

LES BOURSES DU MAGHREB : LES CONTRAINTES DE L'ÉMERGENCE

JEAN MARC DUBOIS *

Contrairement aux pays d'Amérique du Sud qui ont été les vedettes des années 80 pour la finance mondiale, les pays du Maghreb - c'est à dire, pour la période, principalement le Maroc et la Tunisie - n'ont jamais brillé par leur présence dans les portefeuilles internationaux. Toutefois, depuis peu, l'accélération de l'histoire financière, après la réussite des plans d'ajustement structurels au Maroc et en Tunisie, place ces derniers dans la catégorie des marchés pré-émergents. Le Maroc a un peu donné le «la» par l'engouement qu'a connu sa dette souveraine sur le marché secondaire en 1993. Mais, de ce côté-ci de la Méditerranée, pas de programme significatif de conversion de créances. Les seuls «debt-equity swaps» que les banquiers ont réalisés sur la zone sont internes : les notes de recherche pays sont passées du département dette au département action...

191

Plus que nulle autre région, l'émergence des Bourses de Casablanca et de Tunis est conditionnée par la poursuite des réformes engagées. Il s'agit dans un premier temps de l'accélération du programme de privatisation et dans un second temps de la réorganisation du marché financier. Après avoir montré les bons résultats macro-économiques de ces pays et l'amorce de développement des Bourses de Tunis et de Casablanca, nous nous attacherons à mettre en lumière les contraintes économiques qui pèsent encore sur le développement de ces marchés. Nous insisterons par ailleurs sur l'urgence des réformes. Enfin, le rôle de la France, par ses liens historiques et économiques avec cette Région, sera précisé.

1) D'incontestables succès

Si le Fonds Monétaire International devait choisir les pays où ses recommandations se sont soldées par des réussites, il nommerait probablement la Tunisie et le Maroc. Ces deux pays, aux portes de l'Europe, affichent sur les dix dernières années des résultats macroéconomiques assez comparables. En plus des similitudes culturelles évidentes, le Maroc

* Société Marseillaise de Crédit.

et la Tunisie présentent les mêmes caractéristiques : malgré leur relative richesse naturelle (phosphate pour le Maroc et la Tunisie, hydrocarbure pour la Tunisie), ces deux pays n'ont pas pu et ne peuvent pas bâtir leur développement économique seulement sur l'exploitation de ces ressources. La Tunisie a profité des différents chocs pétroliers, le Maroc de l'envolée des prix du phosphate, mais en raison notamment de la croissance démographique pour le Maroc et du déficit public mal contrôlé pour la Tunisie dès le début des années 80, le Fonds Monétaire International a préconisé son programme d'assainissement pour ces deux pays. Aujourd'hui, les déficits budgétaires de ces deux pays du Maghreb sont proches de 3 %, l'inflation est stabilisée à 5 % et la croissance moyenne des cinq dernières années avoisine les 5 %. Les réserves de change sont passées de quelques semaines il y a 8 ans à plusieurs mois aujourd'hui. 1994, avec des précipitations records au Maroc et importantes en Tunisie, laisse augurer des taux de croissance de 8 % pour le Maroc et 6 % pour la Tunisie (Tableau I).

Après ces succès au niveau de la stabilisation des grands agrégats macroéconomiques, le Président Ben Ali d'une part, et le roi Hassan II d'autre part, sont déterminés à poursuivre la stratégie de libéralisation de leurs économies. Cette stratégie passe aujourd'hui par d'ambitieux pro-

Tableau I - *Données macro-économiques*

	Maroc			Tunisie		
	1988-1992	1993	1994	1988-1992	1993	1994
PNB Nominal (milliards de DH/DTU)	215,18	259,30	294,00	11,08	15,52	16,46
PNB Nominal (milliards de \$)	25,18	28,09	31,28	9,75	15,30	16,21
Croissance réelle du PNB (%)	3,46	1,50	8,00	5,00	3,50	6,00
Inflation indice prix à la consommation (%)	5,04	4,00	5,50	6,98	4,50	5,00
Balance commerciale (milliards de DH/DTU)	-20,00	-30,00	-	-1,60	-3,81	-
Compte courant (millions de DH/DTU)	-4116	-4500	-	-398,88	588,74	-
Déficit/PNB (%)	3,84	3,00	2,00	3,60	3,74	3,50
Réserves en devises étrangères (millions de \$)	1957	4000	-	659	927	-
Taux de change FF/DH ou FF/DTU	0,68	0,61	-	0,16	0,18	-
Taux de change DH/\$ ou DTU/\$	8,53	9,23	-	1,137	1,015	-

grammes de privatisation et par le développement des marchés financiers, ce processus se situant dans un cadre global de déréglementation financière (change, taux d'intérêt, désencadrement du crédit, etc...).

Le développement d'un marché financier n'est pas nécessairement un signe de maturité et de développement économique ; l'Allemagne et d'une certaine mesure la France ont pu se passer (se passent encore ?) du marché boursier pour assurer le financement de leur économie. L'émergence de la Bourse n'est pas non plus la panacée et ne permet pas de faire l'économie de politiques économiques raisonnables. Cependant, dans le cas du Maroc et de la Tunisie, un marché financier développé peut être un excellent moyen de mobilisation de l'épargne domestique et surtout un puissant vecteur d'investissement pour les capitaux étrangers, toujours à la recherche de sur-performances à condition qu'une liquidité minimale leur soit offerte.

Dans ce domaine, aussi bien à Tunis qu'à Casablanca, beaucoup de travail reste à faire. Même si le Maroc semble relativement en avance par rapport à son homologue tunisien, les marchés sont au fond très semblables. Avec 1 milliard de \$ de capitalisation boursière, la Bourse de Tunis représente à peine le tiers du marché casablançais (3,2 milliards de \$ début 1994). Le nombre de sociétés cotées à Tunis est de 19 contre 69 à Casablanca (Tableau II). Si le rapport capitalisation boursière/PIB, cher

193

Tableau II - Indicateurs de la bourse de Casablanca et de Tunis

	1990	1991	1992	1993	1994 (du 01/01 au 30/04)
<i>Capitalisation boursière (m US\$)</i>					
Casablanca	950	1550	1900	2550	3200
Tunis	448	511	793	1001	1400
<i>Volume (m US\$)</i>					
Casablanca	65	55	75	470	120
Tunis	68	91	128	162	80
<i>Price/Earning ratios (x)</i>					
Casablanca	13,5	13,8	14,8	14,4	16,0
Tunis	9,5	10,0	10,44	12,0	14,0
<i>Cap boursière/PIB (%)</i>					
Casablanca	3,6	5,6	6,9	9,0	-
Tunis	4,08	5,04	5,75	6,70	-
<i>Index général (%)</i> (performance annuelle)					
Casablanca	33,3	12,5	11,1	27,9	14,5
Tunis	27,76	32,95	16,86	25,9	28,48

aux investisseurs spécialistes des marchés émergents, est plus élevé au Maroc (9 %) qu'en Tunisie (6,5 %), sur la Bourse de Tunis le ratio volume des transactions/capitalisation boursière est de 15 % soit très proche de Casablanca (18 %). Ainsi, la Tunisie et le Maroc sont parmi les plus petits et les moins liquides des marchés émergents analysés. Pourtant, sur la moyenne période, le développement de ces deux places est probant. En trois ans leur capitalisation boursière a doublé et les volumes ont été multipliés par 2 en Tunisie et 4 au Maroc.

Comme pour la plupart des marchés émergents, les dix plus grandes capitalisations boursières représentent 75 % de la capitalisation totale et sont elles mêmes concentrées sur le secteur bancaire et financier. Certes plus étroites et moins liquides que les marchés asiatiques ou latino-américains, les bourses marocaine et tunisienne sont parmi les moins chères du monde et présentent des rendements sur dividendes parmi les plus élevés. Qu'on en juge : PER de 14 pour la Tunisie et 16 pour le Maroc alors que la moyenne des bourses exotiques se situe à 20,5 ; des ratios cours/actif net inférieurs à 1,5 contre 2,3 sur les autres places émergentes et enfin un rendement du dividende se situant à 5 % plaçant les entreprises tunisiennes et marocaines parmi les plus généreuses (1,53 % en moyenne sur les places émergentes). D'une certaine manière, mais nous y reviendrons plus loin, cette capacité distributive n'incite pas les opérateurs à faire tourner leur portefeuille et ainsi à améliorer la liquidité.

Indéniablement, les places tunisienne et marocaine ont connu une amélioration quantitative tout à fait impressionnante. Sur le plan qualitatif, la mise en place du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières à Rabat et du Conseil de la Bourse à Tunis laisse augurer une plus grande transparence des marchés. De manière plus immédiate, soulignons déjà les progrès réalisés par les intermédiaires en Bourse. Jusqu'à il y a peu, les services titres des banques qui officiaient comme brokers étaient davantage des archivistes que des analystes ou des négociateurs. Qu'il s'agisse de la Tunisie ou du Maroc, il est désormais possible d'obtenir des notes de recherche sur l'ensemble des sociétés cotées, des PER retraités ou des recommandations d'investissement. Les sociétés de bourse récemment créées calent leur méthodologie d'investigation sur leurs grands frères anglo-saxons ou français et participent ainsi à l'attrait que connaissent le Maroc et la Tunisie auprès des investisseurs étrangers.

Nous avons évoqué plus haut les succès enregistrés par le Maroc et la Tunisie en ce qui concerne les grands équilibres et la croissance depuis la mise en place des plans d'ajustement structurel. Si l'impact des fondamentaux économiques joue, à court terme, pour 20 à 30 % sur l'évolution d'un marché développé, il compte pour 50 à 70 % dans un marché en émergence. Aussi, le lancement d'un programme de privatisation représente-t-

il le deuxième élément fondamental de l'émergence. Le transfert des entreprises du secteur public au privé représente un total de recettes prévisionnelles pour l'Etat marocain de 2,2 milliards de S. La Tunisie a également annoncé la privatisation de 400 sociétés (bien que, contrairement au Maroc, les autorités tunisiennes communiquent assez peu sur ce point).

Outre le désengagement de l'Etat, le lancement d'un programme de privatisation offre de nombreux avantages pour le développement de la Bourse. Les entreprises introduites sur le marché de Casablanca à ce jour sont toutes parfaitement rentables et laissent augurer une croissance des résultats importante. C'est vrai pour CTM-LN (transport), CIOR (cimenterie) ou SOFAC (crédit spécialisé). Les investisseurs qui ont acheté des actions ICF (chimie) en Tunisie n'ont pas non plus regretté leur investissement : près de 8 % de dividendes versés depuis deux ans. On estime à près de 800 millions de \$ l'apport de papier neuf sur le marché marocain dû uniquement aux privatisations. La capitalisation boursière devrait ainsi augmenter, toute chose égale par ailleurs, de plus de 30 % sur les 18 prochains mois. C'est 350 millions de \$ qui seront offerts sur le marché avant la fin de l'année 1994 à Casablanca. La quantité est certes insuffisante puisque les opérations sont sur-souscrites 4 fois en moyenne.

La procédure de transfert vers le secteur privé oblige à la publication d'informations financières auditées par des cabinets reconnus. Ainsi l'investisseur, local ou étranger, appréhende le marché dans une plus grande transparence. L'amélioration de la transparence s'inscrit dans le cadre de l'amélioration du fonctionnement général du marché. Les Parlements tunisien et marocain ont ainsi voté des projets de loi relatifs à la réforme du marché des capitaux. Dans leurs grandes lignes, ces textes sont assez semblables : création d'un organisme de contrôle sur le modèle de la Commission des Opérations de Bourse française, indépendance des sociétés de bourse qui sont elles-mêmes actionnaires de la Bourse des Valeurs, création (ou incitation à la création) d'OPCVM. Là encore, ces réformes de fond peuvent permettre l'accession au statut de véritable marché émergent du Maroc et de la Tunisie. Ce peut être aussi l'occasion de créer un véritable actionariat populaire une fois la protection de l'épargnant assurée.

195

II) ...Qui rendent nécessaire l'accélération des réformes

Les chiffres cités plus haut montrent bien qu'il y a un frémissement sur les deux seuls marchés financiers du Maghreb. Pour dépasser ce stade et arriver à une véritable place émergente, comparable à celles d'Asie du Sud Est ou d'Amérique du Sud, une véritable « alchimie économique » reste

toutefois indispensable. Certains éléments de cette alchimie sont classiques, d'autres spécifiques aux cas maghrébins. Si ces conditions ne sont pas - plus ou moins bien - remplies, les investisseurs étrangers mais surtout les acteurs locaux se désintéresseront du marché financier et ce dernier redeviendra un pur marché d'allocation d'actif et non un lieu de financement et d'épargne.

La stabilisation macro-économique, le lancement d'un programme de privatisation et la réforme du marché boursier correspondent à l'instauration d'un climat favorable au marché financier. Cet effort relève davantage des autorités publiques que des acteurs privés. Il existe cependant à Tunis et à Casablanca des contraintes qui, faute d'assouplissement, compromettent l'émergence des places maghrébines. Il s'agit de faire de la Bourse un lieu de placement et de financement alternatif. Or rappelons que le prix du logement à Casablanca sur la période 1973-1991 a connu une augmentation de 350 % à prix constant. De même, le prix moyen des terrains à Tunis, Casablanca et Rabat s'est accru de 100 % entre 1987 et 1992. Aussi la spéculation immobilière est elle le placement favori des épargnants tunisois et casablancais. Outre la concurrence déloyale pour le marché boursier, les sur-rendements offerts par la pierre dans ces deux pays du Maghreb ont un autre effet pervers. Au Maroc et en Tunisie, la notion de groupe ne relève pas d'une approche comptable mais d'une perception familiale et patrimoniale. En clair, les grosses entreprises ne consolident pas et il y a le plus souvent confusion entre le patrimoine de l'entrepreneur - son groupe - et celui de ses entreprises. Aussi, lorsqu'une activité dégage des profits, ces derniers ne sont pas capitalisés au sein de l'entreprise mais réinvestis dans un placement plus rentable et moins taxé : l'immobilier. Cette habitude contribue largement à la sous-capitalisation des entreprises maghrébines.

196

Par ailleurs, avec un taux d'inflation moyen proche de 5 %, il était encore possible il y a quelques mois, de faire rémunérer ses liquidités à 12 ou 13 % au Maroc et en Tunisie. Cela, soit directement sous forme de dépôt à terme, soit par l'achat de bons du Trésor, la relative illiquidité de ces derniers n'étant pas pénalisante face à la faiblesse des volumes échangés sur le marché des actions. Une rémunération aussi élevée fournie par des institutions envers qui l'épargnant a confiance - les banques ou le Trésor - ne rend guère attractif un marché boursier perçu avec défiance et réservé à quelques initiés,

Avec des taux débiteurs effectifs culminant à 17,70 % en septembre 1992, les entrepreneurs maghrébins auraient dû se tourner vers le marché financier pour trouver des ressources à moindre coût. La contribution des marchés financiers maghrébins au financement de l'économie est, malgré cela, structurellement négative : les entreprises distribuent davantage

qu'elles n'émettent. En observant l'encours de crédit des banques maghrébines, on peut se demander si les entrepreneurs marocains et tunisiens ne sont pas hostiles aux financements longs. Non seulement ils ne vont pas vers le marché mais plus de 60 % des prêts accordés par les banques de la région sont à court terme. La responsabilité de cette situation est, contrairement à l'idée reçue, le fait des entrepreneurs eux-mêmes qui refusent presque systématiquement de fournir des données comptables détaillées sur une perspective de moyen ou long terme.

Dans la mesure où le marché financier ne représentait pas, jusqu'à un passé récent, une source de financement indispensable pour les entreprises et un vecteur de placement pour les acteurs économiques locaux, la qualité de l'information financière n'était pas jugée comme une priorité. Pourquoi un chef d'entreprise publierait-il des résultats trimestriels dans la presse, vantant la progression de son résultat par action, alors qu'il n'a aucune intention de se financer sur le marché ? On peut même aller plus loin : les entrepreneurs maghrébins, comme beaucoup d'autres, s'attachant davantage à minimiser l'impôt qu'à maximiser le profit, les bénéfices par action au Maroc et en Tunisie sont probablement plus élevés qu'il n'y paraît et donc les PER encore plus faibles. De même, pour l'investisseur, la protection qu'offre l'information ne semblait pas indispensable puisqu'il était parfaitement bien informé en tant que banquier ou administrateur.

197

Si l'on en vient au fonctionnement du marché financier, là aussi, des efforts restent à faire. L'hypertrophie du marché de gré à gré (ou OTC) caractérise la Tunisie et encore plus le Maroc. Pour ce dernier, «les cessions directes» représentent plus de 80 % des transactions, alors qu'à Tunis environ 45 % des échanges s'effectuent hors du marché officiel. La situation actuelle pourrait être caricaturée de la manière suivante : marché officiel pour les petits porteurs et marché de gré à gré pour les investisseurs professionnels. Même si les applications réalisées sur le marché OTC sont enregistrées par la Bourse, ce phénomène augmente l'opacité du marché et accentue la différence de traitement entre opérateurs.

La taille du compartiment OTC au Maroc est peut-être la rançon de sa totale ouverture aux investisseurs étrangers. La liberté d'investissement et de rapatriement des dividendes et du capital est, en effet, complète au Maroc. Il est, par contre, indispensable d'obtenir une autorisation de la Banque Centrale à Tunis. Depuis quelques mois, avec la réforme du marché tunisien, les agréments sont quelque peu gelés. Les autorités tunisiennes semblent craindre, en effet, l'arrivée massive de capitaux étrangers qui gonfleraient la bulle financière puis quitteraient la place de Tunis après quelques mois, le marché s'effondrant alors. Les craintes sont, nous semble-t-il, exagérées. Les gestionnaires de fonds émergents sont, le

plus souvent, des investisseurs de long terme et ne pratiquent pas l'arbitrage au jour le jour entre différentes places financières. Le coût d'approche pour chaque marché et le temps nécessaire à la constitution d'un bon portefeuille rendent, en effet, ces investisseurs patients. Par ailleurs, le Maroc et la Tunisie ne sont pas encore considérés comme de véritables marchés émergents. Ces deux pays ne figurant dans aucun indice composite, le risque d'afflux des capitaux étrangers devrait, dans un premier temps au moins, être limité.

Les Bourses de Casablanca et de Tunis sont aujourd'hui à la croisée des chemins. Les contraintes structurelles (taux d'intérêt et spéculation immobilière) semblent se relâcher. Les grandes réformes sont lancées et les investisseurs sont là. Ces derniers sont aujourd'hui essentiellement locaux. Si l'arrivée de Georges Soros dans le capital de l'ONA a fait beaucoup de bruit au Maroc, la dernière émission de ce groupe (près de 150 millions de \$) a été souscrite à 95 % par des marocains. Que ceux qui pensent qu'il n'y a pas de développement du marché financier sans activité locale se rassurent. Les Tunisiens et les Marocains sont de plus en plus demandeurs de papier. De même, les investisseurs étrangers, rassurés par les résultats économiques et confiants dans les privatisations et les réformes de structure, arrivent peu à peu dans le Maghreb. Les autorités ne doivent pas craindre l'arrivée des fonds d'investissements étrangers sur leur Bourse. Les investissements de portefeuille sont souvent un préalable au développement des métiers du capital-investissement pour les entreprises non cotées. Même si cela est marginal quantitativement, la Bourse constitue, en effet, au moins au niveau psychologique, un instrument de liquéfaction et donc de sécurisation des investissements en titres non cotés. Et, à leur tour, les métiers du capital-investissement permettront d'augmenter le flux des investissements directs étrangers, tant au niveau quantitatif que qualitatif. Aujourd'hui, en effet, les bourses tunisienne et marocaine se trouvent au coeur d'une zone qui commence à séduire les opérateurs étrangers : la Méditerranée. Après l'Amérique du Sud et l'Asie du Sud-Est, les gestionnaires de fonds émergents souhaiteraient allouer une partie de leur ressource en faveur des places émergentes qui se situent à proximité de l'Europe. Victimes d'un effet d'éviction notable au lendemain de la chute du Mur de Berlin, les pays du Maghreb ont ainsi une nouvelle chance.

Or on ressent ici et là, au Nord et au Sud, une certaine inquiétude, celle que l'on manifeste envers les bons élèves qui, eux seuls, ont la capacité de décevoir. Ce sentiment est peut être plus fort encore pour le Maroc que pour la Tunisie. Pour cette dernière, les ultimes retouches de la réforme boursière sont prévues pour le troisième trimestre 1994. Par contre, le royaume chérifien ayant déjà présenté publiquement l'ensemble de ses réformes, on se plaint du retard pris, par exemple, dans le programme de

privatisation, programme qui peut limiter les effets d'étranglement sur la demande de titres. Mais surtout, on attend beaucoup de la mise en place des sociétés de bourse et très rapidement d'une amélioration du système de cotation-transaction. Sur ce dernier point, le texte de loi marocain est assez discret puisque le principe des cessions directes devrait subsister. Or, la prédominance d'un marché OTC est contradictoire avec les objectifs de transparence affichés par les autorités. Le coût d'approche du marché de Casablanca (c'est à dire la possibilité d'accéder aux blocs de titres) et la complexité des procédures de livraison, ne permettant pas à l'heure actuelle d'attirer un très grand nombre d'investisseurs étrangers. Si la réforme des règles de fonctionnement boursier tarde ou n'est pas assez ambitieuse, les investisseurs risquent de se détourner du marché. Certains regardent déjà vers la Tunisie, l'Égypte et surtout la Jordanie, de loin le marché le plus perfectionné de la région Maghreb-Moyen Orient.

Si les opérateurs, locaux et étrangers, trouvent que les réformes ne vont pas assez vite, les autorités maghrébines trouvent, elles, que les étrangers (et surtout le moins étranger d'entre eux : la France) sont discrets. Il est ainsi assez surprenant de constater le relatif désintérêt des industriels français pour les privatisations et des financiers de l'Hexagone pour la Bourse. Le Ministre délégué chargé des privatisations au Maroc, n'a pas caché sa déception dans ce domaine à plusieurs reprises récemment. Non seulement, les Français répondent peu aux appels d'offres de privatisation mais quand ils le font, les prix proposés par eux sont très en dessous de ceux offerts par leurs concurrents étrangers. Lorsqu'on observe leur générosité en Europe de l'Est, là où il n'y a pas de cadre juridique et fiscal, là où la barrière linguistique existe, là où les meilleures places sont déjà prises par les Allemands, on est en droit de se poser des questions sur la rationalité de nos investisseurs industriels. Les Français, dans un petit réflexe colonial, auraient-ils peur de payer deux fois ?

Pour les investisseurs de portefeuille, c'est à dire les institutionnels, l'explication est différente. Les gestionnaires de fonds parisiens regardent avec méfiance le monde des marchés financiers émergents. Contrairement aux anglo-saxons, la découverte de ces places est, pour eux, très récente. Il existe ainsi très peu de spécialistes français ayant développé un vraie méthodologie d'approche de ces marchés. Aussi, n'est il pas surprenant de constater que les meilleures études sur les places de Casablanca et de Tunis sont l'oeuvre de courtiers anglais ou américains.

Pourtant, la France peut jouer un grand rôle dans la promotion de ces places comme premiers marchés émergents d'Afrique (hors Afrique du Sud). Elle peut le faire en augmentant ses investissements de portefeuille mais aussi en collaborant de manière plus étroite avec les autorités boursières maghrébines. La Société des Bourses Françaises s'est particulière-

ment illustrée dans ces missions d'assistance aux bourses de Prague et de Varsovie. Nous ne doutons pas qu'elle puisse également exceller à Tunis et à Casablanca. De même, les banques françaises, actionnaires pour la plupart de banques maghrébines, peuvent favoriser le développement de l'industrie des OPCVM en réalisant de véritables transferts de technologie vers leurs homologues marocains et tunisiens. Après le lancement des réformes de structure, le développement des OPCVM peut être un formidable catalyseur pour ces marchés, comparable à ce qu'a connu la France au début des années 80.

Faute d'un intérêt pour les Bourses du Maghreb, la France risque, dans une situation d'émergence, de se faire dépasser comme premier investisseur étranger dans cette zone. La compétition est serrée avec les pays d'Europe du Sud pour les investissements directs ; elle pourrait être perdue pour les investissements de portefeuille face aux pays du Nord. Or la France, elle seule, par ses relations historiques avec ces pays peut rassurer en jouant un véritable rôle d'investisseur de long terme. Ainsi, les institutionnels français pourraient ils assurer un rôle de régulation sur ces places. Là aussi, le processus de paix israélo-palestinien et la reconstruction du Liban laissent augurer des afflux de capitaux massifs dans la région. Il serait dommage que seules les bourses émergentes d'Aman et du Caire en profitent.

200

Conclusion

Succès macroéconomiques, capitalisation boursière et volume doublés en deux ans, les marchés financiers maghrébins sont en train de devenir de véritables marchés émergents. Aujourd'hui, le début de la baisse des taux et la volonté des Gouvernements de casser la spéculation immobilière peuvent augmenter l'attrait de ces bourses pour les marocains et les tunisiens. Seule l'accélération des réformes (privatisations et régulation du marché) permettront à ces places de jouer un rôle en matière de financement de l'économie et non pas seulement en matière de réallocation d'actifs entre institutionnels. Les bases d'un actionnariat populaire seront alors jetées. Au niveau des investisseurs étrangers le choix est simple. Soit les places maghrébines émergent et peuvent représenter jusqu'à 40 % de l'allocation des fonds internationaux sur la zone Moyen-Orient, Afrique du Nord, ou bien elles plafonneront durablement à leur niveau actuel (inférieur à 20 %).

Face à ces défis où la Finance, en phase avec l'économie, rejoint la géopolitique, la France doit se persuader que la Méditerranée n'est pas beaucoup plus large que le Rio Grande. Sauf peut être à refuser de voir ces pays se transformer en économie financière de marché et ainsi renoncer au modèle français. Mais c'est un autre débat.