

Royaume du Maroc



*Direction des Études
et des Prévisions Financières*



***Analyse des performances des marchés
boursiers des pays signataires de l'Accord
d'Agadir***

Octobre 2006

Table des matières

<i>Introduction</i>	1
1. Situation économique	1
1.1. Performances macroéconomiques	1
1.2. Climat de l'investissement.....	3
2. Réformes des marchés boursiers	4
2.1. Réformes légales et réglementaires	4
2.2. Incitations fiscales	6
2.3. Ouverture aux capitaux étrangers	6
3. Evolution récente des marchés boursiers	8
4. Performances boursières en 1994-2005	10
4.1. Capitalisation boursière.....	10
4.2. Liquidité	13
4.3. Valorisation	15
5. Rôle des privatisations et des investissements étrangers	16
6. Rôle de la bourse dans le financement de l'économie	18
7. Caractéristiques du marché boursier marocain	18
8. Eléments d'amélioration de l'attractivité de la Bourse de Casablanca	19
Conclusion	21
Bibliographie	22
Lexique	23
Focus : Evolution des flux des IDE vers les pays signataires de l'Accord d'Agadir	25

Introduction

Entrant dans le cadre du processus de Barcelone, l'Accord d'Agadir, signé en février 2004 entre le Maroc, la Tunisie, l'Égypte et la Jordanie, vise à accélérer le processus d'intégration régionale¹. Cet accord, qui devrait entrer en vigueur en 2006, recèle d'importants potentiels qui devraient permettre de lever une partie des obstacles structurels à l'élargissement du marché sud méditerranéen et contribuer à améliorer l'attractivité de la région pour les investisseurs internationaux.

Déjà, les pays signataires de l'Accord d'Agadir (PAA) ont entrepris plusieurs réformes visant la libéralisation de leurs économies, avec une attention particulière accordée à la modernisation des marchés financiers, notamment boursiers. Ces derniers sont considérés comme des instruments adéquats pour la réalisation des programmes de privatisation et la mobilisation de l'épargne et sa canalisation vers l'investissement productif. Ils jouent également un rôle appréciable dans l'amélioration de la gouvernance des entreprises et l'attractivité des capitaux étrangers.

Cette note se propose d'établir une analyse comparative des performances des marchés boursiers des PAA durant la dernière décennie et ce, à travers l'examen de certains indicateurs boursiers. Ladite note vise à tirer des enseignements utiles pour améliorer l'attractivité financière du Maroc, en se référant à quelques expériences réussies des marchés boursiers émergents. Toutefois, avant d'entamer cette analyse, une présentation préliminaire de la situation économique des pays de l'échantillon ainsi qu'une revue des réformes engagées au niveau de leurs marchés boursiers s'avère nécessaire.

1. Situation économique

Le niveau de développement du marché boursier dans un pays donné est intimement lié à sa situation économique et à l'environnement des affaires qui y est prévaut. D'où, l'intérêt de présenter les performances macroéconomiques et l'évolution du climat de l'investissement dans les PAA au cours des dernières années.

1.1. Performances macroéconomiques

Les PAA se sont engagés, depuis les années 80, dans un vaste processus de réformes destinées à restaurer leurs équilibres macroéconomiques et favoriser le développement de leur secteur privé. Depuis, les indicateurs économiques des PAA se sont globalement améliorés, même si des différences marquées persistent au sein de ce groupe de pays.

En terme de croissance économique, c'est la Jordanie qui a réalisé la meilleure performance, avec un accroissement du PIB de 6,2% en moyenne annuelle sur la période 2001-2005, suivie de la Tunisie (4,5%), du Maroc (4,2%) et de l'Égypte (3,8%).

¹ Les Accords euro-méditerranéens ont pour objectif de bâtir des relations d'échanges bilatéraux entre voisins et de former une zone de libre-échange similaire à l'ALENA d'ici 2010. L'UE a déjà conclu des accords bilatéraux avec la Tunisie (1995), le Maroc (1996), la Jordanie (1997) et l'Égypte (2001). De leurs côtés, les États-Unis ont conclu des ALE avec la Jordanie et le Maroc qui sont entrés en vigueur en décembre 2001 et janvier 2006 respectivement.

La forte croissance de l'économie jordanienne ces dernières années découle de la contribution de l'ensemble des secteurs économiques, en particulier l'industrie. En Egypte, la croissance est tirée essentiellement par la bonne tenue du tourisme, des services et du secteur pétrolier et gazier. Au Maroc, la croissance du PIB est désormais moins sensible aux fluctuations de la production agricole, comme en témoigne la progression soutenue du PIB non agricole. Malgré son exposition aux mêmes chocs exogènes que le Maroc (sécheresses successives, renchérissement des cours pétroliers, démantèlement de l'AMF,...), la Tunisie continue d'afficher de bonnes performances économiques, grâce notamment au bon comportement du tourisme et des exportations.

Tableau 1 : Performances macroéconomiques des PAA

	PIB courant Mrds \$	PIB/hab. (PPA) en \$	Croissance du PIB réel en %		Taux d'inflation en %		Solde du compte courant en % du PIB		Solde budgétaire en % du PIB		Dettes extérieures en % du PIB	
	2005	2005	90-00	01-05	90-00	01-05	90-00	01-05	90-00	01-05	1993	2005
Egypte	89	4 317	4,2	3,8	10,1	5,9	0,8	2,1	-1,2	-3,1	65	31
Jordanie	13	5 096	4,3	6,2	4,7	2,4	-5,8	-0,3	-0,6	-3,3	109	56
Maroc	52	4 503	2,6	4,2	4,2	1,4	-1,6	3,4	-2,7	-3,6	81	25
Tunisie	29	8 255	5,0	4,5	4,6	2,6	-4,5	-2,8	-3,2	-2,1	53	52
MENA			3,6	4,9	13,5	5,4	-1,2	9,0	-4,6	0,7	56	36
PED			4,2	6,3	44,2	5,8	-1,3	2,1	-3,1	-2,4	42	31

Source : FMI, WEO septembre 2006, sources nationales

S'agissant de l'évolution de l'inflation, celle-ci s'avère généralement maîtrisée sur la période 2001-2005, à l'exception de l'Égypte qui affiche un taux de 5,9%, en partie à cause de la dépréciation de la livre égyptienne, suite à l'instauration en janvier 2003 du régime de changes partiellement flottant. Cette situation a néanmoins contribué significativement à améliorer la compétitivité extérieure des exportations égyptiennes.

En matière d'équilibre externe, la balance courante des PAA présente un profil globalement favorable. Ainsi, la balance courante de l'Égypte est demeurée excédentaire avec un solde moyen d'environ 2,1% du PIB en 2001-2005, favorisée par le bon comportement des exportations, du tourisme et des recettes du canal de Suez. Au Maroc, l'excédent courant s'est établi à 3,4% du PIB sur la même période, tandis qu'en Tunisie, le déficit courant s'est contracté graduellement ces dernières années, passant de 4,2% à 1,3% du PIB entre 2001 et 2005, grâce à la bonne tenue des exportations, des recettes touristiques et des transferts des immigrés. Le solde courant jordanien, globalement excédentaire depuis 1997, s'est fortement dégradé en 2005 (-18,2% du PIB), affecté notamment par la hausse de la facture pétrolière et la diminution de l'aide étrangère².

Pour ce qui est des finances publiques, celles-ci restent globalement sous contrôle, mais affichent des déficits élevés dans certains pays. Ainsi, la Jordanie reste très endettée vis-à-vis de l'extérieur (56% du PIB en 2005) et n'a pu contenir son déficit budgétaire dans des limites soutenables (3,3% du PIB en 2001-2005) que grâce à des dons étrangers. L'Égypte et la Tunisie ont affiché des déficits respectifs de 3,1% du PIB et 2,1% du PIB sur la même période.

² En 2005, les dons étrangers à la Jordanie se sont établis à 708 millions de dollars, soit 5,5% du PIB, contre environ 1,1 milliard de dollars en 2004 (10% du PIB).

Quant au Maroc, le déficit budgétaire demeure relativement élevé, malgré l'importance des recettes de privatisation. Il s'est établi à environ 3,6% du PIB en moyenne pour la période 2001-2005. La dette extérieure marocaine a été ramenée à 25% du PIB en 2005, soit le plus faible ratio comparativement à celui des autres pays de l'échantillon et à la moyenne des pays en développement. De son côté, l'endettement intérieur au Maroc continue d'augmenter progressivement, avec un encours de la dette intérieure du Trésor atteignant près de 56% du PIB à fin 2005. Toutefois, la maturité moyenne de la dette intérieure continue de s'accroître, traduisant la confiance des investisseurs.

1.2. Climat de l'investissement

L'acte d'investissement est le plus souvent fonction des mesures d'encouragement, des coûts des facteurs et des contraintes d'ordre institutionnel et réglementaire qui conditionnent le climat des affaires. En effet, les éléments qui agissent le plus sur la décision d'investissement sont les incitations fiscales, les procédures douanières et fiscales, le comportement de l'administration, la qualité de la justice, le niveau de la corruption, la qualité des systèmes financiers et les législations du travail et de la concurrence.

A cet effet, les PAA ont adopté des lois sur l'investissement, visant le développement des secteurs clefs et l'encouragement de l'investissement, notamment étranger. La démarche généralement adoptée par les PAA consiste à stimuler l'investissement par des exemptions fiscales et douanières dans certains secteurs d'activité, créer des organismes de promotion des investissements et instaurer un "guichet unique" pour faciliter la relation entre les investisseurs et l'administration.

Bien que cette stratégie ait rencontré un certain succès dans les PAA, des différences notoires en matière de politiques d'attractivité des capitaux étrangers persistent au niveau de ces pays.

Selon l'indicateur de la facilité de pratique des affaires, défini dans le rapport "Doing Business in 2007", la Jordanie dispose de la meilleure réglementation des affaires parmi les PAA. Elle est classée au 78^{ème} rang mondial sur un total de 175 pays. Le Maroc arrive au 115^{ème} rang, derrière la Tunisie (80^{ème}) mais devant l'Egypte (165^{ème}).

Les classements selon les différents indicateurs montrent que le Maroc occupe une position relativement favorable pour les critères relatifs à la création d'entreprises et l'enregistrement de la propriété (cf. tableau ci-dessus). La mise en place des Centres Régionaux d'Investissement (CRI) et de l'Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale (OMPIC) a en effet beaucoup contribué à la facilitation de l'investissement au Maroc. Toutefois, des réformes supplémentaires seraient nécessaires, notamment en matière d'obtention de licences et de crédit, de paiement des taxes, d'exécution des contrats et de mise en œuvre de la législation du travail.

Tableau 2 : Classements des PAA selon la facilité de la pratique des affaires

	Jordanie	Tunisie	Maroc	Egypte
Facilité de faire des affaires	78	80	115	165
Création d'entreprises	133	59	47	125
Obtention de licences	70	110	133	169
Recrutement et licenciement	30	92	156	144
Enregistrement de la propriété	110	71	45	141
Obtention du crédit	83	101	143	159
Protection des investisseurs	118	151	118	118
Paiement des taxes	18	139	128	144
Commerce transfrontalier	78	39	77	83
Exécution des contrats	75	40	127	157
Fermeture des entreprises	84	29	61	120

Source: Banque Mondiale, Base de données « Doing Business in 2007 ».

Par ailleurs, les PAA ont tous adopté une législation sur la concurrence³ qui interdit les pratiques anti-concurrentielles ainsi que l'abus de position dominante. Toutefois, les résultats obtenus en la matière restent globalement modestes, en raison notamment de la complexité des lois sur la concurrence qui exigent une grande compétence et un large pouvoir discrétionnaire des organes chargés de leur mise en oeuvre. La législation jordanienne renvoie directement les conflits liés aux pratiques anti-concurrentielles devant les tribunaux, alors que la Tunisie a mis en place un Conseil de la concurrence, investi de pleines responsabilités en la matière. Au Maroc, la loi n° 06-99 a créé un organe consultatif, le Conseil de la concurrence, chargé de veiller au respect des règles et au bon fonctionnement du marché. En Egypte, la loi sur la concurrence de 2005 a également établi une autorité de régulation qui est chargée de la mise en application de ladite loi.

2. Réformes des marchés boursiers

Depuis le début des années 1990, les PAA se sont engagés, à des degrés variables, dans un processus de réforme visant à créer les conditions favorables au développement des marchés financiers. Ce processus a concerné aussi bien le cadre légal et réglementaire des marchés financiers que leur ouverture aux capitaux étrangers.

2.1. Réformes légales et réglementaires

Les réformes légales et réglementaires et l'établissement des organes de régulation visent l'amélioration de la transparence et la sécurité des opérations boursières, ce qui constitue une condition nécessaire pour leur développement. Toutefois, le rythme et la profondeur de ces réformes diffèrent d'un pays à l'autre.

³ La Tunisie est le premier pays parmi les PAA à avoir adopté une loi sur la concurrence (loi de 1991 sur la concurrence et les prix, modifiée en 2003), suivie du Maroc (loi n° 06-99 sur la liberté des prix et la concurrence, entrée en vigueur en 2001), de la Jordanie (Competition Law n° 33 de 2004, entrée en vigueur en février 2006), et enfin de l'Egypte (loi n°3 de janvier 2005).

En Jordanie, le gouvernement a pris dès 1997 plusieurs mesures destinées à moderniser le marché boursier. Ainsi, il a introduit une loi sur les valeurs mobilières qui séparent la fonction de régulation, confiée à une commission ad hoc, de l'aspect technique du marché. En outre, le maintien d'un flux transparent d'informations entre les instances du marché, les participants et les investisseurs s'est traduit par une hausse de la confiance des épargnants, et partant un rebond de l'activité boursière.

Les réformes du marché boursier égyptien, lancées au milieu de la décennie 1990, se sont accélérées ces dernières années dans le sillage de la relance du programme de privatisation. En 2005, le Cairo & Alexandria Stock Exchange (CASE) a adhéré à la Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV), devenant ainsi le premier membre arabe de cette organisation à part entière. En Tunisie, la Loi de 1994, amendée en 1999, régissant les marchés financiers, a doté la Bourse de Tunis (BVMT) de bases modernes de fonctionnement et a confié au Conseil du Marché Financier (organisme privé de gestion) des pouvoirs de supervision et de sanction.

A l'instar de ces pays, plusieurs réformes similaires ont été lancées au Maroc dès 1993. Celles-ci visent à doter le pays d'une infrastructure boursière moderne, favorisant en particulier l'encouragement du financement direct de l'économie marocaine, à travers le renforcement de la transparence du marché boursier et la protection des épargnants et des investisseurs. Ces réformes ont porté notamment sur :

- l'adoption en 1993 de trois lois relatives respectivement à la réorganisation de la Bourse des valeurs et aux intermédiaires, à la création du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), et à la mise en place du cadre juridique pour la création des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM).
- la transformation en 1995 de la Bourse de Casablanca en une entité privée, avec la création de la Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca (SBVC) dont le capital est détenu à parts égales par les Sociétés de Bourse.
- la création en 1997 d'un dépositaire central (Maroclear) et l'instauration d'un régime de dématérialisation des titres pour faciliter leur conservation et leur circulation. Le règlement/livraison avec un décalage de trois jours est assuré avec la mise en place d'un système de garantie de bonne fin depuis 2003, régi par le règlement général de la bourse des valeurs.
- le lancement en 2002 de deux nouveaux indices (MASI et MADEX) et l'adoption, en décembre 2004, d'une nouvelle méthodologie de calcul de ces indices, basée sur le principe du flottant. Ce mode de calcul, retenu par les principales bourses internationales, consiste en un changement de la pondération des valeurs dans l'indice, ce qui doit aboutir à une meilleure adéquation entre le poids du titre dans l'indice et son poids dans le marché.

En 2004, les lois adoptées en 1993 ont été amendées afin de répondre au développement de la Bourse de Casablanca. Ces amendements ont porté sur l'élargissement des pouvoirs du CDVM en matière de contrôle et d'investigation et la réorganisation de la place de Casablanca en cinq compartiments⁴ afin de renforcer la lisibilité des investisseurs et assouplir les conditions d'accès à la cote. Durant la même année, un texte de loi régissant les offres publiques d'achat, de vente ou d'échange des actions, a été promulgué. En 2005, de nouveaux critères de séjour à la cote ont été mis en œuvre.

2.2. Incitations fiscales

Les marchés boursiers des PAA bénéficient d'une fiscalité relativement avantageuse, comme le montrent les exonérations des impôts sur les dividendes ainsi que sur les plus-values.

En Tunisie, les dividendes et les plus-values sont exonérés de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Pour les personnes morales, seules les plus-values sur cessions sont assujetties à l'IS.. D'autre part, les provisions pour dépréciation des actions cotées en bourse sont déductibles de l'impôt sur les sociétés et ce, dans la limite de 30% du bénéfice imposable.

En Egypte, le gouvernement offre des incitations additionnelles, en termes d'exonérations d'impôt pour encourager les entreprises à introduire leurs actions en bourse. Ainsi, les sociétés cotées aux bourses du Caire et d'Alexandrie en vertu de la loi 8-1997 bénéficient d'une exemption de l'impôt sur les sociétés égale au taux de prêt ou d'escompte de la banque centrale égyptienne.

Au Maroc, pour encourager l'introduction de nouvelles sociétés en bourse, un abattement de 25% de l'impôt sur les sociétés (IS) pendant 5 ans a été instauré par la Loi de Finances 2001. En cas d'introduction accompagnée d'une augmentation de capital d'au moins 20%, un abattement de 50% de l'IS est prévu⁵. Instituées à l'origine pour une durée de 3 ans, ces mesures ont été reconduites jusqu'au 31 décembre 2006 (Loi de Finances 2004).

Par ailleurs, le Maroc a instauré un régime fiscal favorable à l'investissement dans les valeurs mobilières. Il s'agit notamment de l'exonération des plus-values réalisées par les non résidents sur les cessions de valeurs mobilières cotées à la Bourse de Casablanca. Pour les personnes physiques résidentes, la Taxe sur les Profits de Cession des Valeurs Mobilières (TPCVM) a été réintroduite en janvier 2006, après quatre ans d'exonération (Loi de Finances 2006). De son côté, le régime des abattements applicable en la matière aux personnes morales résidentes a été reconduit pour une période de deux ans supplémentaire (jusqu'au 31 décembre 2007).

2.3. Ouverture aux capitaux étrangers

Les pays signataires de l'Accord d'Agadir ont opté pour une ouverture graduelle de leurs marchés boursiers aux investisseurs étrangers, en ligne avec la convertibilité de leurs comptes courants ainsi que la libéralisation d'une partie de leurs comptes capital.

⁴ Dont trois marchés actions : Marché Principal pour les grandes entreprises ; Marché Développement pour les entreprises de taille moyenne ; Marché Croissance pour les entreprises jeunes à fort potentiel de croissance.

⁵ Toutefois, les mesures envisagées ne concernent pas les sociétés privatisables et les sociétés financières.

Bien que les marchés boursiers égyptien et marocain soient très anciens, leur ouverture aux capitaux étrangers est relativement récente. Cette ouverture est consécutive à une refonte des textes qui élargit les possibilités d'intervention du capital étranger.

La Bourse de Casablanca a entamé sa libéralisation dès 1988, soit plusieurs années avant celle des autres PAA. Elle est également la première du groupe à avoir été cotée à l'American Depository Receipt (ADR), en avril 1996. Par ailleurs, les marchés boursiers marocain, égyptien et jordanien sont représentés dans les principaux indices boursiers émergents tels que le "MSCI EM Index" et le "S&P/IFCG". L'Égypte et le Maroc sont également présents dans le "S&P/IFCI" qui regroupe 22 pays émergents considérés comme relativement ouverts à l'investissement étranger.

Tableau 3 : Ouverture des marchés boursiers dans les PAA

Pays	Date de Création	Date de libéralisation	1 ^{ère} introduction ADR*	Participation étrangère
Egypte	1883/1903	1992	11/1996	- Pas de restrictions à l'investissement étranger dans la bourse des valeurs. - Plein accès des investisseurs étrangers aux marchés financiers (loi 95, relative au marché des capitaux).
Jordanie	1976	12/1995	12/1997	- Suppression de l'autorisation administrative d'achat des titres par les investisseurs étrangers.
Maroc	1929	06/1988	04/1996	- Pas de restrictions à l'accès au marché. - Rapatriement sans restriction du capital et des revenus d'investissement
Tunisie	1989	06/1995	02/1998	- Libéralisation partielle des investissements de portefeuille entrants (jusqu'à 49%)

Source: Banque Mondiale

* American Depository Receipt

Le marché boursier de la Jordanie est l'un des marchés émergents les plus ouverts aux investisseurs étrangers. Il a absorbé un volume important de capitaux étrangers, notamment depuis 1997, date à laquelle les plafonds pour les participations étrangères ont été supprimés⁶. Les opérateurs internationaux sont également autorisés à intervenir sur les marchés boursiers marocain et égyptien. Néanmoins, l'acquisition d'actions de sociétés cotées à la Bourse de Tunis par des investisseurs étrangers est soumise à une autorisation préalable du Conseil du marché financier si elle dépasse le seuil de 49% de la capitalisation boursière⁷.

⁶ La Jordanie est classée, selon l'indice de liberté économique publié en 2006 par le Wall Street Journal et la Heritage Foundation, comme la troisième économie la plus libre de la région MENA, après le Bahreïn et le Koweït, mais avant l'Arabie Saoudite, les Emirats Arabes Unis, le Liban, Oman, le Qatar, le Maroc, la Tunisie et l'Égypte.

⁷ Depuis 2006, l'investissement étranger n'est plus soumis à l'autorisation préalable dans les sociétés non soumises à une licence pour leur activité.

3. Evolution récente des marchés boursiers

En terme de performance, les places boursières des PAA ont enregistré une nette amélioration au cours des dernières années. Toutefois, le rythme de croissance des indices boursiers diffère d'une place à l'autre. Les indices boursiers jordanien (ASE) et égyptien (CMA) ont enregistré les plus fortes hausses, avec 92,9% et 83,3% respectivement en 2005 après une croissance de 62,4% et 52% respectivement en 2004. De son côté, l'indice général de la Bourse de Casablanca (MASI) a rebondi de 22,5% après un gain de 14,7% en 2004. Quant à l'indice tunisien (BVMT), il a enregistré une hausse de 17,2% après 3,7% en 2004.

Les performances enregistrées par les marchés boursiers marocain et tunisien demeurent toutefois en deçà de la moyenne des marchés arabes (+91,6% pour l'indice composite du Fonds Monétaire Arabe) et émergents (+30,3% pour l'indice "MSCI Emerging Markets" et +37,6% pour l'indice S&P/IFCG). En effet, contrairement aux autres marchés arabes, les deux places maghrébines n'ont pas profité suffisamment des conditions favorables créées par le faible niveau des taux d'intérêts sur les marchés internationaux et les excédents de liquidité générés par le recyclage des pétrodollars.

Tableau 4 : Indicateurs boursiers des PAA

	Capitalisation boursière				Volume des transactions		Taux de rotations		Nombre de sociétés cotées		Indice général	
	(Mrds de \$)		(% du PIB)		(% du PIB)		(en %)				(var. en %)	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Egypte	38,1	79,5	48,2	81,8	7,5	27,0	18,0	34,9	795	744	52,0	83,3
Jordanie	18,4	37,6	159,7	292,5	46,5	185,0	29,0	63,2	192	201	62,4	92,9
Maroc	25,2	27,3	46,5	54,8	7,8	21,4	14,9	28,8	53	55	14,7	22,5
Tunisie	2,6	2,8	8,8	10,3	0,9	1,9	10,0	18,7	44	45	3,7	17,2

Source: Fonds Monétaire Arabe, Bourses nationales

Par ailleurs, la hausse des indices boursiers en 2005 a été accompagnée par un doublement de la capitalisation boursière en Egypte et en Jordanie (+109% et +105% respectivement par rapport à 2004), contre une hausse relativement modérée en Tunisie et au Maroc (+24% et +22% respectivement)⁸. En terme relatif, la capitalisation boursière jordanienne s'est accrue de 133 points du PIB en 2005, loin devant l'Egypte et le Maroc (+34 et +8 points du PIB respectivement), alors qu'en Tunisie, ce ratio est resté relativement stable (+1,5 point du PIB).

Outre la bonne tenue des cours boursiers, la hausse de la capitalisation boursière dans les PAA, à l'exception de l'Egypte, a été favorisée par l'augmentation du nombre des sociétés cotées. Ainsi, le marché jordanien s'est renforcé de 12 nouvelles valeurs en 2005 contre 3 nouvelles introductions pour les cas du Maroc et de la Tunisie.

En Egypte, la capitalisation boursière a été également renforcée par de nouvelles opérations de privatisation, dont notamment celle de Telecom Egypt. En effet, 94% des recettes totales de privatisation réalisées en 2005, soit environ 15 milliards de livres, ont été réalisées via les bourses du Caire et d'Alexandrie.

⁸ Au Maroc, la capitalisation boursière s'est accrue de +93% en 2004, suite notamment à l'introduction de Maroc Telecom et de la Banque centrale populaire.

La hausse de la capitalisation des places boursières des PAA s'est traduite par une augmentation remarquable des volumes des capitaux traités sur ces marchés. En terme de volume de transactions rapporté au PIB, le marché des actions jordanien a été très actif en 2005 avec un ratio de 185% (après 46% en 2004), loin devant les marchés égyptien (27% après 7%) et marocain (21% après 8%), alors que la Bourse de Tunis est restée atone avec un ratio inférieur à 2% durant les deux dernières années.

En somme, le marché boursier marocain a enregistré des performances globalement satisfaisantes en 2005, en lien avec la hausse des résultats des entreprises (+27%) et le rebond de la confiance des investisseurs, tant nationaux que étrangers. En Tunisie, malgré la bonne tenue du secteur bancaire (+30% en 2005 pour l'indice sectoriel), le marché boursier affiche encore des difficultés à attirer l'investissement vers les autres secteurs, au moment où les restrictions sur les capitaux étrangers demeurent en place. En revanche, les indicateurs boursiers jordaniens ont atteint en 2005 leurs plus hauts niveaux depuis la création de la Bourse d'Amman en 1978, en lien avec la forte amélioration de l'activité économique et des résultats des entreprises. En Egypte, la performance exceptionnelle du marché boursier est intervenue dans un contexte marqué par la mise en oeuvre de nouvelles réformes et la relance du programme de privatisation.

Toutefois, les indices boursiers égyptien et jordanien ont enregistré de fortes corrections à la baisse au premier semestre 2006, avec des contre-performances respectives de 24% et 21% à fin juin⁹. Celles-ci ont été provoquées par un début de panique sur les principales bourses arabes. Les investisseurs, soucieux de prendre leurs bénéfices, ont fortement pesé sur les cours par la vente des titres. Le mouvement a été amplifié par la panique des petits épargnants. Ces corrections des cours ont, néanmoins, permis un début d'assainissement du marché, les niveaux de valorisation élevés atteints par les deux places ne correspondent pas aux fondamentaux économiques ni aux résultats des sociétés cotées.

Comparativement au niveau de valorisation des principales places arabes, les bourses maghrébines s'avèrent, toutes choses égales par ailleurs, encore attractives et présentent un potentiel de croissance conséquent¹⁰. En effet, les marchés boursiers tunisien et marocain ont enregistré des performances respectives de 27% et 46% au cours des neuf premiers mois 2006¹¹. La bonne tenue de la place de Casablanca s'explique en particulier par les bons résultats des entreprises cotées, l'amélioration des perspectives économiques ainsi que l'afflux des capitaux étrangers, notamment arabes.

⁹ L'indice égyptien avait enregistré une chute de 36% par rapport à son plus haut historique du 7 février. Toutefois, cette baisse a été compensée par une performance positive au cours du troisième trimestre 2006 (+30%), alors que l'indice jordanien est resté quasiment stable sur la même période.

¹⁰ A fin 2005, les bourses marocaine et tunisienne affichent des PER proches de 20 et 15 respectivement, alors qu'en Egypte et en Jordanie ces ratios ont atteint 22 et 44 respectivement. Le PER moyen de la région arabe avoisine le multiple de 30.

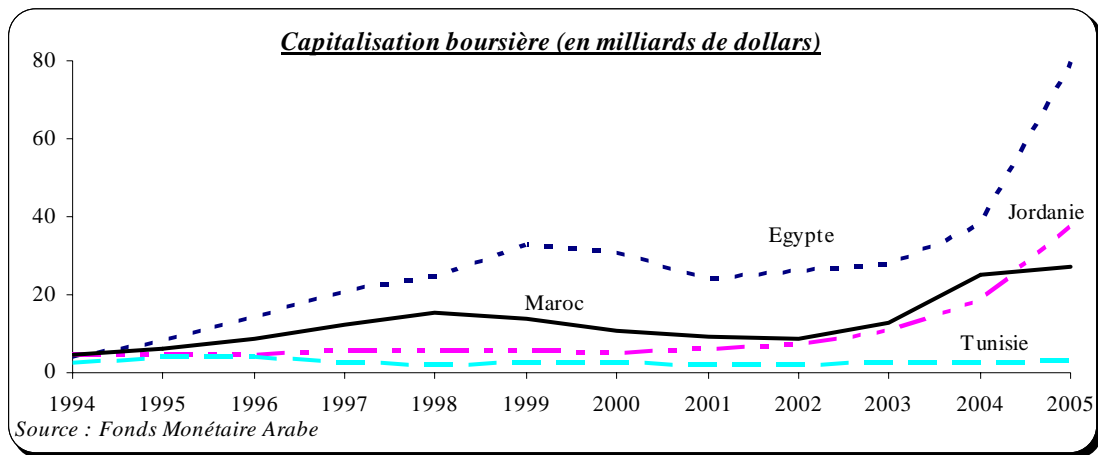
¹¹ L'indice général de la bourse de Casablanca avait enregistré une hausse remarquable sur les premiers mois de 2006, atteignant une performance annuelle de 54% le 9 mai, avant de revenir à des niveaux jugés soutenables.

4. Performances boursières en 1994-2005

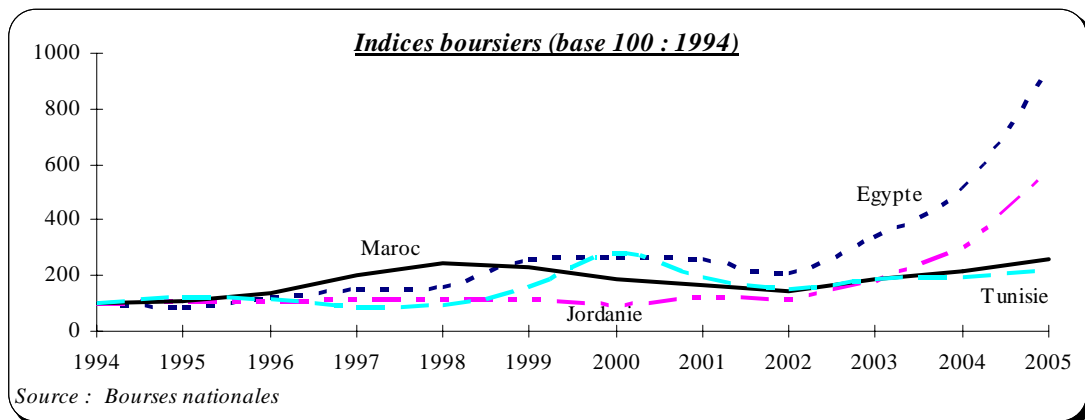
Pour mieux appréhender le développement des marchés boursiers des PAA durant la dernière décennie, il serait utile d'analyser les performances de ces marchés à travers la référence à un certain nombre d'agrégats boursiers, en l'occurrence la capitalisation boursière, le degré de liquidité et le niveau de valorisation (PER).

4.1. Capitalisation boursière

L'évolution de la capitalisation boursière dans les PAA durant la dernière décennie fait apparaître des divergences notables. C'est la bourse égyptienne qui a enregistré la plus grande performance avec une croissance annuelle moyenne de 30% entre 1994 et 2005, suivie des bourses jordanienne et marocaine avec des hausses respectives de 21% et 18%. Quant à la bourse tunisienne, elle est demeurée en quasi-stagnation sur la période considérée.



Outre l'effet suscité par les nouvelles introductions et augmentations de capital, le développement de la capitalisation boursière est intimement lié à l'évolution des cours boursiers. Entre 1994 et 2005, l'indice boursier général égyptien s'est accru de 23% en moyenne annuelle contre 17%, 9% et 8% respectivement pour les indices boursiers jordanien, marocain et tunisien. A titre de comparaison, l'indice "AMF composite" des bourses arabes a enregistré une performance annuelle de 14% durant la même période.



En termes relatifs, l'examen de la capitalisation boursière rapportée au PIB montre le fort dynamisme de la Bourse d'Amman, qui a enregistré la croissance la plus rapide au niveau des pays arabes. Entre 1994 et 2005, ce ratio s'est accru de 214 points en Jordanie contre 73 points en Egypte et 38 points au Maroc, alors qu'il s'est replié de 6 points en Tunisie.

Parmi les PAA, seule la bourse jordanienne rivalise favorablement avec les marchés émergents en terme de capitalisation boursière rapportée au PIB. Le taux atteint par la Jordanie (292% du PIB) est l'un des plus élevés dans le monde, en ligne avec les grandes avancées législatives et techniques qu'a connues la Bourse d'Amman. Par ailleurs, la croissance économique jordanienne au cours des dernières années, la diminution des taux d'intérêt, la stabilité politique du pays sont autant de facteurs qui ont favorisé l'attrait de la bourse jordanienne aux investisseurs locaux et internationaux, principalement arabes.

Tableau 5 : Capitalisation boursières (en % du PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Egypte	8	13	21	28	29	37	35	31	32	41	48	82
Jordanie	78	74	70	75	74	72	59	71	75	110	160	292
Maroc	17	18	24	37	42	40	32	27	22	28	47	55
Tunisie	16	23	20	13	11	13	15	11	9	9	9	10
MENA	..	13	20	23	25	28	20	18	20	27	37	48
Revenu moyen	33	31	34	31	25	40	37	34	31	41	43	50
Monde	58	62	69	78	92	119	103	90	73	89	96	100

Source : Bourses Nationales, Banque Mondiale

Dans le même sillage, la capitalisation de la bourse marocaine a connu une nette progression au cours de la décennie 90, passant de 12% du PIB en 1993 à 42% du PIB en 1998. Cela s'explique aussi bien par les diverses augmentations de capital des sociétés cotées que par les nouvelles introductions suite aux opérations de privatisation¹². Les augmentations de capital ont concerné principalement le secteur bancaire suite à la mise en application de nouvelles règles prudentielles¹³.

Néanmoins, entre 1998 et 2002, la capitalisation boursière en pourcentage du PIB s'est repliée pour s'établir à 22% en 2002. Cette contre-performance est attribuée notamment à la faiblesse des résultats des entreprises cotées, la rareté de nouvelles introductions, le faible niveau de liquidité et la prépondérance du financement bancaire traditionnel et ce, malgré les efforts consentis par les pouvoirs publics en termes d'incitations fiscales (Loi de Finances 2001).

Depuis 2003, la capitalisation boursière est repartie à la hausse, s'établissant à 55% du PIB en 2005. Ce rebondissement s'explique principalement par une série de nouvelles introductions et augmentations de capital en bourse¹⁴. Il découle également du rebond des cours boursiers, en lien avec l'amélioration des résultats des entreprises cotées.

¹² Il s'agit de : CTMLN, CIOR (HOLCIM MAROC), SOFAC CREDIT, SNI, BMCE, CREDIT EQDOM, SAMIR, SONASID, FERTIMA, SMI.

¹³ En particulier, le coefficient minimum de solvabilité est porté à 8% contre 5,5% fixé initialement. Il s'agit d'un rapport minimum entre d'une part, le total de leurs fonds propres et d'autre part, les éléments de leur actif et leurs engagements par signature, affectés d'un taux de pondération en fonction de leur degré de risque.

¹⁴ Entre 2003 et 2005, les opérations d'augmentation de capital à travers la bourse ont porté sur un montant global d'environ 7,5 milliards de dirhams, réalisé essentiellement par les secteurs financier (BCM, BMCI, MAROCAINE VIE, SOFAC CREDIT) et énergétique (AFRIQUIA GAZ).

La capitalisation de la bourse marocaine est caractérisée par sa très forte concentration. La part des 10 plus grandes sociétés cotées dans la capitalisation boursière totale est de l'ordre de 77% en 2005 contre 70% en Jordanie et 63% en Tunisie. En Egypte, la part des 10 plus importantes capitalisations ne représentait que 37% en 2004. La capitalisation de la Bourse de Casablanca est le fait d'un nombre limité de secteurs, à savoir les télécommunications (35% de la capitalisation totale en 2005), les banques (21%), le bâtiment et les matériaux de construction (13%), les sociétés de portefeuilles-holdings (12%). En Egypte, le secteur des télécommunications représente également une part importante de la capitalisation boursière, suivi du bâtiment et matériaux de construction et des services financiers. En Jordanie et Tunisie, le secteur bancaire est bien représenté avec plus de la moitié de la capitalisation boursière (62% et 55% respectivement en 2005).

Par ailleurs, le nombre de sociétés cotées à la Bourse de Casablanca (55 en 2005) reste très inférieur à celui qui prévaut en Egypte (744) et en Jordanie (201). L'existence d'un grand nombre de valeurs inscrites à la bourse des valeurs égyptienne s'explique notamment par les mesures fiscales incitatives (cf. 2.2. incitations fiscales). Toutefois, parmi les centaines de valeurs que compte le CASE, seules quelques dizaines sont véritablement actives ; les autres valeurs cotées sont le fait des PME dont le volume échangé demeure somme toute très faible.

Tableau 6 : Evolution du nombre de sociétés cotées en bourse

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Egypte	700	746	646	650	861	1033	1076	1110	1151	978	795	744
Jordanie	95	97	98	139	150	152	163	161	158	161	192	201
Maroc	61	44	47	49	53	54	53	55	55	52	53	55
Tunisie	21	26	30	34	38	44	44	45	46	45	44	45

Source: Bourses nationales

Au Maroc, le rythme de croissance de l'effectif des entreprises admises à la cotation boursière demeure relativement lent. Entre 1995 et 2005, le nombre de sociétés cotées ne s'est accru que de 11 entreprises contre 106 en Jordanie et 19 en Tunisie¹⁵. En effet, seulement 25 nouvelles introductions ont été réalisées à la bourse de Casablanca contre 14 radiations durant la période considérée¹⁶. Toutefois, le rythme des introductions s'est accéléré en 2006, dernière année d'une période de cinq ans d'incitations fiscales (Cf. 2.2. page 7), avec sept nouvelles recrues¹⁷ à fin novembre.

¹⁵ La diminution progressive du nombre des sociétés cotées en Egypte depuis 2002 s'explique par la mise en place d'une réglementation plus stricte et plus proche des standards internationaux. En effet, le CASE a adopté en 2002 de nouvelles règles de cotation ainsi qu'une nouvelle organisation du marché "hors-cote".

¹⁶ Entre 2002 et 2005, il n'y a eu que 5 introductions à la bourse de Casablanca contre 5 radiations. Les nouvelles introductions ont concerné MAROC TELECOM, BANQUE CENTRALE POPULAIRE, SOTHEMA, LYDEC, DARI COUSPATE. Les radiations ont porté sur la BNDE, LONGOMETAL AFRIQUE, CREDOR (suite à leur demande), WAFABANK (suite à son absorption par la BCM), DIAC EQUIPEMENT (suite à son non respect des critères de séjour à la cote).

¹⁷ Il s'agit de : RISMA, MEDIACO MAROC, CARTIER SAADA, DOUJA PROMOTION GROUPE ADDOHA (DPGA), DISTRISOFT Maroc, la société COLORADO et FENIE BROSSETTE. Les autres introductions attendues à l'horizon 2007 sont : MEDITEL, SOMEPI TEXACO LUBRIFIANTS, CONSERVES DE MEKNES, la banque CREDIT AGRICOLE, les compagnies d'assurance ATLANTA et SANAD, filiales du groupe HOLMARCOM. Il y aurait également les entreprises publiques privatisables comme COMANAV, DRAPOR et BIOPHARMA.

Le développement du marché boursier marocain est entravé par le faible nombre de sociétés cotées. Cette situation semble être liée à la structure du capital des entreprises marocaines. En effet, bien que le tissu productif marocain compte un grand nombre d'entreprises ayant une forme juridique de sociétés de capitaux éligibles à la cote de la bourse, celles-ci sont généralement des petites et moyennes entreprises à caractère familial, moins enthousiastes à ouvrir leur capital.

4.2. Liquidité

Les volumes échangés sur les bourses des PAA sont généralement assez faibles, avec des ratios de rotation en deçà de la moyenne mondiale.

Toutefois, le marché boursier jordanien a enregistré une croissance exponentielle en terme des capitaux traités au cours des dernières années, pour devenir l'un des marchés les plus animés tant en terme absolu qu'en terme relatif. En effet, le volume des transactions sur la Bourse d'Amman a atteint environ 24 milliards de dollars en 2005, ce qui représente le double du PIB jordanien contre à peine 6% du PIB en 2000. Bien que le marché égyptien traite 3 à 4 fois le volume négocié sur la Bourse de Casablanca, ces deux marchés demeurent globalement comparables relativement à la taille de leurs économies respectives, avec des volumes de transactions d'environ un 10^{ème} de leurs PIB respectifs en moyenne durant la période 2000-2005. Le marché tunisien reste atone avec un volume de transactions moyen proche de 2% du PIB durant la même période.

Au Maroc, le volume total des transactions en actions a enregistré une hausse progressive durant les années 1990 pour atteindre 84 milliards de dirhams en 1999, représentant 24% du PIB. Il s'est inscrit ensuite en baisse, passant à 19 milliards de dirhams en 2002, soit 5% du PIB, en lien avec la baisse générale de l'activité sur le marché et la dissipation de l'effet exceptionnel de certaines opérations de privatisation réalisées sur la période 1995-1997.

Au cours des dernières années, la réalisation de certaines opérations stratégiques d'envergure¹⁸ ainsi que de grandes introductions en bourse ont renforcé le volume traité qui est reparti en hausse pour s'établir à 98 milliards de dirhams en 2005, soit 21% du PIB¹⁹.

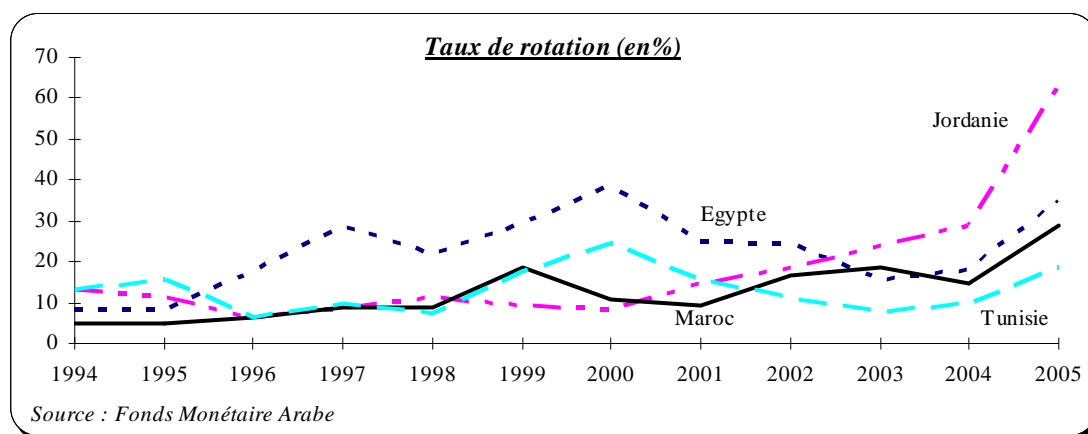
En terme de rotation des actions cotées, le marché boursier égyptien a affiché une bonne performance durant la période 1994-2005 avec un ratio de 23% en moyenne annuelle contre 18% pour la Jordanie et environ 13% pour le Maroc et la Tunisie.

¹⁸ Les opérations stratégiques ont été réalisées essentiellement par des holdings ou des banques : échange en 2004 d'importants blocs de titres ONA et SNI, d'un volume global de 20 milliards de dirhams, suite à la conclusion d'un accord entre le groupe SIGER/ERGIS et l'ONA visant à rééquilibrer la structure financière des holdings ONA et SNI ; offres publiques d'achat et d'échange visant les actions WAFABANK initiées par la BCM ; lancement par la BMCE et la BMCI de programmes de rachat d'actions, pour réguler leurs cours en bourse, portant respectivement sur environ 10% et 5% de leur capital.

¹⁹ La forte expansion du volume traité sur la bourse de Casablanca en 2005 (+185%) est attribuée aussi bien à la liquidité améliorée sur le marché central (+147%), suite notamment à l'animation apportée par MAROC TELECOM, qu'au dynamisme marqué sur le marché de bloc (+215%). Ce dernier a drainé 61 milliards de dirhams, soit 62% du chiffre d'affaires actions traité en 2005, grâce en partie à des opérations "allers-retours" réalisées en fin d'année, sur fond d'anticipation de la réintroduction éventuelle de la taxe sur les plus-values boursières dans la Loi de Finances 2006.

La hausse du ratio de rotation en Egypte entre 1995 et 2000 découle du fait que les transactions sur les places du Caire et d'Alexandrie ont été dopées par la cession de certaines entreprises publiques. Cependant, suite au ralentissement du rythme de privatisation, à la dévaluation de la livre égyptienne et à la dégradation de la situation géopolitique régionale, ce ratio a enregistré une chute de 23 points entre 2000 et 2003, passant à 18%, avant de remonter à 35% en 2005.

En Jordanie, le taux de rotation a enregistré une croissance remarquable durant les dernières années, passant de 8% en 2000 à 63% en 2005. De son côté, la rotation des titres cotés à la Bourse de Casablanca s'est également améliorée au fil des années pour atteindre 29% en 2005. En moyenne, environ 17% de la capitalisation boursière ont été échangées annuellement en 2000-2005 contre près de 9% en 1994-1999.



Par ailleurs, les transactions en actions se caractérisent toujours par leur concentration sur un nombre limité de valeurs les plus liquides. Les 10 valeurs les plus actives sur le marché boursier marocain s'adjugent entre 70 et 90% des échanges effectués sur les actions cotées, selon les années. En 2005, la part du top 10 des valeurs les plus liquides s'est établie à 72% du volume traité contre 63% en Tunisie et 60% en Jordanie. En Egypte, le top 10 comptait pour 55% du volume des transactions en 2004. Sur le marché central, quatre valeurs les plus actives ont réalisé à elles seules 50% du volume enregistré en 2005 : Maroc Telecom (22%), ONA (10%), BMCE (9%) et ATTIJARIWafa BANK (8%).

La faiblesse de la liquidité du marché marocain des actions est davantage attribuable à la carence de l'offre qu'à celle de la demande²⁰. Cette situation limite les possibilités de diversification des portefeuilles des agents non financiers : les fonds de placement sont principalement constitués d'obligations et d'OPCVM monétaires²¹. L'insuffisance de la liquidité de la bourse marocaine s'explique également par la faiblesse du flottant en bourse, qui dépasse rarement les 10 % du capital, et par la valeur unitaire trop élevée de certaines actions.

²⁰ A titre d'illustration, le capital mis à la disposition du public lors des nouvelles introductions est généralement sur-souscrit plusieurs fois par les investisseurs : 25 fois pour la valeur Lydec (pour 14% de son capital), 21 fois pour Maroc Telecom, près de 9 fois pour la BCP, 24 fois pour Risma, 39 fois pour Colorado,...

²¹ A fin mars 2006, les OPCVM obligations représentaient 88% de l'encours total des OPCVM (99 milliards de dirhams), alors que les OPCVM actions et diversifiés ne comptaient que pour 7% et 5% respectivement.

En somme, l'insuffisance relative de la liquidité des marchés des PAA s'explique par le faible recours aux marchés des actions pour mobiliser des ressources nécessaires au financement de l'investissement des entreprises. Elle découle également de l'étroitesse des marchés secondaires et de l'attitude conservatrice des investisseurs sur le marché (*buy and hold*).

4.3. Valorisation

Les valorisations des bourses des PAA, mesurée par le Price Earnings Ratio (PER), demeurent élevées par rapport à d'autres marchés de taille comparable. En 2005, le ratio cours/bénéfices s'est situé à près de 17 en Tunisie, 19 au Maroc, 22 en Egypte et 44 en Jordanie, soit des ratios largement supérieurs à la moyenne des marchés émergents (15 pour l'indice MSCI Emerging Markets) et à la moyenne mondiale (environ 15 pour le MSCI World).

Tableau 7 : Price-Earnings Ratios (PER)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Egypte	11,3	11,2	8,6	7,7	6,8	7,7	7,1	8,8	15,6	22,0
Jordanie	17,5	14,3	16,3	14,3	14,8	15,3	13,0	21,7	31,1	44,2
Maroc	13,8	15,9	19,0	17,6	13,4	11,0	9,8	18,4	16,1	19,4
Tunisie	23,0	12,0	10,0	13,0	16,6	9,9	7,7	10,4	11,0	16,6
MSCI Marchés émergents			17,7	27,2	14,9	14,0	14,0	15,0	12,2	15,0
MSCI Europe et Moyen Orient			16,4	37,3	14,1	13,1	16,3	14,7	12,6	17,1

Source: Bourses nationales, Morgan Stanley Capital International (MSCI).

Après avoir fortement reculé durant la période 1999-2002, les niveaux de valorisation des quatre places boursières retenues se sont inscrits sur une tendance haussière, en lien avec le renchérissement des cours boursiers. C'est la Bourse d'Amman qui a enregistré la plus forte hausse de son PER durant la dernière période, pour s'établir à 44 en 2005, soit le double du PER de la bourse égyptienne. La valorisation de cette dernière qui, jusqu'en 2003, était réputée parmi les plus attractives, est désormais plus chère comparativement aux deux marchés boursiers maghrébins.

Sur le marché marocain, la baisse des cours boursiers entre 1998 et 2002 s'est traduite par une baisse des niveaux de valorisation, puisque à la fin de l'année 2002, le PER moyen du marché a atteint son niveau le plus bas, soit un multiple proche de 10. Rappelons que le niveau élevé du PER moyen, qui s'établissait à 19 à la fin de l'année 1998, était considéré comme une cause fondamentale de la correction qui s'en est suivie.

Suite au rebond des cours boursiers entamé depuis 2003, le PER moyen de la place de Casablanca est reparti en hausse pour atteindre un multiple de 19 en 2005, soit le plus haut niveau atteint depuis 1998. La légère baisse du ratio observée en 2004 découle en particulier de l'introduction de Maroc Telecom, dont le PER était alors estimé à 16.

Avec des ratios cours/bénéfices désormais très élevés comparativement à la moyenne des marchés émergents, les bourses des PAA semblent, toutes choses égales par ailleurs, moins attrayantes pour les investisseurs. Cette situation devrait entraîner des corrections à la baisse des cours boursiers, notamment sur le marché jordanien. En effet, un niveau élevé de valorisation d'un marché ne serait soutenable que si les perspectives de croissance des bénéfices durant les prochaines années s'avèrent prometteuses.

Toutefois, comparativement aux autres pays de la région arabe, les marchés boursiers marocain et tunisien s'avèrent encore attractifs eu égard à leurs niveaux de valorisations respectifs. Dans ce contexte, les deux places maghrébines pourraient attirer davantage de capitaux étrangers, notamment des pétrodollars, moyennant une offre conséquente de titres sur le marché primaire.

5. Rôle des privatisations et des investissements étrangers

Les pays signataires de l'Accord d'Agadir ont engagé, depuis le début des années 1990, un vaste programme de privatisation qui a contribué de manière significative à approfondir leurs marchés boursiers. Les privatisations ont été à l'origine d'un grand nombre de cotations sur les marchés marocain, tunisien, égyptien et jordanien. Elles ont par ailleurs attiré l'investissement direct étranger dans nombre de secteurs d'activité, particulièrement dans les services.

Ainsi, à fin 2005, le bilan des privatisations au Maroc montre que 70 entreprises ont totalement ou partiellement été cédées depuis 1993. Ces privatisations ont permis de dégager un total de recettes cumulées de plus de 77 milliards de dirhams²², dont 16% réalisées par offre publique de vente (OPV) à la bourse des valeurs (contre 54% par appel d'offres et 29% par attribution directe). La part des OPV à la Bourse de Casablanca dans les recettes de privatisation, à fin 2005, reste limitée comparativement à celle observée en Egypte (68%), mais demeure supérieure à celle réalisée en Tunisie (4,5%).

Les OPV en bourse, comme mode de transfert des entreprises publiques, restent également faibles en Tunisie. Elles représentaient, au 10 avril 2006, à peine 4,5% des recettes de privatisations et 7% des entreprises privatisées (12 entités sur un total de 197). En revanche, le marché boursier égyptien a permis de drainer, à fin 2005, près des deux tiers des revenus de privatisation et un quart des entreprises privatisées (une soixantaine de sociétés sur un total de 236).

²² Au Maroc, plus de 80% des recettes de privatisation à fin 2005 ont été réalisées par les investisseurs étrangers (75% par les français). En Tunisie, la participation étrangère est estimée à 75% du programme de privatisation.

L'entrée en bourse des entreprises privatisées a été largement ressentie au niveau du dynamisme du marché financier marocain durant la période 1993-1998 et, surtout, depuis l'introduction de 14,9% du capital de Maroc Telecom en 2004. On remarque une grande corrélation entre l'amélioration des indicateurs boursiers et le rythme des privatisations. Plusieurs cotations en bourse sont issues des opérations de privatisation (13 sociétés privatisées inscrites à la cote sur un total de 55). La capitalisation boursière a été multipliée par 8 entre 1993 et 2005, passant de 30 milliards de dirhams à plus de 250 milliards de dirhams. A fin 2005, la capitalisation boursière des sociétés privatisées représentait plus de la moitié de la capitalisation totale²³. A titre de comparaison, les sociétés privatisées en Jordanie et en Tunisie ne comptaient que pour environ 15% et 30% respectivement de la capitalisation boursière à la même date.

Les privatisations ont permis d'attirer d'importants flux de capitaux étrangers vers les marchés boursiers des PAA. Au Maroc, l'investissement étranger à la Bourse de Casablanca s'est inscrit en hausse au cours des dernières années, pour atteindre près de 35,6% de la capitalisation boursière en 2005 contre 29,7% en 2004 et 21,6% en 2003²⁴. Cette évolution s'explique principalement par l'augmentation de la participation de Vivendi Telecom International dans le capital de Maroc Telecom de 35% en 2004 à 51% en 2005. La participation étrangère est également importante dans les secteurs bancaire, des mines et de l'énergie. Les capitaux étrangers investis à la Bourse de Casablanca sont constitués essentiellement de participations stratégiques. En effet, le flottant détenu par les étrangers et les Marocains résidents à l'étranger (MRE) reste faible dans la mesure où il représente 2,6% de la capitalisation boursière à fin 2005, contre 1,9% en 2004 et 1,4% en 2003. Par ailleurs, l'investissement étranger à la Bourse de Casablanca est dominé à hauteur de 75% par les personnes morales françaises, qui détiennent 25% de la capitalisation boursière.

La participation étrangère au marché des actions marocain est désormais supérieure à celle enregistrée en Egypte et en Tunisie (respectivement 35% et 28% de la capitalisation boursière à fin 2005). C'est en Jordanie que la participation étrangère est la plus importante avec 45% de la capitalisation boursière en 2005, dont 36% détenus par des investisseurs arabes.

En somme, les privatisations et les investissements étrangers ont permis d'élargir le marché et de dynamiser les bourses des valeurs des PAA. Toutefois, les programmes de privatisation en cours semblent venir à terme²⁵. Ceci est d'autant plus préoccupant que les entreprises européennes, certes premiers investisseurs dans la région, ont poursuivi leurs stratégies d'acquisitions transfrontalières dans d'autres régions telles que l'Asie, l'Europe Centrale et l'Amérique du Sud. Face à cette situation, les PAA devraient explorer d'autres facteurs d'attractivité des investisseurs nationaux et étrangers, et poursuivre la consolidation du cadre juridique et réglementaire, pour que les opérations de privatisation se réalisent dans des conditions de rigueur et de transparence.

²³ A elle seule, Maroc Telecom pesait 35% de la capitalisation totale à fin 2005.

²⁴ Selon le rapport du CDVM sur l'investissement étranger.

²⁵ Au Maroc, environ la moitié des 114 entreprises publiques identifiées en 1993 pour des opérations de privatisation avaient été vendues à fin 2005. Il existe encore quelques opportunités de privatisation au Maroc, avec une dizaine d'entreprises publiques inscrites sur la liste des privatisables pour 2006 et 2007. Par ailleurs, il existe une forte volonté du gouvernement marocain pour défricher mieux les secteurs les plus stratégiques. Ce qui est d'ailleurs prouvé par une série de lois qui ont été adoptées et qui visent à instaurer un environnement concurrentiel et à ouvrir ces secteurs à l'initiative privée.

6. Rôle de la bourse dans le financement de l'économie

La contribution de la Bourse de Casablanca au financement de l'investissement s'est améliorée progressivement ces dernières années. Les fonds levés à travers l'appel public à l'épargne (APE) rapportés à la FBCF sont passés de 4,7% en 1999 à 11,3% en 2004.

Tableau 8 : Un financement encore limité de l'économie marocaine

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Augmentation de capital en numéraire (MDH)	713	2 146	669	72	251	521
Cumul des APE sur le marché primaire (MDH)	3 841	5 485	6 206	7 883	7 548	12 089
Augmentation de capital en numéraire / APE	18,6%	39,1%	10,8%	0,9%	3,3%	4,3%
APE / Encours des crédits bancaires	2,7%	3,4%	3,7%	4,5%	4,0%	6,1%
APE / FBCF	4,7%	6,4%	7,3%	8,6%	7,7%	11,3%

Source : CDVM

En valeur, les fonds levés sur le marché primaire ont plus que triplé entre 1999 et 2004 pour s'établir à 12 milliards de dirhams. Cette évolution s'explique par l'accroissement significatif des émissions d'obligations privées et de billets de trésorerie, compte tenu des faibles niveaux des taux d'intérêt obligataires.

La comparaison avec le financement bancaire montre que l'effet de désintermédiation a tendance à gagner en ampleur. En effet, le montant des émissions par APE rapporté à l'encours global des crédits bancaires s'est inscrit en hausse continue, passant à 6,1% en 2004 contre 2,7% en 1999.

Toutefois, les augmentations de capital en numéraire sont encore faibles avec environ 700 millions de dirhams en moyenne annuelle durant la période 1999-2004. Elles ne représentent qu'une faible part des appels publics à l'épargne (environ 10% des montants levés en 1999-2004). Leur part s'est inscrite en nette baisse ces dernières années pour s'établir à 4,3% en 2004 contre 39,1% en 2000.

7. Caractéristiques du marché boursier marocain

Certaines des caractéristiques de la Bourse de Casablanca sont communes aux marchés des pays signataires de l'Accord d'Agadir. D'autres sont plutôt spécifiques à la place marocaine. Il s'agit de :

- la faiblesse de la taille relative du marché : La capitalisation boursière rapportée au PIB demeure faible comparativement à la place d'Amman dont le ratio rivalise favorablement avec celui des pays émergents, voire même avec des pays développés.
- Le nombre de sociétés cotées est relativement limité comparativement à l'Egypte et la Jordanie. Les nouvelles introductions se font rares, reflétant en particulier la réticence des chefs d'entreprises, soucieux de préserver le caractère familial de leurs entreprises.
- l'insuffisance de la liquidité du marché : Les volumes échangés en bourse sont relativement faibles, avec un ratio de rotation de 13% en moyenne sur la période sous-revue, le plus faible parmi les pays de l'échantillon. Le flottant dépasse rarement 10% du capital en raison de l'attitude des actionnaires majoritaires qui conservent les actions des sociétés les plus performantes.

- la forte concentration de la capitalisation boursière et des transactions sur un nombre limité de valeurs les plus liquides : La bourse marocaine est dominée par les valeurs bancaires, les holdings et dernièrement les télécommunications. L'existence de nombreuses valeurs non liquides demeure un facteur de fragilité qui de surcroît limite les possibilités de diversifications des portefeuilles.
- En terme de valorisation, la Bourse de Casablanca est considérée parmi les places boursières émergentes les plus chères, avec un PER de 19 en 2005. Toutefois, le marché boursier marocain s'avère encore attractif comparativement aux principales places arabes. Le niveau élevé de valorisation de ces dernières, avec un PER aux alentours de 30, a provoqué un fort mouvement de correction à la baisse en 2006.
- L'essor du marché boursier marocain est intimement lié à la dynamique des privatisations. La part de la capitalisation boursière des entreprises privatisées dans la capitalisation totale a atteint, à fin 2005, plus de la moitié de la capitalisation totale (dont 35% pour Maroc Telecom). Toutefois, l'essoufflement du processus de privatisation met à l'ordre du jour la nécessité d'assurer d'autres relais pour le développement de la place de Casablanca.
- Malgré sa croissance progressive, la contribution de la bourse des valeurs au financement de l'économie est encore limitée. L'activité du marché primaire demeure faible et concentrée sur les émissions obligataires. Les augmentations de capital en numéraire ne représentent qu'une faible part des appels publics à l'épargne (environ 10% des montants levés en 1999-2004). Le financement bancaire reste ainsi la principale source de financement intermédié des entreprises marocaines.
- L'attractivité relative de la bourse marocaine pour les investisseurs étrangers demeure faible comparativement à la bourse jordanienne. En 2005, la part de la capitalisation boursière détenue par les étrangers a été de 35,6% au Maroc contre 45% en Jordanie. Contrairement aux pays du Mashrek, le Maroc n'a pas bénéficié suffisamment de l'afflux des capitaux arabes vers la région depuis les événements de septembre 2001.

8. Eléments d'amélioration de l'attractivité de la Bourse de Casablanca

Sur la base du diagnostic établi, qui fait ressortir les forces et faiblesses de la place boursière marocaine, et en se basant sur les meilleures pratiques internationales, quelques recommandations visant à améliorer le fonctionnement du marché boursier et à renforcer son attractivité peuvent être avancées. Il s'agit notamment de :

Encourager les nouvelles introductions en bourse : Le tissu productif marocain compte de nombreuses entreprises qui remplissent les conditions d'admissibilité à la bourse, mais qui sont encore réticentes à ouvrir leur capital au public. A cet effet, le renforcement du dispositif incitatif pourrait accroître l'intérêt de ces entreprises pour la cotation à la bourse.

Renforcer la liquidité du marché : faciliter l'entrée et la sortie des investisseurs, élargir le nombre de titres en circulation en réduisant la valeur nominale de certaines actions cotées ; augmenter le flottant des sociétés cotées en diminuant la part détenue par l'Etat et les entités publiques, diversifier les valeurs cotées (actions avec ou sans droit de vote, actions avec dividende prioritaire,...) ; accroître le rôle des "market makers" dans l'animation du marché.

Développer de nouveaux produits financiers : pour permettre aux différents intervenants de choisir entre des instruments plus diversifiés en terme de risque et de rendement. La création d'un marché des produits dérivés devrait également contribuer à l'animation de la place boursière marocaine.

Poursuivre la modernisation du marché financier en vue de se mettre en conformité avec les normes des marchés internationaux. Il s'agit en particulier d'approfondir l'amélioration du cadre réglementaire et institutionnel et de renforcer la sécurité et la transparence du marché et des intervenants (contrôle, audit, code de bonne conduite, bonne gouvernance,...).

Renforcer le système d'information boursière à travers la diffusion de l'information, de manière claire, exacte et opportune, à toutes les parties prenantes. A cet effet, le développement de l'utilisation des nouvelles technologies d'information s'avère indispensable. La fiabilité de l'information microéconomique communiquée est un élément primordial pour le bon fonctionnement et l'attrait du marché.

Améliorer la gouvernance des entreprises : promotion de la transparence et de l'efficacité des marchés ; protection et facilitation de l'exercice des droits de l'actionnaire ; traitement équitable de tous les actionnaires ; reconnaissance des droits des actionnaires établis par loi ou par des conventions ; s'assurer que l'information opportune et précise concernant la société (situation financière, performances, propriété et gouvernance) est diffusée ; s'assurer que la gestion est efficacement surveillée par le conseil d'administration (ou de surveillance) et que la responsabilité revient, in fine, à l'entreprise et aux actionnaires.

Mettre en valeur le climat d'investissement : Parmi les facteurs institutionnels qui pèsent sur le climat des affaires, figurent le fonctionnement de l'Administration, la qualité du système judiciaire, la liberté économique (marchés concurrentiels et droit de la propriété), la législation sur le travail et le fonctionnement du secteur financier. L'amélioration de ces facteurs est de nature à impacter positivement l'investissement privé, national et étranger.

Promouvoir la culture boursière : lancement des campagnes de sensibilisation des petits épargnants quant aux opportunités d'investissement en bourse ; diffusion sur différents supports médiatiques d'une information simplifiée sur l'activité de la bourse et des sociétés cotées ; mise à la disposition des enseignants et des étudiants des universités et des écoles de commerce des programmes de formation, rapports et études relatifs au marché boursier.

Développer l'intégration financière régionale : On s'attend à ce que l'intégration financière accrue entre les pays arabes apporte des avantages considérables aux investisseurs de la région. En effet, l'élargissement des offres liquides sur le marché financier est de nature à abaisser les coûts de financement pour les entreprises domestiques souhaitant lever des fonds localement. Par ailleurs, dans un contexte de convergence des rendements de capitaux sur les marchés mondiaux, les investisseurs internationaux seront disposés à diversifier leurs portefeuilles en misant sur les marchés financiers arabes qui présentent un éventail de risques/rendements conséquent. Enfin, la création à terme d'une bourse arabe unifiée, composée des valeurs les plus actives dans la région, devrait augmenter la liquidité de ces valeurs et attirer de nouveaux investisseurs.

Conclusion

Dans les années 1990, le rythme de développement des marchés boursiers des PAA était dans l'ensemble à la traîne des évolutions observées dans d'autres régions émergentes. Outre le lancement tardif du processus de réforme, la lenteur du développement des marchés boursiers à l'époque s'explique par le fait que les réformes des marchés financiers ont été essentiellement concentrées sur le secteur bancaire qui reste la principale source de financement.

Au cours des dernières années, les marchés boursiers des PAA (à l'exception de la Tunisie) se sont inscrits dans une phase de croissance plus rapide, profitant de la baisse des taux d'intérêt et des excédents de liquidité dans la région. Toutefois, les performances des PAA en terme de développement des marchés boursiers varient d'un pays à l'autre.

La Jordanie est parvenue à faire mieux que les autres pays en améliorant la profondeur de son marché financier et en réduisant le coût de financement. Elle dispose d'une réglementation avancée et d'un marché relativement plus ouvert. En Égypte, la nouvelle bourse des valeurs de Caire et Alexandrie (CASE) s'est développée assez rapidement au cours des années 1990, mais demeure relativement volatile. Le marché boursier tunisien, en dépit des mesures de modernisation mises en place, souffre de problèmes structurels, à savoir le manque de profondeur, la réticence des entreprises pour la cote de la bourse et, l'absence d'investisseurs institutionnels.

S'agissant de la Bourse de Casablanca, elle a enregistré une performance remarquable ces dernières années, mais elle se caractérise encore par sa faiblesse relative en termes de profondeur et de liquidité. D'où l'importance de la mise en oeuvre rapide des mesures susceptibles d'encourager de nouvelles introductions et augmentations de capital à travers la bourse, de renforcer la transparence et la sécurité du marché, et d'augmenter ainsi l'intérêt des investisseurs, tant nationaux qu'étrangers, pour la place marocaine.

Bibliographie

- Abed T., Soueid M., 2005, "Capital Markets in the Middle East and North Africa", *EIB-FEMIP Experts Committee Paper*.
- Amman Stock Exchange, *Annual Report*, various years, www.ammanstockex.com
- Arab Monetary Fund, 2003, "The role of the Arab Monetary Fund in the development of Arab capital markets" (in Arabic).
- Arab Monetary Fund, *Annual Report*, various years, www.amf.org.ae
- Arab Monetary Fund, *Quarterly Bulletin*, various years, www.amf.org.ae
- Banque Mondiale, 2000, « Note de Stratégie du Secteur Financier », rapport sur le Maroc.
- Banque Mondiale, *Doing Business in 2007*, Washington DC.
- BMCE CAPITAL, *Annuel Boursier*, Plusieurs années, www.bmcek.co.ma
- Bourse de Casablanca, *FactBook*, Plusieurs années, www.casablanca-bourse.com
- Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis, *L'Année Boursière*, Plusieurs années, www.bvmt.com.tn
- Cairo & Alexandria Stock Exchange, *Stock Market Annual Report*, various years, www.egyptse.com
- Conseil Déontologique des Valeurs mobilières, *Rapport annuel*, Plusieurs années, www.cdvm.gov.ma
- Creane, Goyal, Mobarak, and Sab, 2004, "Financial Sector Development in MENA", *IMF Working Paper*.
- DEPF, 2001, « Evolution Récente du Secteur Financier », *Document du Travail N° 60*.
- Fédération Internationale des Bourses des Valeurs, *Annual Report*, www.wsef.org/
- FMI, *Financial Stability Report*, various years, Washington DC.
- FMI, *World Economic Outlook Database*, September 2006, www.imf.org
- Gentzoglani A., 2003, "Financial Integration, Regulation and Competitiveness in MENA Countries", CEREF, Sherbrooke, Quebec, Canada.
- League of Arab States and Arab Monetary Fund, *Unified Arab Economic Report*, various years (in Arabic).
- Ministry of Foreign Trade and Industry in Egypt, *Monthly Economic Bulletin*, various years.
- Neaime S., 2002, "Liberalization and Financial Integration of MENA Stock Markets", Institute of Financial Economics, American University of Beirut, Lebanon.
- Settimo R., 2003, "The Banking and Financial Sectors in Mediterranean Countries: an overview", Prepared for the Second Euro-Mediterranean regional economic dialogue Rome, 20 October.
- UNDP, *African Stock Exchanges Handbook*, 2003, www.undp.org

Lexique

ADR (American Depository Receipt) : est un certificat américain de dépôt. Il représente les actions d'une société non américaine, cotée en dollars aux États-Unis.

AMF Composite Index: Indice composite du Fonds monétaire arabe qui regroupe l'ensemble des marchés boursiers arabes participant à l'AMDB (Arab Markets Database) : Abou Dhabi, Arabie saoudite, Bahreïn, Dubaï, Egypte, Jordanie, Kuwait, Liban, Maroc, Oman, Palestine, Qatar, Tunisie.

ASE : Indice général de la Bourse d'Amman (Amman Stock Exchange).

BVMT : Indice général de la Bourse des Valeurs Mobilières de la Tunisie.

CASE : Cairo & Alexandria Stock Exchange

CDVM : Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

CMA Index : Indice général du marché boursier égyptien, calculé par l'Autorité du marché financier (Capital Market Authority).

FIBV : Fédération Internationale des Bourses de Valeurs.

Flottant en Bourse : correspond à la part des actions non détenues par les actionnaires stratégiques et qui sont librement négociables sur le marché. N'appartiennent pas au flottant les actions gardées pour des raisons de contrôle ou d'attachement familial à la société.

MADEX (Moroccan Most Active Share Index) : Indice de la Bourse de Casablanca qui regroupe les valeurs les plus liquides de la place.

Marché de Blocs : Transaction qui porte sur des actions inscrites à la cote de la Bourse de Casablanca, mais négociées en dehors du marché central. Le marché de blocs est destiné aux opérations qui, compte tenu de leur important volume, font l'objet d'une négociation de gré à gré. Le marché central et le marché de blocs ont été mis en place en 1998 en remplacement respectivement du marché officiel et du marché des cessions directes.

Market makers : sont des "animateurs officiels" d'un marché boursier ou des "contrepartistes". Leur intervention au marché consiste à afficher des prix et des quantités pour lesquels ils s'engagent à acheter et à vendre les actifs négociés sur le marché.

MASI (Moroccan All Share Index) : Indice général de la Bourse de Casablanca composé de l'ensemble des actions cotées.

MSCI Emerging Market Index : Indice boursier de "Morgan Stanley Capital International" pour les marchés émergents.

OPCVM (Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières) : Les OPCVM sont gérés par des sociétés de gestion de portefeuille. Les deux principaux types d'OPCVM sont les SICAV (société d'investissement à capital variable) et les FCP (fonds commun de placement).

OPV (offre publique de vente) : Technique consistant, pour une société, à se procurer des sources de financement, en fonds propres ou par endettement, auprès du public dans le cadre d'un marché réglementé.

PAA : Pays signataires de l'Accord d'Agadir, signé en février 2004 entre le Maroc, la Tunisie, l'Egypte et la Jordanie.

PER (Price Earning Ratio) : C'est le rapport cours/bénéfice net par action. Son utilisation permet des comparaisons entre valeurs d'un même secteur. Il s'applique aussi à un marché pris dans son ensemble.

Ratio de rotation : est égal au volume des transactions en pourcentage de la capitalisation boursière.

S&P/IFCG Index : L'indice global (G) de S&P est conçu pour représenter les performances des actions les plus actives sur leurs marchés respectifs et pour être l'indicateur le plus large possible de l'évolution du marché. L'indice S&P/IFCG Composite inclut actuellement 33 marchés boursiers.

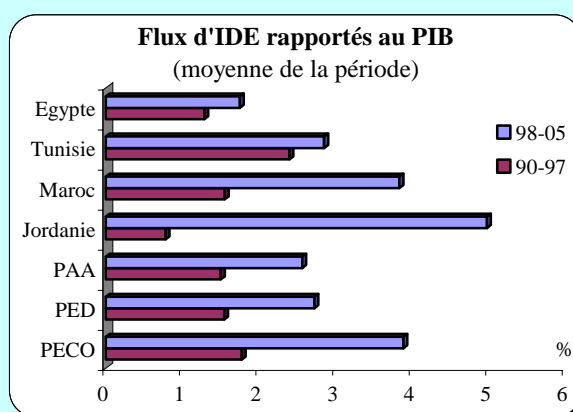
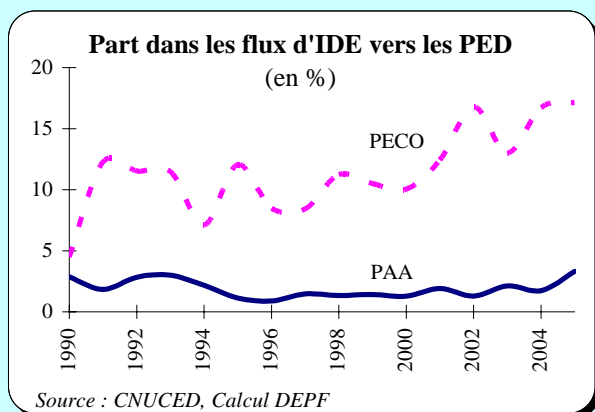
S&P/IFCI Index : L'indice investable (I) de S&P mesure en dollar les performances des marchés considérés raisonnablement ouverts aux investisseurs étrangers. L'indice S&P/IFCI Composite regroupe actuellement 22 marchés boursier.

SBVC (Société de la Bourse des Valeurs de Casablanca) : est la société gestionnaire de la Bourse de Casablanca, dont le capital est détenu à parts égales par les Sociétés de Bourses (SDB).

TPCVM : Taxe sur les Profits de Cession des Valeurs Mobilières.

Focus : Evolution des flux des IDE vers les pays signataires de l'Accord d'Agadir

L'investissement direct étranger (IDE) est devenu la principale source de financement extérieur pour les PAA (85% du total des flux de capitaux privés). Les flux d'entrée d'IDE vers les PAA se sont accélérés au cours des dernières années, atteignant environ 4 milliards de dollars en moyenne annuelle durant 1998-2005, soit plus que le double du montant moyen reçu en 1990-97. Toutefois, les PAA sont restés à l'écart de l'afflux d'IDE dont ont bénéficié les pays émergents. Leur part dans les flux d'IDE à destination des PED dépasse rarement 2% sur la période considérée. Une comparaison avec les Pays d'Europe Centrale et Orientale (PECO) met en lumière des trajectoires bien différentes. Contrairement au PECO, les PAA n'ont pas suffisamment profité du processus de partenariat avec l'Union européenne pour attirer les investisseurs internationaux. La faiblesse de l'attractivité relative des PAA s'explique notamment par l'étroitesse des marchés nationaux, la faiblesse de l'intégration commerciale régionale et les risques politique et économique dans la région.



Cette faiblesse masque toutefois de fortes disparités selon les PAA. Sur la période 1998-2005, le Maroc s'est avéré le plus attractif parmi les pays du groupe. Il a reçu 37% des flux d'IDE, suivi de l'Egypte (36%) et de loin de la Tunisie (15%). Cependant, la Jordanie s'avère plus favorisée en terme relatif, avec un flux d'IDE annuel moyen de 5% du PIB en 1998-2005, suivi du Maroc (3,8% PIB) et de la Tunisie (2,9% du PIB). Bien que les flux d'IDE vers l'Egypte ne représentaient que 1,8% du PIB en moyenne durant la période sous-revue, ils se sont fortement accélérés en 2005 pour s'établir à 5,4 milliards de dollars, soit le plus haut niveau jamais atteint par ce pays.

L'évolution des flux d'IDE vers les PAA est essentiellement liée aux opérations de privatisation. Au Maroc, environ 80% des recettes de privatisation générées entre 1993 et 2005 sont le fruit d'acquisitions étrangères et près d'un tiers des entités privatisées ont été totalement ou partiellement cédées à des acheteurs étrangers. Hormis ces opérations de restructurations des entreprises publiques, l'IDE reste faible et stagnant avec moins d'un milliard de dollars par an.

