

## Marchés Financiers Emergents

Cas de la Bourse de Casablanca.

Mahfoud Djebbar (\*)

### Résumé:

Les marchés émergents ont pu attirer des capitaux frais provenant des pays industriels pour diverses raisons dont la rentabilité relativement élevée, l'évolution rapide de ces marchés (taux de croissance de la Bourse de Casablanca, par exemple, est de l'ordre de 39,2 % en 1994, la plaçant en 3<sup>ème</sup> rang au niveau mondial), les réformes économiques et les ajustements structurels, l'ouverture - même limitée- sur l'économie mondiale des pays concernés et la suppression des barrières envers les investissements et l'allocation effective des ressources financières disponibles au niveau mondial. Les investissements étrangers ont largement contribué à l'intégration des marchés émergents aux marchés financiers internationaux dans le cadre de l'internationalisation des activités financières. Les pays émergents ont, déjà, pratiqué l'échange de cette actif de sociétés privatisées (Debt- equity swap), c'est un moyen plus ou moins efficace pour la résolution de la dette extérieure.

(\*) - Chargé de cours à I.T.S.E. de Sétif (Algerie)

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 I.S.E. de Sétif), pour leurs remarquables commentaires.

### 1- 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. Ces gouvernements de l'état 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.

En ce qui concerne le financement des économies en développement, il était assuré dans la majorité de ces pays par le secteur bancaire (intermédiation bancaire).

Ces emprunts, étant accordés généralement avec des conditions sévères, ont contribué à augmenter les coûts de financement des entreprises publiques, aggravé leurs déficits, et par conséquent elles sont devenues trop faibles pour concurrencer leurs homologues étrangères.

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

Nous divisons cet article en deux parties. Dans la première partie nous analysons les marchés boursiers émergents, leurs

caracteristiques et leur rôle dans le développement économique des pays concernés. La seconde partie a été consacrée au cas pratique où nous examinons les points forts et les points faibles de la Bourse de Casablanca en particulier et les bourses émergentes en général.

## **2- Les marchés financiers émergents:**

Les problèmes économiques et financiers signalés plus haut (et tant d'autres) ont largement contribué à la création et le développement de ce qu'on appelle aujourd'hui " les marchés émergents ". On le constate que ce n'est pas forcément que ces marchés ont été établis récemment. Par exemple la Bourse de Budapest a été ouverte en juin 1990, la Bourse de Prague en Avril 1990 et 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 la quelle 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 émergeaient et se sont développés rapidement dans les quinze dernières années, dans des conditions économiques très spécifiques que traversent les pays concernés (à savoir l'impossibilité de payer leurs dettes extérieures, les programmes ambitieux de privation, les réformes économiques, ..... etc ).

Pour cette raison, les pouvoirs publics dans ces pays ont pris l'initiative d'organiser et de redynamiser leurs marchés financiers, en vue d'assurer le financement des économies nationales, par la

mobilisation de l'épargne nationale et internationale, et ce par le biais des marchés émergents.

### 2.1- Caractéristiques des marchés émergents:

Malgré leurs divergences en volume, en nombre de sociétés cotées et en dates d'ouverture - comme nous avons souligné plus haut - ces marchés ont des caractéristiques communes qu'on peut résumer comme suit (World Bank Policy Research Bulletin, 1995, P.1,2,-6, Vues Economiques, 1994, P.135-45).

\* **La taille.** Ces bourses sont en général de taille modeste, soit du côté du nombre de sociétés cotées, soit du côté de la 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 valeur totale des 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 action 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.

\* **La concentration.** C'est la part des dix premières sociétés cotées dans la capitalisation boursière d'une bourse. A l'exception de l'Inde, le Pakistan et le 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.

\* **La volatilité.** C'est une autre caractéristique des bourses émergentes comparativement aux bourses développées. La Volatilité, signe de risque élevé et sous-développement, est généralement mesurée par l'écart type des revenus de marchés concerné et par le taux connu sous l'abréviation ( P.E.R ) [S1]<sup>(1)</sup>, c-à-d 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 8 fois plus volatiles que ceux de la Hollande, le Pakistan et les U.S.A. (World Bank Policy Research Bulletin, 1995, P 6 )

Cela montre aussi que les marchés émergents diffèrent eux même les uns des autres en quelques points.

\* **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 en bourse concernées. Le cas est très évident dans les pays latino - américains qui

(1) -PER: price earning ratio (Rapport cours / bénéfices)

exécutent des programmes ambitieux de privatisation et pratiquent la technique d'échange de dette contre actif ( swap of debt for equity )

\* **Insuffisances dans l'organisation et 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.

\* **Faible ouverture aux investissements étrangers.** Malgré l'augmentation des capitaux drainés vers les bourses émergentes de 13 milliards de dollars U.S. en 1990 à 61 milliards en 1993, l'étude de la B.M. 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 malgré le fait que les marchés émergents sont plus rentables et plus diversifiés.

En effet, après l'ajustement aux risques, les revenus réalisés des investissements 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 krachs que connaissent les bourses développées de temps en temps. Notons que les investisseurs étrangers ont largement contribué à l'intégration des marchés émergents dans les marchés financiers internationaux.

## **2.2- 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 économiques, notamment en matière de canalisation de l'épargne nationale et internationale pour le financement des économies autochtones.

Cela entre dans le cadre de la libération de ces économies et la création de la concurrence entre agents économique, ce qui aboutit à des marchés efficaces, actifs, transparents qui peuvent gagner la confiance des épargnants et investisseurs, 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, déjà citées haut. Ces études ont démontré aussi 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 elle offre aussi, la possibilité d'en prévoir (les 2 études de la B M, précédemment citées). Tout cela est relativement facile, si on enlève les barrières envers la circulation libre des capitaux, ce qui pourrait encourager et inciter leur propriétaires à investir plus dans les marchés boursiers émergents.

### 3- Cas d'une marchés émergents: la bourse de Casablanca

#### ( Maroc )<sup>(1)</sup> :

Le Maroc a connu une progression considérable en matière d'épargne financière, durant ces dernières années (c f tableau n° 1). Les souscriptions sur le marchés 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).

(1) - une étude détaillée sur la bourse de casabnca, ses marchés, ses activités et son rôle dans la privatisation se trouve dans la Thèse d'Etat de l'auteur de cet article.

**Tableau n° 1:** Evolution de quelques types d'épargne au Maroc durant 1992-1993

Types d'épargne (en millions de DH)	Fin		Variation	
	1992	1993	1992	1992
* Dépôt à vue:	74 337	79 370	+ 4 926	+ 5 033
- auprès du système bancaire <sup>(2)</sup>	67 776	71 725	+ 4 835	+ 3 949
- auprès du C C P et du trésor	6 561	7 645	+ 91	+ 1 084
* Epargne à court terme	54 594	62 633	+ 7 056	+ 8 039
* Dépôts bancaires à terme	36 425	42 687	+ 6 042	+ 6 262
* Dépôts auprès des établissements financiers <sup>(3)</sup>	7 651	8 367	+ 1 059	+ 716
* Placement auprès du trésor <sup>(4)</sup>	6 708	10 245	+ 1 396	+ 3 537
Billets de trésorerie	3 810	1 334	- 1 441	- 2 476

**Source:** Bank Al-Maghrif. Rapport Présenté à SM le roi. (exercice 1993).  
30 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 types d'épargne ont - au contraire - affiché des résultats positifs remarquables. C'est le cas par exemple des dépôts bancaires à terme

(2) Banques commerciales et bank Al-Maghrif

(3) - ces établissements sont: la caisse d'épargne nationale, la caisse nationale de crédit agricole, CHI e BNDE.

(4) - Ces placements sont: les Bons par Adjudication, les bons à 6 mois, les bons à 1 an, les bons à 2 ans (réservés sur R.M.E.) les bons à 3 ans et les dépôts à terme

qui ont atteint 36,42 milliards de DH en 1992 et 42,68 milliards de DH en 93 (en extension de 19,88 % et 17,19 % respectivement)

### **3.1- Rappel historique de la Bourse de Casablanca:**

Le denouement de la première opération financière au Maroc remontait au 7 Novembre 1929 et depuis cette date la, la bourse Marocaine est passée par plusieurs étapes comme suit

#### **3.1.1- 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, et l'évolution des années quarante le montre. En 1939, par exemple 10 000 titres ont été échangés, en 1948 ce nombre a atteint plus de 2 millions de titres.

Au cours 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 (c.f. Tableau n° 2). Suite à ces réformes, les séances boursières sont devenues bihebdomadaires Mardi et Vendredi.

**Tableau n°2:** Evolution du volume d'affaires dans le marches financier Marocain durant les annees 1941-1946

Annee	Volumes 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'evolution importante en volume enregistree apres ces reformes

### 3.1.2- Office de Cotation des Valeurs Mobilières.

Avec une progression de plus en plus grandissante, d'autres reformes sont apparues comme une necessite soit en ce qui concerne les structures ou les techniques et les lois.

C'est en 1948 que le precedent office a change de nom. Il devient par la suite l'office de cotation des V Ms. En plus les autorites ont pris les decisions suivantes:

- \* Porter le nombre de seances a 3 par semaine, puis en 1951 a une seance par jour ouvrable

- \* Crees un marche des pieces d'or en 1948, un marches a la criees en 1949 ainsi qu'un marches hors - cote, parce qu'avant cette

date toute les operations s'opéraient sur le marchés des cessions directes.

\* Pratiquer plus d'arbitrage avec la bourse de Paris.

### **3.1.3- La bourse de Casablanca:**

La decennie des années 50 n'était pas comme celle des années 40. Durant ces années là, 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 fût promulgué le Décret Royal n° 67 - 494 du 14 Novembre 1967 portant la loi relatif à la Bourse de valeurs. Selon ce décret la bourse est devenue un établissement publics, 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 fonction du comité technique, du commissaire du Gouvernement et des intermédiaires de bourse.

Ce décret a été suivi par un autre Décret Royal portant le n° 67-495 du 15 Novembre 1967 relatif à l'organisation et au fonctionnement de la bourse, puis l'arrêté du Ministre des Finances portant le n° 68-555 du 19 Septembre 1967 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 les investisseurs.

L'année 1993 est marquée par l'apparition de nouveaux textes relatifs au marché financier (lois de 21 septembre 1993). Ces réformes sont considérées comme une révolution au sien de cette bourse émergent. (Voir les détails de ces réformes au J.O.de Maroc n° 4223, du 06-10-1993, P. 513-533).

Le premier point qui attire l'attention c'est que la bourse est devenue une société anonyme, et non plus un établissement publics. Le deuxième, c'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-à-d, 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 à partir du 15 mai 1995, alors que j'étais en pratique et séjour de rechercher dans ses différents services <sup>(1)</sup>.

### **3.2- 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 action;
- un marché des obligation;
- un marché des pièces d'or;

<sup>(1)</sup> - On a remarqué, au passage, que les réformes de 1993 sont largement inspirées des lois francaises appliquées à partir des années 80.

\* Le marché hors-cote, 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).

### **3.3- 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 (voir rapide) surtout ces dernières années.

#### **3.3.1- Evolution du nombre de sociétés cotées:**

Ce facteur n'a pas évolué durant la période étudiée (1974-1995) (c f tableau n° 3) que d'un nombre très restreint, au moins par rapport

aux autres facteurs étudiés plus long. Le nombre de sociétés cotées était de l'ordre de 42 en 1974, depuis, il n'a augmenté que de 15.

**Tableau n° 3:** Evolution du nombre de société cotées à la Bourse de Casablanca durant la période 1974-1995.

Année	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981
Nbre de stés	42	46	47	40	42	38	48	47

Année	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Nbre de stés	48	47	48	49	49	49	48	48

Année	1990	1990	1992	1993	1994	1995	1996
Nbre de stés	46	45	42	43	64	57 *	

(\*) Le nombre de société cotées au 1 juin 1995.

**Source:** Clefs de la Bourse de Casablanca, différents années.

Remarquons que le nombre de sociétés cotées n'a pu dépasser les 50 sociétés qu'en 1994. C'est ce nombre a diminué pour l'année 1995. Comme le montre le tableau, il est de 57 société seulement (-10.94 % par rapport à 1994). Voir le graphe en annexe (fig. 1).

### 3.3.2- Evolution du volume de transactions:

A l'inverse de facteur précédent, le volume a progressé énormément (c f tableau n°4). La Bourse de Casablanca n'a enregistré que 23 millions de DH en 1967, mais depuis cette années là, le volume n'a cessé d'accroître. Il a atteint les 4870 millions en 1993 pour

s'envoler à 8647 millions à un an plus tard ( presque 100 % par rapport à 1993).

**Tableau n° 4:** Evolution du volume de transactions de la Bourse de Casablanca durant la période 1967 - 94

Unité: millions de DH Courants.

Année	1976	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1996
Vol.	23	32	53	50	64	107	117	193	212	1819

Année	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Vol.	174	107	202	186	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, c-à-d tenir en compte le facteur " inflation ", nous pensons que l'évolution du volume est en considération, voir inattendue pour le cas des 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 (voir fig n° 2 en Annexe).

### 3.3.3- Evolution de la capitalisation boursière:

A l'instar du facteur volume, l'évolution de la C.B. <sup>(1)</sup> a été remarquable durant toute la période étudiée: 1967-95, (c.f. tableau n°5).

A l'exception de quelques années (1972, 80, 82 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.

**Tableau n°5 :** Evolution de la capitalisation boursière de la Bourse de Casablanca durant la période 1967 - 1995.

Unité: millions de DHcourant.

Année	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974	1775	1976
C.B.	434	522	593	653	664	655	879	1038	1618	1806

1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1786	1987
1884	1967	2160	1912	2008	1827	2038	2251	2450	2429	2782

1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
3604	5024	7768	12449	16975	25622	38082	44165*

(\*) Le 30 mai 1995.

**Source:** Documents internes de la Bourse de Casablanca.

Le Tableau précédent montre clairement la tendance générale 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

<sup>(1)</sup> - 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.Bs. de toutes les sociétés cotées.

entreprises publiques par le biais de la bourse, comme nous le verrons plus tard. Le meilleur exemple qu'on peut citer est que la C.B. de cette bourse a atteint 38,052 milliard 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 (voir fig. n° 3 en Annexe).

### 3.3.4- Evolution de l'Indice Général:

Ce facteur quant à lui, 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 action cotées. Ils atteint récemment 346,95 points comme le montre le tableau suivant.

**Tableau n° 6:** Evolution\* de l'Indice Général de la Bourse de Casablanca durant la période 1970-95 (en points).

Année	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Val de l'I.G.	202.56	211.77	231.53	234.55	314.49	350.97	414

1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1786	1987
434	453	413	366	384	350	390	431	469	465	533

1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
690.47	122.65	145.41	181.09	201.88	256.07	316.34	346.95 *

(\*) Le 30-05-1995.

**Source:** Documents internes de la Bourse de Casablanca.

Pour pouvoir tracer l'évolution de cet I.G. 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.

à partir du 1 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 à d qu'il y'avait une exagération dans son évolution.

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 ( voir fig n°4 en Annexe)

### **3.4- 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 la B.M. 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, 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), qu'a connu cette bourse émergente la première expérience de privatisation par le biais de la bourse.

Elle a été suivie par 4 autres introductions de sociétés privatisées. Actuellement ces actions sont parmi les plus actives du marché officiel. Se sont les 4 privatisées suivantes:

- CIOR (Secteur Construction) , privatisée en Dec. 1993
- SOFAC- CREDIT (Sec. Bques), privatisée en Mars / AV. 1994.
- SNI (Ges. Port.), privatisée en Oct 1994
- BNCE (sec Bques) privatisés eu Janvier 1995.

La Bourse de Casablanca a joué un rôle important dans le succès de l'introduction des sociétés en particulier, et dans la privatisation - au moins jusqu' à présent - en général.

C'est à travers cette institution émergente que le nombre de souscripteurs dans les premières sociétés privatisées a atteint 42 656 actionnaires (Voir tableau n° 1 en Annexe).

Cela a contribué en grande partie 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 plus que le nombre offert (8 367 06) 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 actifs 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.



### 3.5- Evaluation de la Bourse de Casablanca:

Malgré l'amélioration qualitative et quantitative qu'a connu ce marché émergent (après ce qu'on a remarqué pendant notre voyage scientifique), ces dernières années il reste beaucoup de travail à faire, et d'effort 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:

- 1 - Un second marché pour permettre aux entreprises de taille moyenne de se procurer des capitaux nécessaires à leur expansion, et profiter de l'épargne disponible de se procurer des 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.
- 2 - Un marché à terme qui permettrait aux investisseurs de se couvrir (hedging) des risques de fluctuation des cours. Nous croyons que cela va augmenter le volume d'échange 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 qu'ils ont l'habitude de dénouer ce type d'opérations chez eux, et par conséquent, ils vont augmenter leurs investissements. Car selon le D.G. de la bourse de Casablanca, plus de 50 % du chiffre d'affaires réalisé en 1994 était par des investisseurs étrangers (Mr. Laraki, Eshrq Al- Awsat, 7-5-1995).

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

- 1 - 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.
- 2 - Introduire l'informatique surtout dans la détermination des cours. Cela permet le dénouement des transactions en temps réel, et améliore l'efficacité du marché.
- 3 - 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, tel que les actions sans droit de

vote pour attirer les entreprises à caractère familiale 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 de 5 plus grandes entreprises représente 45 % de la capitalisation de la bourse marocaine (l'Economiste, Maroc, 29-09-1994, P. XXIII). L'incitation des sociétés cotées à fournir des informations fiables aux investisseurs. Si elles sont à temps et de qualité acceptable, la crédibilité et la liquidité du marché vont s'améliorer.

4 - Améliorer la situation du marché officiel par rapport au marché des cessions directes, car on a remarqué (pendant notre stage) que ce 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.

5 - 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.

6 - Dynamiser le marché des valeurs à revenu fixe, car il est très illiquide, selon certains responsables, parce que les investisseurs se retournent 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 du Maroc seul le Gouvernement est habilité à émettre ce genre de valeurs.

7 - 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 qui sont sous leurs mains. Cela va améliorer, certainement, la liquidité de tous les marchés.

8 - Encourager les intermédiaires boursiers en l'occurrence les sociétés de bourses agréées, à travailler pour leur compte, c.a.d à être contreparties, ou 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.

9 - Améliorer l'efficacité des marchés marocains par l'interdiction des 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 être se produire dans cette bourse parce que la loi marocaine n'interdit pas ces pratiques qui peuvent diminuer l'efficacité du marché.

En fin nous reconnaissons que n'avons pas évoqué - dans ce papier - tous les aspects de l'évolution de cette bourse émergente, pour la seule raison qui est la période relativement courte qui m'a été offerte pour le préparer

#### **4 - Conclusion**

Il y'a un bon nombre d'économies émergentes qui ont réussi à drainer une partie plus au moins - importante d'épargne internationale vers leurs marchés financiers. Les investisseurs étrangers ont trouvé les marchés boursiers émergents plus rentable ( 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, selon notre avis, à réaliser au moins deux objectifs: le premier est l'encouragement de l'épargne nationale en générale et l'épargne financière en particulier

Par la suite si les fournisseurs de capitaux étrangers partent pour une raison ou 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, c'est que les pays émergents sont obligés de profiter de cette occasion, d'une part pour financier leurs économies nationaux 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

developpement 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 (Bourkami, 1992, P 119). La Bourse de Casablanca est aussi classée en 3ème position au niveau mondiale en terme de croissance (39,2 % en 1994), selon une étude réalisée par une revue Londonienne (Esharq Al - Awsat, 7-5-1995). Tout cela peut développer ce marché boursier émergent.

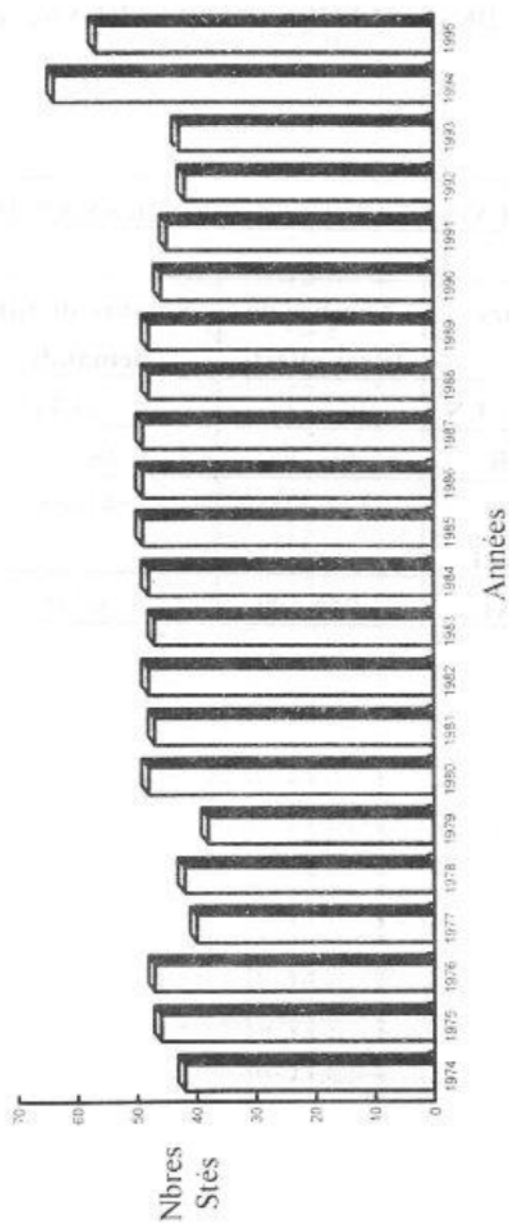
Car l'introduction du quart seulement du nombre de sociétés à privatiser permet à la bourse marocaine une expansion extraordinaire, tant au niveau de la taille qu'au niveau de la liquidité.

Enfin pour terminer notons, que les économies en développement ont besoin plus que jamais de leurs secteurs financiers en générale et leurs marchés financiers en particulier, pour qu'ils jouent leur rôle primordiale dans le développement. Des exemples très vifs sont les bourses arabes émergentes suivantes: Casablanca, Tunis, Bahrain, Aman, Kuwait, E. A. U., Muskat et le Caire (Katar se prépare actuellement, pour l'ouverture de son marché financier).

**BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA****Tab.n° 1****RESULTATS DE L'INTRODUCTION DES SOCIETES PRIVATISEES**

Valeurs	Nombre de titres offerts	Nombre de titres demandes	Nombre de souscripteurs
C.T.M. - LN	377.224	1.540.447	11.238
CIOR	1.431.400	6.285.113	16.260
SOFAC - CREDIT	137.775	541.400	15.158
<b>TOTAL</b>	<b>1.946.399</b>	<b>8.367.060</b>	<b>42.656</b>

**Fig. n°1:** Evolution du nombre de sociétés cotées à la bourse de Casablanca durant la période 1974-1995

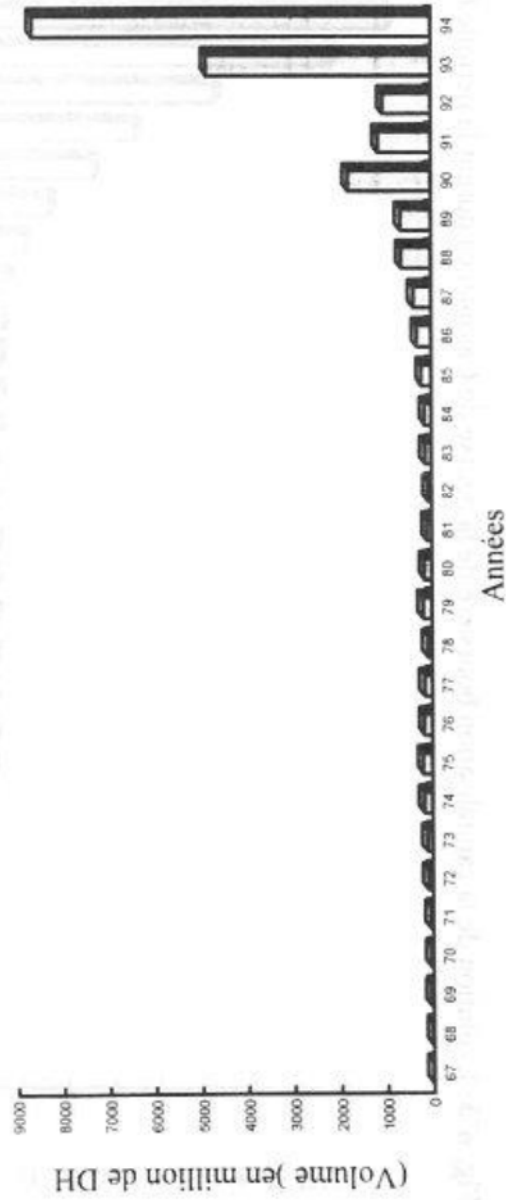


\* Le nombre de sociétés cotées au 1er Juin 1995

Source : Documents Internes de la bourse de Casablanca

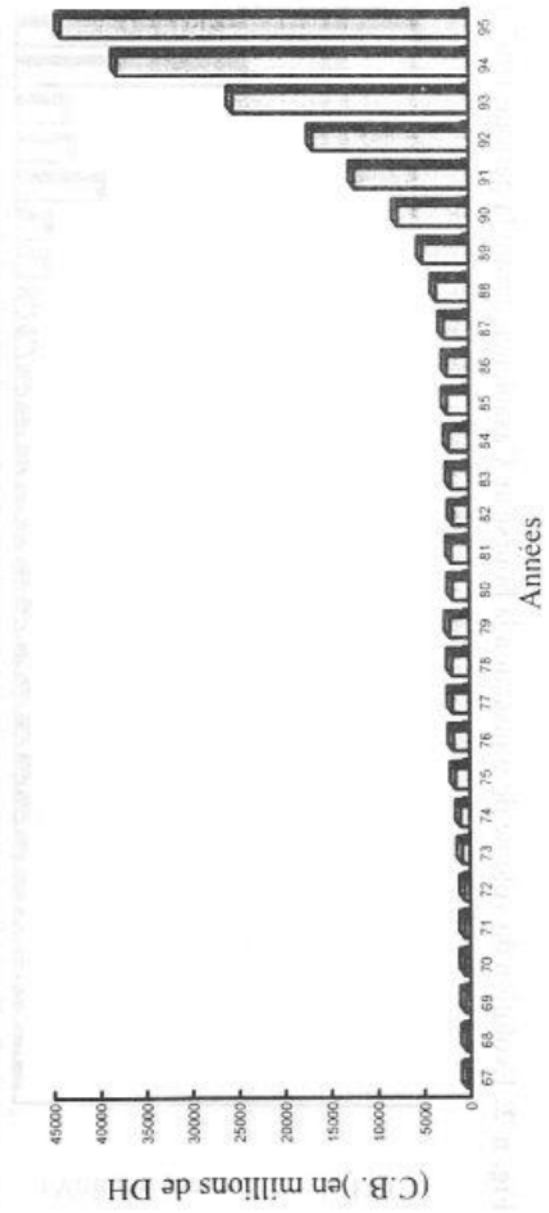


**Fig. n°2:** Evolution du volume de transaction la bourse de Casablanca durant la periode 1967-1994



**Source :** Documents Internes de la bourse de Casablanca

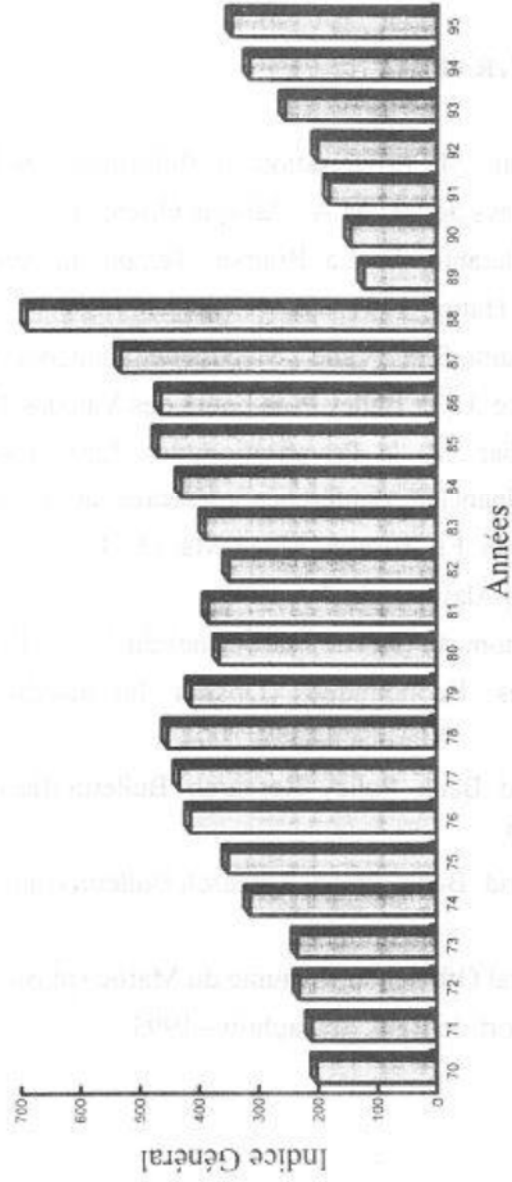
Fig. n°3: Evolution de la capitalisation boursière de la bourse de Casablanca durant la période 67-95



\* Le 30 Mai 1995.

Source : Documents Internes de la bourse de Casablanca.

Fig. n°4: Evolution de l'Indice Général de la bourse de Casablanca durant la période 1970-1995



\* Le 30 Mai 1995.

Source : Documents Internes de la bourse de Casablanca.

**BIBLIOGRAPHIE**

- 1 - Bedhir, M, Privatisation et Réformes des Entreprises Publiques dans les pays de L'U.M.A., Afrique Orient, 1991
- 2 - Belletante, B, La Bourse: Temple de spéculation ou marché financier? Hatier, 1991.
- 3 - Boukrami, S.A., Vade - Mecum de la Finance, O.P.U., 1992
- 4 - Défossé, G, et Balley,P, la bours des Valeurs, Bouchène. 1993
- 5 - Djebbar, M, la Privatisation des Entreprises Publiques: Rôle du marché financier, conférence présentée au colloque national sur la privatisation, En Aurassi, Alger, Mai 1994.
- 6 - Asharq Alawsat, du 7-5-1995.
- 7 - L'Economiste (Revue Marocaine) du 29-09-1994
- 8 - Vues Economiques (Dossier: les marché financiers) Banque populaire Marocaine,n° 6 1994.
- 9 - World Bank Policy Research Bulletin (the), Vol 9, n° 1 March - April 1995.
- 10 - World Bank Policy Research Bulletin (the), Vol 6, n° 1 January. 1995.
- 11 - Journal Officiel du royaume du Maroc (plusieurs numéros).
- 12 - Rapport de Bank al maghrib - 1993.