

MAROC : AJUSTEMENTS STRUCTURELS, PRIVATISATION ET MARCHÉS ÉMERGENTS

GEORGES CORM*

Au cours des dernières années, les marchés émergents d'Extrême-Orient et d'Amérique Latine sont devenus une des composantes les plus dynamiques des marchés internationaux de capitaux. Ces derniers ont eux-mêmes pris une ampleur tout à fait considérable au cours de la dernière décade. La libéralisation des marchés des changes et les progrès de la télématique ont accéléré une globalisation des marchés financiers et des transactions, cependant que les dérivatifs et autres nouveaux instruments financiers de protection des risques ont entraîné une démultiplication impressionnante des transactions. La gestion de portefeuille est devenue un métier complexe et le suivi des marchés doit nécessairement se faire aujourd'hui à une échelle planétaire, les marchés étant désormais globalisés.

On se souviendra qu'au début des années 1980, la crise de la dette a entraîné la fermeture des marchés internationaux de capitaux devant les emprunteurs de la plupart des pays du Tiers-Monde. On aurait eu de la peine à cette époque à imaginer le retour en force de ces pays sur ces marchés, notamment de ceux qui avaient été dans l'incapacité de rembourser leurs dettes, en particulier les pays d'Amérique Latine. S'il est normal que les dragons asiatiques accèdent aujourd'hui de plein pied à la maturité financière après avoir réussi leur percée industrielle de façon fulgurante et soient intégrés aux marchés internationaux des capitaux, en revanche, on est plus surpris de voir les marchés d'Amérique Latine faire eux aussi cette percée remarquable sur le marché des capitaux. En effet, à la différence des dragons d'Asie, les pays d'Amérique Latine se sont débattus dans une crise financière très longue et ont pour la plupart connue une décennie de croissance négative au cours des années quatre-vingt, caractérisé aussi, rappelons-le, par l'effondrement des prix des matières premières.

C'est ce renversement de situation de l'Amérique Latine qui nous fait espérer que, désormais, les pays du Maghreb, en particulier le Maroc et la

183

* *Consultant Economique et Financier.*

Tunisie, vont à leur tour pouvoir accéder aux marchés financiers globalisés et connaître la dynamique de croissance économique et caractérise les marchés émergents. La multiplication des fonds d'investissements et des fonds de capital risque sur les pays du Maghreb n'est-elle pas le signe le plus clair de cette évolution ? L'Europe, et plus particulièrement la France, le souhaite car elle voudrait voir le Maghreb connaître des taux de croissance élevés qui soient soutenus par l'arrimage des économies Maghrébines à l'ère de prospérité de l'Union Européenne. Le roi du Maroc, de son côté, n'a jamais caché son désir de voir son pays devenir partenaire à part entière du Marché Unique européen. En septembre 1992, face à la course vers l'Est des entreprises européennes, il expliquait dans un entretien accordé au journal *Le Monde* que l'ouverture à l'Est imposerait à terme le besoin d'un « espace stratégique » sur le flanc Sud de l'Europe. Non sans humour et perspicacité économique, il expliquait alors :

« Les protections douanières, les ceci, les cela, vous allez donc être obligés de les revoir si vous voulez à la fois faire le bonheur des 300 millions d'habitants de l'Ouest et des 400 millions de l'Est. Par nécessité, vous ne pourrez plus faire la fine bouche : vous serez contraints de regarder un peu plus vers le Sud. »

184

Je voudrais dans cet article déterminer les conditions qui font un marché émergent de même que les actions et les dynamiques à créer les deux côtés de la Méditerranée pour que l'évolution positive de l'économie marocaine les efforts soutenus d'ajustement structurel que mène courageusement ce pays ainsi que les initiatives positives des banques et institutions financières françaises, puissent confirmer au cours des prochaines années l'émergence du Maroc dans le mouvement de globalisation des marchés de capitaux internationaux.

Il me paraît que nous avons beaucoup à apprendre à la fois de l'exemple des « dragons » asiatiques et de celui des pays latino-américains et, par derrière eux, du comportement économique et financier du Japon et des Etats-Unis. Ces deux dernières puissances ont, en effet, joué un rôle de premier plan dans les dynamiques qui ont permis l'émergence de l'économie de leurs voisins moins développés et bien moins industrialisés et il me paraît que l'Europe pourrait trouver à s'inspirer des politiques japonaises et américaines vis-à-vis de leurs voisins moins développés.

Ce qui frappe d'abord dans la mise en place des conditions permettant de devenir un marché émergent, c'est l'importance des investissements directs que les pays d'Amérique Latine et d'Extrême-Orient ont reçus de leurs voisins plus développés depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Les chiffres devraient confirmer que, même dans les années d'instabilité politique, voire de désordres et de conflits militaires régionaux en Amérique Latine comme en Asie, les firmes américaines et japonaises n'ont

jamais délaissés ces marchés, n'ont pas eu peur d'y voir circuler de la technologie et du savoir faire. Protections et réglementations, état insatisfaisant des législations économiques, voir risque politique et militaires graves comme à Taiwan, en Thaïlande, ou en Corée et à Hong-Kong ; rien n'a semblé décourager les investisseurs américains ou japonais. Et si Taiwan ou la Corée ou Singapour ont eu des politiques officielles actives de maîtrise de certaines composantes de filières industrielles stratégiques, comme la construction navale ou l'électronique par exemple, ce qui leur assure aujourd'hui une place prééminente dans les échanges industriels mondiaux, ce n'est pas encore le cas d'autres marchés émergents d'Asie ou d'Amérique Latine.

Alors que pour les dragons asiatiques, c'est incontestablement la maîtrise industrielle — qui se propage aux autres pays asiatiques — qui a donné une profondeur boursière à leurs économies, pour l'Amérique Latine, il faut remarquer que les composantes essentielles de l'expansion de leurs marchés de capitaux, au cours des dernières années sont plus généralement d'ordre financier. En fait, la résolution du problème de l'endettement externe et les privatisations massives et rapides ont le plus contribué à l'extension des marchés boursiers latino-américains. Rappelons que dès 1983/1984, ces pays ont pratiqué l'échange de dette contre actif : de nombreuses firmes étrangères, mais aussi beaucoup de citoyens de ces pays endettés disposant d'avoirs à l'étranger, ont acheté aux grandes banques internationales des montants appréciables de dettes aux fins de les convertir en actions dans les sociétés locales. Par la suite, à partir de 1988, la solution au problème de l'endettement excessif de plusieurs grands pays latino-américains par le plan Brady a mis sur le marché internationaux des capitaux plusieurs dizaines de milliards de dollars d'obligations à long terme de ces pays dont le remboursement en principal est garanti par des obligations à coupon zéro du Trésor américain.

Il y a en fait eu une *titrisation de la dette de ces pays*, réalisée par une action et un soutien vigoureux du Gouvernement des Etats-Unis, ce qui a contribué à rétablir le crédit des pays émetteurs sur le marché international des capitaux. Evidemment, le succès durable de cette titrisation est aussi dû aux ajustements structurels que ces pays ont réalisé pour la plupart avec succès, en dépit des vicissitudes brésiliennes et, plus récemment, vénézuéliennes. L'ajustement budgétaire et fiscal, l'augmentation des exportations, et surtout les vastes programmes de privatisations ont créé une atmosphère de confiance économique, renforcée par le développement de la démocratie politique. Les sociétés privées et privatisées ont alors pu trouver des financements, sur les marchés boursiers locaux, comme sur les marchés internationaux où leurs signatures ont été d'autant mieux reçues qu'elles offraient des taux beaucoup plus attractifs que ceux pratiqués

pour des emprunteurs ou pour les émetteurs de pays industrialisés. Pour les émissions d'actions, rappelons ici l'ouverture du marché boursier des Etats-Unis qui accueille environ 2/3 des nouvelles émissions en provenance d'émetteurs des marchés émergents.

Il est bon ici de rappeler que les 32 marchés émergents recensés par la SFI, dont celui du Maroc, ont vu leur capitalisation multipliée par 11 entre 1982 et 1992 pour atteindre 770 milliards de dollars, ce qui représente 7 % de la capitalisation mondiale, contre 2,5 % dix ans auparavant. Il faut évidemment ajouter à ce chiffre, le montant de dette titrisée résultant des opérations de type Brady et qui s'élève à environ 500 milliards de dollars et dont une partie très importante se trouve aux mains d'investisseurs internationaux et de fonds de pensions. Ces investisseurs sont incontestablement aujourd'hui un instrument important de globalisation des marchés. Les résultats boursiers très satisfaisants de l'année 1993 dans le monde, et plus particulièrement dans les marchés émergents, ont accéléré le mouvement. Les initiateurs de ces fonds ne sont plus seulement quelques banques d'affaires anglaises spécialisées sur l'Extrême-Orient ou quelques sociétés américaines de gestion de fonds de placement.

Toutefois, si ce mouvement est bien enclenché pour l'Asie et l'Amérique Latine et s'il faut espérer qu'il ne connaîtra pas de reflux massif, en revanche pour ce qui est du Maghreb et des pays de l'Est de la Méditerranée nous ne sommes qu'aux premiers frémissements et il reste un long chemin à parcourir. Dans le cas du Maroc, ces frémissements sont plus que prometteurs et il me paraît qu'un peu plus de concertation et d'efforts entre le Maroc d'un côté, la France et ses partenaires européens de l'autre, permettrait d'aller vite en besogne. Le facteur le plus positif est évidemment l'effort continu et sans relâche des autorités marocaines pour réussir depuis 1983 la lourde tâche de l'ajustement structurel et du rétablissement des équilibres macroéconomiques.

C'est fort de ces perspectives que je me permettrai de suggérer une accélération des efforts marocains de réforme en matière de finances extérieures. En particulier, la consolidation du marché des capitaux au Maroc et son intégration dans les marchés globaux requiert la mise en place d'un marché des changes et la levée de celles des restrictions qui demeurent encore sur la libre détention de devises par les résidents et sur la liberté de transfert. Certes de grands progrès ont été réalisés pour les opérations courantes, mais il me paraît que le Maroc est aujourd'hui mûr pour sauter le pas de la convertibilité totale et que ses banques pourraient fort bien gérer un marché libre des changes sous l'autorité et le contrôle de la Banque du Maroc. L'exemple du Mexique, mais plus près de nous de l'Egypte, montre à quel point peut être profitable la liberté de transfert et de détention de devises par les banques et les particuliers.

La deuxième mesure que je préconiserai, et qui requiert une coopération active des marchés de capitaux européens, serait la titrisation de la dette extérieure du Maroc, appuyée comme dans le cas du Mexique et d'autres pays d'Amérique Latine, par des obligations à coupon zéro à titre de garantie du principal. Ces obligations pourraient être émises par les différents Trésors des Pays de l'Union Européenne. Cette titrisation pourrait servir de modèle à d'autres opérations similaires pour les pays du centre de l'Europe, tels que la Hongrie, la Pologne, la République Tchèque ou la Slovaquie. Ce serait un premier pas pour que l'Union Européenne commence à intégrer financièrement les marchés émergents de son voisinage le plus direct à l'Est et au Sud.

Dans le même temps et afin de donner plus de profondeur à la Bourse de Casablanca, il serait souhaitable non seulement que le rythme des privatisations s'accélère, mais que les sociétés privatisées procèdent rapidement à des augmentations de capital par émission de nouvelles actions dont une partie pourrait être placée et cotée sur la Bourse de Paris. Il ne fait pas de doute, compte-tenu des besoins d'investissements dans les secteurs ou les branches d'activités des sociétés privatisables au Maroc, qu'on pourrait par ce biais à la fois dynamiser la Bourse de Casablanca et accélérer la satisfaction des besoins du pays en infrastructures et équipements. Pour ce qui est des sociétés privées à caractère familial qui sont peu disposées à ouvrir leur capital et à mettre des titres en bourse, ne faudrait-il pas, par ailleurs, songer à des incitations fiscales ? De façon plus générale, il me paraît opportun de commencer à remplacer progressivement le système actuel d'incitations fiscales à l'investissement direct, utile certes, en particulier pour les entreprises locales, mais qui me paraît avoir fait son temps, par un système plus adapté aux mécanismes actuels des marchés émergents.

187

Ce ne sont pas, en effet, les codes d'investissement et les zones franches qui ont déclenché les grands flux d'investissements internationaux dans les marchés qu'on appelle aujourd'hui émergents qu'il s'agisse de l'Asie ou de l'Amérique Latine. En effet, outre le succès dans le maintien des grands équilibres macroéconomiques, ce dont le Maroc nous donne depuis plusieurs années la démonstration, les facteurs clés pour attirer des investissements internationaux, qu'il s'agisse d'investissements directs ou d'investissements de portefeuille, sont à la fois de nature industrielle, appuyée sur quelques créneaux de spécialisation, où les firmes locales en partenariat avec des firmes étrangères, parviennent à entamer un processus de maîtrise et d'accumulation technologiques. Par la suite, pour que ces premiers succès puissent porter pleinement leurs fruits et assurer une croissance durable, il convient d'assurer une dynamisation du marché local des capitaux.

Cette dynamisation peut résulter, elle-même, d'une série de mesures fiscales visant à la fois à inciter les entreprises à mettre leurs titres en bourse et les épargnants à souscrire aux émissions d'actions et à détenir des portefeuilles boursiers. Il faut bien voir, en effet, qu'une partie importante des flux de capitaux dont profitent les marchés émergents depuis quelques années est constituée d'investissements de portefeuille, c'est-à-dire d'acquisition de titres sur le marchés boursiers locaux et non plus, comme par le passé, d'investissements directs des firmes transnationales. Ces investissements directs répondent à une autre logique que celle des investissements de portefeuille, car elle s'attache moins au bas niveau des salaires ou aux avantages fiscaux qu'au potentiel d'un marché de consommation à atteindre avec efficacité à travers des actions de partenariat avec des firmes locales ayant déjà atteint un certain niveau de maîtrise technologique. Aujourd'hui, dans le contexte du développement mondial des marchés de capitaux, l'investisseur direct sera d'autant plus incité à rechercher un pays d'accueil qu'il y trouvera à la fois un marché de consommateurs, un niveau intéressant de maîtrise technologique, mais aussi un marché local des capitaux qui peut soit lui assurer rapidement des ressources additionnelles pour son implantation, soit lui garantir une sortie boursière rentable pour tout ou partie de son investissement.

188

Sur ce point, il serait bon que le Maroc dans sa politique fiscale et industrielle adapte les mesures incitatives à ces deux catégories d'investissements dont la dynamique peut être couplée pour maximiser les flux de capitaux. Le flux de capital étranger peut lui-même entraîner le développement de flux de capital des nationaux, résidents sur le marché local ou à l'étranger, comme le montre bien l'exemple des pays d'Amérique Latine. Ainsi, la prise de participation d'une firme multinationale dans une entreprise locale et le recours de cette firme à la bourse pour augmenter son capital peut déclencher à la fois l'intérêt des gérants internationaux de portefeuille spécialisés en marchés émergents et celui des épargnants du pays concerné, qu'ils soient résidents ou non résidents. On voit ainsi pourquoi la privatisation a été sur tous les marchés émergents, en particulier ceux où le niveau de développement industriel était encore faible il y a quelques années, comme en Amérique Latine, en Malaisie ou en Indonésie, un puissant outil de stimulation et de catalyse des différentes logiques d'investissements : celles des firmes transnationales, celles des gérants internationaux de portefeuille mais aussi celle des épargnants des pays concernés.

C'est pourquoi il me paraît que, dans le cas du Maroc comme dans celui de la Tunisie, l'outil d'incitation à l'investissement doit évoluer pour viser à mettre en œuvre une dynamique globale de marché des capitaux plutôt que de continuer d'être lié au seul souci d'attirer l'investissement étranger

direct par le dégrèvement fiscal de l'impôt sur le revenu. En effet, lorsque la marché des capitaux se développe et capte des flux croissants d'épargne locale et internationale, il me paraît à la fois que l'investissement direct est stimulé automatiquement et que les taux de profit des épargnants, à travers la plus-value boursière de leurs titres, comme celle des noyaux durs d'actionnaires des sociétés cotées, sont bien plus importants qu'en l'absence d'activité boursière digne de ce nom.

Evidemment ne soyons pas trop exigeants vis-à-vis des autorités marocaines qui ont déjà pris de nombreuses mesures et dont la politique économique telle qu'explicitée au plus haut niveau a bien pour objectif d'entrer dans les circuits de la globalisation des marchés, en arrimant son économie en priorité à celle de l'Union Européenne. Car, pour accélérer le rythme des réformes financières et fiscales ce qui faciliterait l'objectif recherché, encore faut-il que du côté français et européen, l'intérêt pour l'économie du Maroc soit plus général et plus soutenu. Or que de fois n'a-t-on entendu que les économies maghrébines ne présentaient qu'un intérêt marginal pour les firmes françaises ou européennes ; plus tournées vers les grands marchés porteurs d'Amérique ou du Pacifique. C'est dans cette attitude qu'existent les plus grands dangers. Que la faiblesse du revenu par tête d'habitant au Maghreb soit encore un handicap sérieux à l'expansion d'une dynamique forte de marché émergent, cela va sans dire. Mais la faiblesse de leur revenu, il y a trente ans, n'a pas empêché les Etats-Unis et le Japon d'accorder à la Corée ou à Taiwan par exemple, plus récemment au Mexique ou au Pérou en crise grave, une attention économique soutenue. Il en a été de même de l'Indonésie, de la Thaïlande, de la Malaisie en dépit de nombreux problèmes connus par ces pays, parfois de nature ethnique, parfois de nature plus politique. Il y avait des consommateurs potentiels et les firmes de ces deux pays, encouragées par leur Gouvernement, ont bien vu que pour stimuler le revenu et la demande effective, il fallait que l'emploi se développe et que seule la circulation de la technologie et le développement industriel pouvaient assurer cette stimulation. Aujourd'hui, nous le savons, ce sont les Coréens, les Taiwanais, les Chinois de Hong-Kong, devenus riches qui à leur tour investissent en Indonésie, en Thaïlande, en Malaisie, voir au Vietnam.

Voici une dynamique forte dont les firmes européennes ne paraissent pas encore avoir saisi toutes les implications et les mécanismes. Si cette dynamique a voulu être adoptée pour l'Europe de l'Est, elle s'est heurtée aux difficultés de la transition à l'économie de marché des pays à structure socialiste. Tel n'est évidemment pas le cas du Maroc dont les structures juridiques et économiques ont toujours été de type libéral, garantissant la propriété privée, et qui, depuis plusieurs années, a entamé des transformations économiques profondes dont le rythme pourrait être considérable-

ment accéléré si le potentiel et les opportunités de ce pays faisaient l'objet d'une attention européenne plus soutenue. Ce que je dis là vaut pour l'ensemble des flancs sud et est de la Méditerranée qui bordent l'Europe.

Pour terminer sur une note d'optimisme, je dirai que nous sentons tous l'amorce d'une catalyse réussie entre l'ajustement structurel, la privatisation et l'entrée du Maroc dans les mécanismes de globalisation de l'économie et des marchés de capitaux. Souhaitons que cet avenir plein de promesses se réalise dans toute son ampleur au bénéfice des économies marocaines et européenne. C'est tout l'espace méditerranéen qui en sortira renforcé dans la compétition économique internationale et le grand mouvement de libéralisation des échanges et des capitaux qui caractérise cette fin de XX^e siècle.