous les marchés ;
- encourager les intermédiaires boursiers, en l'occurrence les sociétés de bourses agréées, à travailler pour leur compte, c'est-à-dire à être contreparties, où bien créer ce qu'on appelle les teneurs de marché (market makers) qui peuvent, en utilisant leur stock de valeurs mobilières, vendre ou acheter, selon la situation du marché. Cela va, sans aucun doute, améliorer la liquidité de ce marché émergent ;
- améliorer l'efficacité des marchés marocains par l'interdiction aux gestionnaires de sociétés cotées d'acheter et de vendre les actions de leurs sociétés (insider trading). Car ils sont plus proches de l'information concernant ces sociétés, par rapport aux autres investisseurs, ce qui leur permet de réaliser des profits anormaux. C'est le délit d'initié qui peut se produire dans cette bourse, parce que la loi marocaine n'interdit pas ces pratiques qui peuvent diminuer l'efficacité du marché.

CONCLUSION

Il y a un bon nombre d'économies émergentes qui ont réussi à drainer une partie plus ou moins importante d'épargne internationale vers leurs marchés financiers. Les investisseurs étrangers ont trouvé les marchés boursiers émergents plus rentables (même après ajustement pour le niveau du risque) par rapport à ceux des pays industriels.

En ce qui concerne le développement de ces marchés financiers, les pays émergents sont appelés, à notre avis, à réaliser au moins deux objectifs. Le premier est l'encouragement de l'épargne nationale en général et l'épargne financière en particulier. Par la suite, si les fournisseurs de capitaux étrangers partent pour une raison où une autre ces marchés ne connaîtront plus de chutes brutales et pourront survivre avec le peu d'épargne locale qu'ils ont.

Le deuxième, qui est aussi important, est que les pays émergents sont obligés de profiter de cette occasion, d'une part pour financer leurs économies nationales, et d'autre part, pour bénéficier de l'expérience des investisseurs internationaux en vue d'améliorer les structures, les techniques, et même la gestion des bourses émergentes.

Les marchés boursiers émergents seront, à notre avis, plus performants s'ils sont reliés avec les opérations de privatisation effectuées dans les pays concernés. Cela contribue largement au développement de ces marchés, surtout si ces opérations ont été exécutées correctement (avec de bonnes méthodes de privatisation). Le programme du Maroc, par exemple, contient la privatisation de plus de 650 entreprises publiques, étalée sur plusieurs étapes (Boukrami, 1992, p. 119). La Bourse de Casablanca est aussi classée en 3ème position au niveau mondial en terme de croissance (39,2 % en 1994), selon une étude réalisée par une revue londonienne (Esharq Al-Awsat, 1995). Tout cela peut développer ce marché boursier émergent. Car l'introduction du quart seulement du nombre de sociétés à privatiser permet à la bourse marocaine une expansion extraordinaire, tant au niveau de la taille qu'au niveau de la liquidité.

Enfin, pour terminer, notons que les économies en développement ont besoin plus que jamais de leurs secteurs financiers en général et de leurs marchés financiers en particulier ; ceux-ci jouant un rôle primordial dans le développement national. Des exemples très probants sont les bourses arabes émergentes suivantes : Casablanca, Tunis, Bahrain, Aman, Kuwait, E. A. U., Muscat et le Caire (Qatar se prépare, actuellement, à l'ouverture de son marché financier).

Références

BEDHIR M. 1991. *Privatisation et Réformes des Entreprises Publiques dans les Pays de L'U.M.A.* Afrique Orient.

BELLETANTE B, 1991. *La Bourse : Temple de spéculation ou marché financier ?* Hatier, Paris.

BOUKRAMI S. A, 1992. *Vade - Mecum de la Finance* , O.P.U. Alger.

DÉFOSSÉ G ET BALLEY P, 1993. *La Bourse des Valeurs* , Bouchène, Alger.

DJEBBAR M, 1994. "La Privatisation des Entreprises Publiques : Rôle du Marché financier". *Conférence présentée au Colloque national sur la privatisation, El Aurassi, Alger.*

Notes

[*] Chargé de cours à l'I.S.E de Sétif. L'auteur remercie infiniment son Directeur de Recherche Mr. S. A. BOUKRAMI ; il remercie également Mr. H. Hadj Saharaoui et Mr. A. Agrout (tous deux de l'I.S.E. de Sétif) pour leurs précieux commentaires.

[1] PER : Price earning ratio (Rapport coûts / bénéfices)

[2] Une étude détaillée sur la Bourse de Casablanca, ses marchés, ses activités et son rôle dans la privatisation se trouve dans la Thèse d'Etat que prépare actuellement l'auteur de cet article.

[6] Voir les détails de ces réformes au J. O. du Maroc n° 4223, du 06/10/1993, p. 513-533.

[7] On remarquera que les réformes marocaines de 1993 sont largement inspirées des lois françaises appliquées à compter des années quatre vingt.

[8] La Capitalisation Boursière d'une société s'obtient par la multiplication du cours par le nombre d'actions à un moment donné. C'est la valeur de cette société. Pour une bourse, la C. B. est la somme des C. B. de toutes les sociétés cotées.