

Marché des capitaux : Pourquoi ça ne décolle toujours pas

Tribune

Marché des capitaux : pourquoi ça ne décolle toujours pas

PAR NEZHA LAHRICHI (*)

Réforme du marché financier, crise boursière, évolution du marché des capitaux, financement du déficit budgétaire, institutions d'épargne, privatisations... Dans cette analyse, l'économiste Nezha Lahriche explique pourquoi le marché est léthargique.

Avant d'analyser la crise boursière et ses déterminants, il s'agit d'abord de la situer dans le cadre global de la réforme du secteur financier dans laquelle le Maroc est engagé depuis plus d'une décennie. Une réforme, dite de la première génération, a permis de mettre en place les conditions de fonctionnement d'un système financier basé sur les mécanismes du marché et ce, à travers le désengagement de l'Etat, la déréglementation des taux d'intérêt, la suppression des emplois obligatoires des banques, la régulation monétaire indirecte via le marché... Les réformes de la deuxième génération sont en cours et concernent, précisément, l'approfondissement du marché des capitaux. La démarche adoptée a été pragmatique et graduelle. Elle a consisté à créer d'abord un marché monétaire avant d'initier la réforme du marché boursier, destiné en principe à financer l'investissement. D'un autre côté, le législateur a œuvré pour la création d'un marché de la dette de l'Etat qui n'est devenu attractif que par la création du marché secondaire en 1996, permettant ainsi la circulation des bons du Trésor émis par voie d'adjudication.

CRISE BOURSÈRE : DEUX NIVEAUX D'INTERPRÉTATION

Outre la négociabilité de la dette du Trésor, le développement de ce marché vise le décloisonnement des différents segments du marché des capitaux et la mise en œuvre d'une politique monétaire basée sur la technique de l'«open market» qui permet un réglage plus fin des flux de liquidités bancaires et une plus grande efficacité de transmission de la politique monétaire; question à l'ordre du jour pour arriver à une baisse des taux débiteurs comme le souhaitent les autorités monétaires. C'est pour dire qu'un ordre séquentiel a été respecté et le dispositif qui constitue le socle d'une politique de diversification financière a été mis en place. La crise boursière ne peut donc remettre en cause une évolution de type structurel.

L'évaluation de la crise que traverse la Bourse depuis plus de trois ans peut d'ailleurs être analysée et interprétée à deux niveaux différents : le premier concerne la Bourse des valeurs stricto sensu et l'appréciation des indicateurs sur ce marché. A ce niveau la lecture peut être négative car neuf années après la réforme, les effets escomptés ne sont pas encore atteints. Le constat qui s'impose est l'extrême faiblesse de la participation de la Bourse au financement de l'investissement. Les émissions d'actions contre

espèces représentent moins de 1% de la formation brute de capital fixe (FBCF) et près de 0,2% du PIB. La Bourse constitue encore une source de financement tout à fait marginale pour les entreprises industrielles et commerciales. Même lorsqu'on observe un autre indicateur, comme le rapport capitalisation boursière-PIB, ratio qui exprime normalement la contribution du marché boursier au financement de l'économie, on relève qu'il est important puisqu'il a atteint 48% en 1998 contre 10% en 1993; mais l'observation de la structure de la capitalisation boursière laisse apparaître sa concentration sur le secteur bancaire et financier avec près de 60%. On constate également que la part des sociétés privatisées a été déterminante et explique largement le dynamisme de la Bourse jusqu'en 1998.

En revanche, si on se situe au niveau de la réforme du marché des capitaux, dont la Bourse n'est qu'une composante, l'appréciation globale de la situation qui prévaut actuellement sur le compartiment boursier peut dans ce cas être positive. On peut alors dire que la politique de libéralisation du secteur financier est

sier? D'abord, il y a les raisons immédiates et apparentes de la crise comme le retrait massif des investisseurs institutionnels étrangers, l'essoufflement de la politique de privatisation et les souscriptions massives au profit du Trésor. Les raisons plus profondes restent liées au niveau du développement de l'économie et de la société marocaine et à la capacité de digestion des réformes. Dans les pays développés, l'essor des marchés financiers a été largement favorisé par le développement inexorable de la protection sociale qui a permis aux investisseurs institutionnels, assureurs et caisses de retraites, disposant d'une épargne longue de devenir des piliers de la finance, on ne peut donc pas demander au marché financier de se charger des problèmes de développement en créant une épargne sans revenus.

QUAND LES OPCVM MUTUALISENT LE RISQUE

D'un autre côté, la faiblesse de l'offre de titres s'explique par la résistance à l'ouverture du capital des sociétés plutôt familiales. Leur structure financière, la nature de leurs ressources humaines et leur style de management constituent autant de freins appelés à être levés au fur et à mesure de l'évolution des mentalités qui passe, avant tout, par le recrutement de cadres ouverts à la modernisation de l'entreprise avec toutes les exigences que cela implique en matière



de leur démarrage, les Bourses s'appuient sur les organismes de placements collectifs en valeurs mobilières (OPCVM) adaptés à cette phase parce qu'ils mutualisent le risque et sont liquides. D'ailleurs leur nombre s'élève aujourd'hui à 150. Ces fonds ne peuvent cependant se multiplier et se développer que s'il existe une certaine activité et un certain niveau de liquidité. Seuls les investisseurs institutionnels sont finalement en mesure de briser ce cycle baissier que certains responsables du secteur considèrent, à juste titre, comme une mission d'intérêt général. L'octroi d'un abattement de 50% sur les plus-values de cessions des actions cotées en Bourse s'inscrit dans ce cadre. En outre, cela suppose de leur part une autre politique de placement. Les modifications législatives et réglementaires instituant notamment l'obligation de certification des réserves et une redéfinition des règles de couverture de ces réserves sont en cours.

En définitive, ces acteurs se situent à la frontière du financier et du social et sont donc appelés à remplir la mission qui leur incombe, celle d'être un facteur de progrès. Du côté de l'offre, il y a la perspective de l'introduction de nouvelles entreprises publiques en Bourse, conjuguée à la possibilité d'introduction des entreprises concessionnaires ou gérantes d'un service public: l'amendement de la loi sur la Bourse en septembre 2000 a permis l'ouverture de la Bourse à de nouvelles catégories de sociétés. Par ailleurs, les politiques sectorielles sont de plus en plus appelées à croiser le développement du marché financier. L'ouverture de la Bourse aux entreprises innovantes et à fort potentiel de croissance devrait les inciter à intégrer le marché financier comme levier de ressources externes pour le financement de leurs investissements.

L'instauration de la confiance étant indispensable à un renouveau du marché boursier, il faut espérer que les prochaines privatisations et de nouveaux comportements puissent contribuer rapidement au rétablissement de la rentabilité, meilleur terreau de la confiance. ■

(*) Economiste

**Les facteurs qui fragilisent le marché boursier ?
D'abord, les raisons immédiates et apparentes comme le retrait des institutionnels étrangers ou les souscriptions au profit du Trésor. Ensuite, les raisons plus profondes : les apports trop faibles du circuit de protection sociale et la faiblesse de l'offre de titres car les entreprises demeurent familiales.**

en marche au moins pour deux raisons : d'une part, les différents compartiments du marché des capitaux ne sont plus segmentés et, d'autre part, le financement du déficit budgétaire est de plus en plus assuré selon les conditions du marché à travers l'accroissement de la dette négociable. La part des bons du Trésor émis par adjudication dans le stock de la dette intérieure est passée de 15% en 1993 à 81% en 2001. Cette progression s'est accompagnée d'une baisse des taux d'intérêt.

Quels sont alors les facteurs qui expliquent la fragilisation du marché bour-

d'organisation et de transparence. Si les réformes sont nécessaires, le rythme de leur intégration par la société est aussi important. De là, découle la problématique tant soulevée du rôle que sont appelés à jouer les institutionnels dans ce processus de redynamisation du marché boursier marocain.

Tous les regards se tournent effectivement vers les institutions qui disposent d'une épargne longue et d'une structure de placement naturellement longue et qui sont donc en mesure de briser le cercle vicieux qui caractérise la phase d'émergence du marché boursier. En effet, lors