



2013
www.afdb.org

B AfD

NOTE ÉCONOMIQUE

SOMMAIRE

- 1 – Introduction **p.1**
- 2 – Contexte **p.2**
- 3 – Perspectives d'avenir **p.4**
- 4 – Émission d'obligations nord-africaines **p.9**
- 5 – Fonds communs de placement **p.11**
- 6 – Nouveaux marchés **p.12**
- 7 – Libéralisation du marché boursier **p.13**
- 8 – Contraintes du marché financier et développement du secteur privé **p.17**
- 9 – Perspectives d'avenir **p.18**
- 10 – Conclusions **p.20**

Bibliographie **p.21**

Zondo Sakala
Vice Président ORNP
S.sakala@afdb.org

Jacob Kolster
Directeur ORNA
j.kolster@afdb.org
+216 7110 2065

Nono Matondo-Fundani
Directeur ORNB
f.matondo@afdb.org
+216 7110 2054

Le développement des marchés financiers en Afrique du Nord: État actuel et perspectives d'avenir

Messages clés

- Globalement, les lois et règlements régissant les marchés boursiers d'Afrique du Nord semblent appropriés, même si, dans le cas de la Bourse égyptienne les exigences minimales de fonds propres pourraient sans doute être revues à la hausse.
- La plupart des éléments constitutifs de marchés boursiers performants sont absents en Afrique du Nord.
- Il y a peu de fonds de pension privés en Afrique du Nord étant donné la prédominance des pensions des employés de l'État qui sont en grande partie financés par les contributions des gouvernements et des employés plutôt que le rendement des fonds investis.
- Un examen des marchés boursiers nord-africains montre que le nombre de sociétés cotées est suffisant pour un degré de diversification du portefeuille. Cependant la capitalisation boursière est faible par rapport aux autres marchés de la région du Moyen-Orient.
- Les indicateurs de la facilité de faire des affaires sont également défavorables pour l'Afrique du Nord par rapport au CCG, et l'incertitude qui en résulte est préjudiciable pour le développement des marchés de capitaux.
- Les indicateurs boursiers, toutefois, présentent un tableau plus encourageant.

1. Introduction

Les marchés de capitaux en Afrique du Nord existent de longue date, mais ils ont contribué très peu au développement de la région. Alors que le développement et la prospérité du secteur privé reposent principalement sur la capacité des entrepreneurs à mobiliser des financements sur fonds propres, cette étude met en évidence les limites en termes d'envergure et de profondeur du marché boursier nord-africain. Le cas échéant, le financement par fonds propres est complété par appel aux marchés des obligations d'État et de sociétés, qui sont également très peu développés en Afrique du Nord.

L'étude révèle également le caractère globalement approprié des dispositions légales et réglementaires, mais pointe du doigt le manque de confiance des investisseurs nationaux et étrangers. Les perceptions de la transparence et de la corruption créent un climat peu propice aux affaires ainsi que les obstacles bureaucratiques à l'activité des entreprises. Cependant, le rendement du marché est encourageant en

dépit de l'incidence négative de la crise financière mondiale et du Printemps arabe.

La reprise amorcée nourrit un sentiment d'optimisme quant au cours des actions à terme. De nouveaux marchés où les petites et moyennes entreprises sont assujetties à des conditions d'admission à la cote moins rigoureuses existent déjà. Il suffit simplement, à titre de priorité, de créer les conditions du fonctionnement efficace de ces marchés pour que les petites entreprises participent notablement à la création d'emplois dont le besoin se fait cruellement sentir dans la région.

Si le développement du marché de capitaux doit figurer en bonne place parmi les priorités, la fiscalité des entreprises et des transactions doit être révisée, comme la convertibilité des monnaies et le contrôle des mouvements de capitaux doivent également être sujets à examen. La question de l'investissement direct étranger a été pendant longtemps au centre du débat politique en Afrique du Nord au détriment des flux de placement de portefeuille ; il est grand temps d'élargir le débat.

Ce rapport a été préparé par Rodney Wilson (Professeur Emérite, Durham University UK ; Professeur, Qatar Faculty of Islamic Studies) sous la supervision de Vincent Castel, (Coordinateur principal de programme, ORNA) et Catherine Baumont Keita (Economiste en Chef, ORNB). Ce travail a été réalisé sous la conduite générale de Jacob Kolster (Directeur, ORNA) et de Matondo-Fundani (Directeur, ORNB). Sont remerciés pour leur contribution: Diabaté Alassane (Economiste Pays Principal, ORNB), Laurence Lannes (Economiste de la Santé Principale, OSHD), Kevin Lumbila (Economiste supérieur, OSGE), ORNA. Traduction réalisée par CLSD.

L'analyse et les conclusions de ce rapport reflètent les opinions de leurs auteurs et non ceux du Groupe de la Banque africaine de développement, son conseil d'administration ou des pays qu'ils représentent..

2. Contexte

Alors que la Bourse d'Alexandrie a été la pionnière parmi les places boursières dans le bassin méditerranéen, datant de 1883, les marchés boursiers d'Afrique du Nord au XXe siècle sont restés longtemps à la traîne de leurs homologues du continent européen. Ce facteur est important dans la mesure où l'absence de marchés profonds et de grande envergure des actions et des obligations, réduisait les possibilités de financement et de développement des entreprises. On peut également penser que le manque de capitaux propres et de financement stable à long terme, par l'émission d'obligations, a considérablement freiné le développement du secteur privé en Afrique du Nord.

La recherche universitaire est généralement affirmative quant au rôle que les Bourses des valeurs jouent dans le développement. C'est aussi l'avis d'Ajit Singh qui pense que les marchés boursiers ont été non seulement un facteur important de libéralisation économique interne et externe dans les pays en développement où les résultats sont probants, mais également une source essentielle de capital dans les pays où le niveau élevé des taux d'intérêt installe une répression financière, tandis que les faits observés prouvent que les marchés boursiers pourraient atténuer une telle répression. Le crédit bancaire est ipso facto porteur d'intérêt tarifé en prévision de l'éventualité de défaut de paiement, le paradoxe étant que l'intérêt élevé rend le défaut plus probable. Dans les marchés avec financement par capitaux propres, ce sont les investisseurs qui prennent le risque, mais qui bénéficient aussi d'un rendement supérieur si l'entreprise se porte bien, sous la forme de dividendes et de plus-values en fin de compte. Pour Ross Levine et Zervos Sara, les Bourses des valeurs sont complémentaires du financement bancaire, la liquidité du marché étant un important facteur de promotion de la croissance économique, d'accumulation du capital et d'amélioration de la productivité². La taille

du marché et la volatilité des prix ne semblent pas si importants que cela, signe encourageant pour l'Afrique du Nord connue pour la volatilité des cours des actions et la petite taille des marchés de la région.

Pour Geert Bekaert, Campbell Harvey et Christian Lundblad, les politiques de libéralisation économique stimulent la croissance du marché boursier et le développement, sous réserve que les autres conditions préalables existent déjà, en l'occurrence une population bien éduquée³. Ces facteurs favorables ont incité les chercheurs à examiner la relation entre la croissance du marché boursier et le développement économique dans une perspective élargie pour en comprendre les complexités⁴. Partant de ce contexte, Arestis, Demetriades et Luintel mettent en doute l'importance des marchés boursiers comme facteurs de facilitation du développement économique en faisant valoir que les banques sont plus importantes. Ils soutiennent que les données de séries chronologiques fortement agrégées utilisées dans ces études antérieures ont semblé-t-il, conduit à des conclusions attribuant une importance⁵ excessive aux marchés boursiers dans le processus de développement. Le manque de données en Afrique du Nord ne permet pas d'étendre l'analyse au contexte régional, mais de cette abondante documentation se dégagent quelques-uns des facteurs indispensables pour déterminer les paramètres de l'étude. Les études entreprises sur le Moyen-Orient ne remettent pas en question le lien entre la croissance du marché boursier et le développement économique ; elles s'intéressent plutôt à la façon dont le lien peut être renforcé par des politiques plus intelligentes⁶. Pour Mohammed Omran et Ali Bolbol, les politiques de libéralisation économique dans les pays du monde arabe doivent précéder les politiques d'ouverture à l'investissement étranger, l'objectif des réformes financières étant de mettre en place les règles du jeu équitables pour les investisseurs tant nationaux qu'étrangers⁷.

² Ross Levine and Sara Zervos, "Stock markets, banks, and economic growth", *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, 1998, pp. 537-558.

³ Geert Bekaert, Campbell R. Harvey and Christian Lundblad, "Emerging equity markets and economic development", *Journal of Development Economics*, Vol. 66, Issue 2, 2001, pp. 465-504.

⁴ Asli Demirgüç-Kunt and Ross Levine, "Stock markets, corporate finance and economic growth: an overview", *The World Bank Economic Review*, Vol. 10, No. 2, A Symposium Issue on Stock Markets and Economic Development, May, 1996, pp. 223-239.

⁵ Philip Arestis, Panicos O. Demetriades and Kul B. Luintel, "Financial development and economic growth: the role of stock markets", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, No. 1, Feb., 2001, pp. 16-41.

⁶ Mohamed A. El-Erian and Manmohan S. Kumar, "Emerging equity markets in Middle Eastern countries", *International Monetary Fund Staff Papers*, Vol. 42, No. 2 (Jun., 1995), pp. 313-343.

⁷ Mohammad Omran and Ali Bolbol, "Foreign direct investment, financial development, and economic growth: evidence from the Arab countries", *Review of Middle East Economics and Finance*, Vol. 1, Issue 3, 2003, pp. 37-55

2.1. Questions de fond

Ce projet se propose d'examiner les critères d'inscription à la cote et la réglementation des Bourses du Caire, de Casablanca, de Tunis et de Tripoli et d'analyser les volumes des échanges et l'évolution des prix. Les critères d'inscription sont-ils trop rigoureux, décourageant de nouvelles cotations de titres ou sont-ils trop laxistes, permettant la cotation de titres peu négociés et soulevant des doutes sur la liquidité du marché? Y a-t-il un choix suffisant de titres afin de faciliter la diversification des portefeuilles au sein de chaque marché nord-africain ou dans les trois marchés? Y a-t-il trop de concentration d'actions dans quelques segments tels que la construction et des valeurs industrielles et agricoles insuffisantes ?

2.2. Implications

Ces questions sont d'un intérêt particulier pour les gestionnaires de fonds et les investisseurs institutionnels tels que les compagnies d'assurance et les caisses de retraite à l'intérieur comme à l'extérieur de la région. Les marchés de capitaux de l'Afrique du Nord sont ouverts aux investisseurs étrangers et cette situation a facilité l'afflux de placements de portefeuille en provenance des pays du Conseil de coopération du Golfe ainsi que d'Europe. Certains de ces flux sont gérés par des maisons de courtage locales telles que EGF Hermes au Caire, mais d'autres sont gérés de l'extérieur, par exemple, Jadwa arabe Markets Fund de Riyad et le Global Egypt Fund basé au Bahreïn.

3. Perspectives d'avenir

Depuis la crise financière mondiale de 2008, l'intérêt des investisseurs s'est de plus en plus tourné des marchés calmes et en stagnation des pays développés vers les marchés émergents en croissance plus rapide. Malgré sa proximité géographique avec l'Europe, la langue et une culture communes avec les riches économies pétrolières du Golfe, l'Afrique du Nord est restée pratiquement en marge des flux de capital privé, de nombreux investisseurs considérant la région comme peu rentable. Le Printemps arabe, source d'une grande incertitude, a causé l'effritement des cours des titres en Afrique du Nord et l'effondrement de la confiance des investisseurs.

Néanmoins, le contexte des titres nord-africains vraisemblablement sous-évalués incite à envisager des perspectives favorables, d'autant que le risque politique et les fondamentaux économiques fragilisés déjà reflétés dans les cours en Bourse, des possibilités raisonnables de gains existeront dès le retour à une situation économique normale. Les Bourses nord-africaines fonctionnaient bien avant le Printemps arabe, et, s'il est vrai que l'information financière vérifiée était régulièrement présentée, la gouvernance d'entreprise dans la plupart des sociétés cotées gagnerait à être améliorée. Les classements des organismes comme Transparency International dictent les perceptions des investisseurs étrangers ; c'est pourquoi, les questions de transparence et d'amélioration du climat d'investissement retiendront l'attention dans cette étude afin que l'Afrique du Nord puisse attirer une part plus importante de l'investissement dans les marchés émergents.

3.1. Comparaisons internationales

L'étude proposée comporte une dimension comparative en ce sens qu'elle fait le rapprochement, en termes de développement et de rôle, entre les marchés boursiers d'Afrique du Nord et la Bourse d'Istanbul, la plus dynamique dans la région méditerranéenne, et la Bourse de l'Arabie Saoudite, la plus importante du monde arabe par rapport à l'économie qu'elle dessert. Quelles leçons les Bourses

nord-africaines peuvent-elles tirer de l'expérience de la Turquie, un pays avec une population de taille comparable à l'Égypte, de l'Arabie saoudite, la plus grande place boursière du monde arabe, et de la Jordanie, un marché financier frontière comparable à certains égards à la Tunisie?

Le tableau 1 ci-dessous présente la capitalisation boursière en Afrique du Nord avec les données de séries chronologiques, de décembre 2004 à décembre 2011, une période qui inclut le Printemps arabe. Les données concernent l'Égypte et le Maroc qui sont membres à part entière de la Fédération internationale des bourses de valeurs, mais aussi la Tunisie qui n'en fait pas partie. Les chiffres tunisiens sont extraits des publications de la Bourse de Tunis et convertis en dollars US au taux de change en vigueur en décembre de chaque année. La Libye, dont le marché boursier n'a été établi qu'en 2006, n'est pas membre de la Fédération internationale des bourses de valeurs, et l'on ne dispose que de données fragmentaires. Sa capitalisation boursière, à la veille de la révolution en janvier 2011, était de 31 112 millions de dollars, supérieure à celle de la Tunisie et comparable à la Jordanie. Toutefois, le marché libyen est largement illiquide, avec peu de titres échangés et seulement 12 sociétés cotées. Le manque de données ne permet pas d'examiner sa capitalisation historique, ce qui explique l'absence de la Libye du tableau 1.

Tableau 1: Capitalisation comparative des marchés boursiers d'Afrique du Nord, millions de dollars EU, fin d'exercice

Pays	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Égypte	38,533	79,509	93,496	139,274	85,978	91,207	84,277	48,602
Maroc	25,064	27,220	49,360	75,494	65,854	64,478	69,152	60,087
Tunisie	2,365	2,944	4,091	4,046	5,146	7,580	9,435	8,960
Turquie	18,383	37,644	20,729	41,216	35,895	31,826	30,864	27,183
Turkey	98,299	161,538	162,398	266,571	118,329	233,996	307,012	197,074
Arabie saoudite	306,247	646,108	326,869	518,942	246,337	318,734	353,410	338,873

Sources: Fédération internationale des bourses de valeurs, Paris, 2012; Bourse de Tunis, Rapport annuel, 2011.

Comme le montre le tableau 1, les Bourses égyptienne et marocaine sont les plus importantes en Afrique du Nord, celle de Casablanca datant de 1929, moins ancienne que les Bourses du Caire et d'Alexandrie, mais assez âgée tout de même. Leur capitalisation maximale était en 2007, l'Égypte et le Maroc ayant subi de plein fouet le contrecoup de la crise financière mondiale de 2008. Si la Bourse de Casablanca a largement remonté la pente, les places boursières égyptiennes n'ont pas réussi à freiner la dégringolade jusqu'à la légère reprise ultérieure, brutalement arrêtée par la révolution qui les a plongées dans un abîme plus profond encore. Le petit marché tunisien n'a que faiblement souffert de la crise financière mondiale et a joui de six années de croissance ininterrompue avant la révolution. Les marchés boursiers d'Afrique du Nord sont très petits par rapport aux deux géants du Moyen-Orient, les Bourses de la Turquie et de l'Arabie saoudite. L'Égypte d'avant la révolution de 1952 avait le plus grand marché boursier du monde arabe, mais la nationalisation de la plupart des sociétés cotées sous le règne de Nasser a conduit à son effondrement. Dans l'entretemps, l'Arabie saoudite, devenue premier exportateur mondial de pétrole, et beaucoup plus ouverte aux politiques de promotion du secteur privé, a encouragé le développement du marché boursier, à l'origine en partie, de la diversification de l'économie du royaume. C'est aussi le cas en Turquie, dont la réussite économique sert de modèle dans bien des milieux d'affaires égyptiens. La capacité à lever des fonds propres a facilité le développement du secteur industriel dynamique de la Turquie, où 174 entreprises manufacturières sont cotées.

3.2. Envergure du marché

L'envergure d'un marché boursier se mesure au nombre de sociétés cotées ; plus il y a de sociétés inscrites à la cote, plus ample est le marché. Les investisseurs ont ainsi la possibilité d'avoir un portefeuille plus diversifié pour atténuer les risques, qui sont particulièrement importants pour les investisseurs institutionnels tels que les compagnies d'assurance, les fonds communs de placement et les caisses de retraite. Le nombre de sociétés cotées dépend également de la rigueur des conditions d'inscription, dans la mesure où des conditions très dures peuvent dissuader les entreprises privées d'entrer en Bourse, ou inciter celles qui y sont déjà à sortir. C'est ce qui s'est passé en Égypte où, comme le tableau 2 le montre, les titres

de la plupart des quelque 800 sociétés cotées en 2004 ont fait l'objet de très peu d'opérations sur le marché secondaire, réduisant du coup la valeur des titres parce qu'il n'était pas possible de lever de nouveaux fonds sur le marché. Lorsque les exigences relatives à l'information financière ont été durcies, de nombreuses entreprises ont décidé de se faire radier plutôt que d'engager des coûts supplémentaires pour de modestes profits incertains. Cela s'est produit notamment avec les sociétés privatisées après 1990 en Égypte lorsque les prix artificiellement bas des premières émissions de titres dans le public ont donné des coefficients de capitalisation des résultats favorables et des rendements élevés, qui ont, cependant, diminué avec le temps dès que l'effet de l'offre initiale s'est estompé, provoquant le désintérêt des investisseurs⁸.

Tableau 2: Nombre de sociétés cotées dans les Bourses nord-africaines dans une perspective comparative

Pays	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Égypte	795	744	595	435	373	313	228	234
Maroc	53	54	63	73	77	76	74	75
Tunisie	44	45	48	51	50	52	56	57
Turquie	192	201	227	245	262	272	277	247
Turkey	297	304	316	319	317	315	339	264
Arabie saoudite	73	77	86	111	127	135	146	149

Sources: Fédération internationale des bourses de valeurs, Paris, 2012; Bourse de Tunis, Rapport annuel, 2011.

Si les places boursières égyptiennes ont perdu des entreprises, les 200 et quelque sociétés encore présentes en Bourse ont suffisamment répondu pour permettre aux investisseurs institutionnels d'avoir des portefeuilles diversifiés. En 2010, la capitalisation boursière d'une société cotée sur le marché égyptien s'élevait en moyenne à 370 millions de dollars EU contre 934 millions de dollars au Maroc, mais supérieure tout de même à la moyenne de 189 millions de dollars en Tunisie⁹. Les petites entreprises à faible capitalisation boursière sont généralement considérées comme plus à risque que les grandes entreprises. En Tunisie, le marché était également excessivement concentré, avec plus de 70 pour cent de la capitalisation boursière détenue par les banques, les assurances et les sociétés d'investissement, alors que les entreprises manufacturières¹⁰ ne représentaient que 7,4 pour cent. La situation était plus équilibrée

⁸ Mohammed Omran, "Under-pricing and long-run performance of share issue privatisations in the Egyptian stock market", Journal of Financial Research, Vol. 28, Issue 2, 2005, pp. 215-234.

⁹ On a utilisé les chiffres de 2010 parce que ceux de 2011 sont faussés par l'effritement de valeur des titres sous l'effet du Printemps arabe et sont vraisemblablement représentatifs.

¹⁰ Bourse de Tunis, Rapport annuel, 2010, p. 24.

au Maroc, où le secteur bancaire représentait près d'un tiers de la capitalisation boursière, tandis que les deux autres tiers se répartissaient entre les télécommunications pour 23 pour cent, les promoteurs immobiliers 13 pour cent et l'industrie 4 pour cent, un faible pourcentage à vrai dire décevant¹¹. En Égypte les banques dictent moins leur loi à la Bourse, principalement parce que les grandes banques sont la propriété de l'État. Le secteur industriel est représenté par 17 valeurs, notamment les sociétés d'ingénierie – le point fort de l'Égypte – 4 entreprises de télécommunications, dont la multinationale Orascom basée au Caire, et 3 sociétés de technologie.

3.3. Capacité d'absorption du marché

La profondeur et la liquidité d'un marché boursier peuvent se mesurer par la valeur des transactions, une faible valeur indiquant une faible activité d'achat et de vente et donc des difficultés pour l'écoulement de quantités importantes d'actions sans effet néfaste sur les prix¹². Comme le tableau 3 le montre, l'Égypte est de loin le marché le plus actif en Afrique du Nord en termes d'activité d'achat et de vente, qui a culminé en 2008 lors de la crise financière mondiale, bien que les ventes constituent l'essentiel de l'activité. En 2010, l'amélioration sensible des conditions du marché n'a pas empêché le ralentissement de l'activité boursière, que le Printemps arabe de l'année suivante allait transformer en débâcle, avec un volume de transactions bien inférieur à celui des plus grands marchés régionaux, Istanbul et Riyad. L'aspect positif est que la volatilité des transactions était beaucoup moins forte qu'en Arabie Saoudite où une grande bulle spéculative a éclaté en 2007 malgré la vigueur persistante du marché pétrolier qui aurait dû aider le Royaume.

Tableau 3: Valeur relative des opérations de Bourse sur les places nord-africaines, millions de dollars EU

Pays	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Égypte	6,513	26,241	48,084	60,196	93,476	73,474	38,210	16,132
Maroc	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4,445	6,146	4,914
Tunisie	529	1,274	3,431	1,348	3,318	2,671	2,898	1,163
Jordanie	5,350	23,816	20,054	17,427	28,960	12,897	8,599	3,898
Turquie	146,605	200,858	222,724	294,295	247,833	301,122	410,609	412,911
Arabie saoudite	472,941	1 103,534	1 403,048	681,948	523,327	335,146	201,212	291,432

Sources: Fédération internationale des bourses de valeurs, Paris, 2012; Bourse de Tunis, Rapport annuel, 2011.

3.4. Mesures du rendement

Les deux plus importantes mesures pour les valeurs cotées sont le coefficient de capitalisation des bénéfices et les produits secondaires, ceux-ci étant la mesure du rendement. Les investisseurs prêtent une attention particulière aux coefficients de capitalisation des bénéfices : un faible pourcentage indique que les actions sont un bon placement pour ceux que le profit intéresse et un rapport élevé indique que la direction a ajouté de la valeur à la société par des plus-values importantes. Un débat de longue date existe quant aux facteurs déterminants des coefficients de capitalisation des bénéfices et leur rapport avec le rendement des actions¹³. On voit au tableau 4 que les coefficients de capitalisation des bénéfices sont modérés pour l'Égypte et le Maroc, mais aucune tendance nette ne se dégage en ce qui concerne le premier pays. Ils sont globalement en ligne avec les indices pour la Turquie et l'Arabie saoudite, et ne sont certainement pas aussi limites que ceux de la Jordanie, qui sont vraisemblablement insoutenables.

Tableau 4 : État comparatif des coefficients de capitalisation des bénéfices des sociétés cotées dans les Bourses nord-africaines

Pays	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Égypte	13,0	22,0	13,6	15,7	9,3	11,0	14,7
Maroc	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15,1	N/A
Tunisie	N/A	N/A	16,7	28,0	18,8	14,4	26,3
Turquie	13,3	19,4	14,9	12,0	5,8	17,9	13,4
Arabie saoudite	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	17,3	15,3

Source: Fédération internationale des bourses de valeurs, Paris, 2012.

Le rendement des actions est la mesure du dividende divisé par le prix par action, généralement exprimé en pourcentage. Les entreprises paient des dividendes pour donner un revenu aux investisseurs, en particulier lorsque les gains en capital sont minimes ou nuls, car cela contribue à apaiser les actionnaires et les encourage à ne pas vendre leurs actions. Souvent, les entreprises en pleine expansion ne versent pas de dividendes car les bénéfices sont réinvestis pour financer l'investissement, tandis que les entreprises matures avec des flux de revenus prévisibles, telles que les entreprises de services publics, privilégient les dividendes. Le rapport entre les rendements boursiers et les rendements boursiers prévus est un sujet de débat de longue date et la plupart des chercheurs pensent que c'est un rapport à long terme¹⁴,

¹¹ Bourse de Casablanca, Rapport annuel, 2010, p. 38.

¹² Alexander Kempt and Olaf Korn, "Market depth and order size", Journal of Financial Markets, Vol. 2, Issue 1, 1999, pp. 29-48.

¹³ William Beaver and Dale Morse, "What determines price earnings ratios?" Financial Analysts Journal, Vol. 34, No. 4, 1978, pp. 65-76.

¹⁴ Eugene Fama and Kenneth R. French, "Dividend yields and expected stock returns", Journal of Financial Economics, Vol. 22, Issue 1, 1988, pp. 3-25.

bien que les opinions ne s'accordent pas sur les meilleures techniques à utiliser pour les prévisions¹⁵.

On dispose de quelques données pour les rendements boursiers des marchés du Moyen-Orient et Afrique du Nord. On voit au tableau 5 que l'Égypte et le Maroc ont des rendements plus élevés que la Jordanie, la Turquie et l'Arabie saoudite, les différences s'expliquant peut-être par la nécessité de compenser la perception des risques relatifs. En Égypte, les rendements historiques sont encore plus élevés, culminant en 2007, juste avant la crise financière mondiale¹⁶.

Table 5 : État comparatif des rendements boursiers sur les marchés nord-africains, %

Pays	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Égypte	6,9	3,8	14,8	17,0	14,7	4,4	3,7
Maroc	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	4,2	3,6
Tunisie	N/A	N/A	2,3	1,8	2,5	2,7	2,6
Turquie	1,4	1,7	2,1	1,9	4,9	2,7	2,1
Arabie saoudite	N/A	N/A	N/A	N/A	3,9	2,3	2,7

Source: Fédération internationale des bourses de valeurs, Paris, 2012

Les indices les plus utilisés pour suivre le cours des actions en Afrique du Nord par rapport aux autres marchés du Moyen-Orient sont indiqués au tableau 6. L'EGX30 est une moyenne pondérée des cours des actions des 30 plus grandes sociétés cotées en Égypte. Le MASI comprend toutes les actions cotées sur le marché de Casablanca et le TUNINDEX toutes les actions cotées à la Bourse de Tunis, qui couvre 56 entreprises. En ce qui concerne les marchés de comparaison, les indices jordaniens comme turcs mesurent le cours moyen pondéré de l'action des 100 plus grandes sociétés cotées en Bourse, alors que l'indice saoudien couvre toutes les actions cotées, puisque c'est seulement depuis 2007 que plus de 100 entreprises ont été enregistrées. Tous les indices boursiers sont considérés comme des mesures mieux adaptées aux petits marchés émergents et frontiers, alors que s'agissant des grands marchés plus étendus, les investisseurs auraient peut-être intérêt à utiliser des indices distincts pour les différentes tailles d'entreprises, avec, par exemple, des indices de capitalisation moyenne ou petite, segments susceptibles d'intéresser des investisseurs moins frileux.

Il y a naturellement une cohérence entre l'évolution des indices du tableau 6 et les capitalisations boursières indiquées au tableau 1. L'indice EGX30 a atteint un niveau record en 2007 avant la crise financière mondiale tout comme le MASI au Maroc, l'ASE en Jordanie

Tableau 6 : Rendements d'indices relatifs des valeurs vedettes cotées sur les Bourses nord-africaines, fin d'exercice

Pays	Indice	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Égypte	EGX30	2,567	6,324	6,973	10,550	4,596	6,208	7,142
Maroc	MASI	4,522	5,539	9,479	12,695	10,984	10,444	12,655
Tunisie	Tunindex	1,332	1,615	2,331	2,614	2,892	4,292	5,112
Jordanie	ASE100	N/A	N/A	3,014	3,675	2,758	2,533	2,373
Turquie	ISE100	24,971	39,777	39,117	55,538	26,864	52,825	66,004
Arabie saoudite	TASI	8,206	16,712	7,933	11,039	4,803	6,122	6,621

Sources: Fédération internationale des bourses de valeurs, Paris, 2012; Bourse de Tunis, Rapport annuel, 2010, p.50.

et le TASI en Arabie saoudite. Ce dernier s'était quelque peu remis de la bulle d'actifs de l'année précédente, mais n'a jamais retrouvé sa valeur de 2005, malgré le boom des recettes pétrolières et les dépenses publiques subséquentes qui ont stimulé l'économie du royaume. En général, les marchés d'Afrique du Nord et du Moyen-Orient ne montrent pas de corrélation forte entre le rendement des indices boursiers et l'activité économique nationale. On pourrait croire que les facteurs externes dans l'économie mondiale sont plus importants, puisqu'il semble y avoir une forte corrélation entre la performance des marchés égyptiens et marocains et l'évolution des marchés boursiers dans l'Union européenne toute proche. Cependant, ayant spectaculairement surmonté la crise financière mondiale, la Turquie affichait une croissance soutenue du PIB alors que l'Union européenne était en récession, bien que l'Allemagne, son principal partenaire commercial, affichait de meilleurs résultats que d'autres économies de l'Union européenne.

Le TUNINDEX était l'exception puisqu'il a continué de croître durant la crise économique et financière mondiale, en raison, peut-être, de l'ampleur croissante de son marché et de la croissance continue de la valeur des transactions. Néanmoins, s'il est plus facile de croître en partant d'une petite base, le rendement favorable qu'il a enregistré jusqu'à la survenue du Printemps arabe et le manque de rapport avec les tendances observées ailleurs sont assez déroutants.

3.5. L'impact du Printemps arabe

Comme il fallait s'y attendre, les révolutions en Égypte et en Tunisie ont porté un rude coup aux cours du marché, l'incertitude ayant semé la panique chez les investisseurs. Suite à la chute soudaine de 15

¹⁵ R.J. Hodrick, "Dividend yields and expected stock returns: alternative procedures for inference and measurement", The Review of Financial Studies, Vol. 5, Issue 3, 1992, pp. 353-386.

¹⁶ Andreas Billmeier and Isabella Massa, "Go long or short in pyramids? News from the Egyptian stock market", International Review of Financial Analysis, Vol. 17, Issue 5, 2008, pp. 949-970.

pour cent de l'EGX30, les autorités égyptiennes ont préventivement fermé la Bourse du 27 janvier au 23 mars 2011. En Libye, l'insurrection et la guerre civile larvée ont également entraîné la fermeture de la Bourse, qui en était à ses débuts, de sorte que la suspension de l'activité du marché secondaire n'a guère eu d'effet sur un marché qui était de toute façon non liquide.

Les rendements de l'EGX300 et du TUNINDEX à la suite des révolutions sont indiqués à la figure 1. Au début, les deux indices ont plongé, de façon plus marquée et rapide en Égypte. On peut se demander si la fermeture temporaire du marché en Égypte a aggravé la crise boursière dans ce pays vu que du jour au lendemain les valeurs détenues par les investisseurs sont devenues non liquides. Toutefois, en l'occurrence, les autorités n'avaient sans doute que peu de marge de manœuvre.

Graphique 1: Rendements des Bourses égyptiennes et tunisiennes après le Printemps arabe

Source: Marché boursier égyptien et Bourse de Tunis

Un an après la révolution en Tunisie, l'indice de référence n'avait pratiquement rien perdu par rapport à son niveau de décembre 2010, indiquant un sentiment de reprise des affaires et de regain d'optimisme quant à l'avenir après l'élection démocratique d'un nouveau gouvernement exerçant en vertu d'un mandat légitime. En Égypte, l'évolution a été plus lente, du fait de la confiscation provisoire du pouvoir par les militaires et la nomination d'un gouvernement technocratique non élu après la chute du régime de Moubarak. Par la suite, l'organisation, à la satisfaction générale, d'élections législatives qui ont donné un mandat populaire décisif aux partis vainqueurs, a commencé à redonner confiance au marché. L'heureuse issue de l'élection présidentielle a également été accueillie favorablement, mais des craintes subsistent quant au rôle de l'armée, la rédaction de la constitution et le rôle du pouvoir judiciaire.

Il apparaît, sans être surprenant, que ce sont les développements politiques plus que les facteurs économiques fondamentaux qui ont en grande partie façonné l'humeur du marché après les révolutions. Il est probable, voire inévitable, que les facteurs économiques fondamentaux dictent de nouveau leur loi aux marchés lorsque la situation politique se stabilise et que les nouveaux dirigeants affrontent les choix de politique économique difficiles. Fort heureusement, les partis qui ont gagné les élections, y compris les partis islamistes, sont favorables au recours au marché pour relancer l'économie.

4. Émission d'obligations nord-africaines

La question de savoir dans quelle mesure l'émission et les opérations sur obligations facilitent le développement économique a longtemps été un sujet de débat¹⁷. De nouvelles émissions peuvent faciliter l'investissement productif, mais de nombreux chercheurs émettent des doutes sur la contribution au développement de l'activité du marché secondaire et tertiaire¹⁸. D'autres voient un lien entre la liquidité du marché et le développement économique parce que la liquidité va de pair avec les possibilités d'investissement et d'amélioration de l'allocation des ressources¹⁹.

L'émission d'obligations a été très limitée en Afrique du Nord en dehors de l'Égypte, où les obligations ont une longue histoire et des sommes considérables ont été levées par l'émission de monnaie locale à partir de 2008 comme le tableau 7 le montre. Il n'y a eu qu'une seule émission d'obligations de sociétés en Égypte et deux d'entités publiques. Toutes les autres sont des émissions publiques, à savoir 41 bons du Trésor, 49 obligations-logement du gouvernement et 59 obligations de développement en circulation en 2012.

Tableau 7 : Valeur relative des obligations cotées sur les places nord-africaines, millions de dollars EU, fin d'exercice

Pays	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Égypte	4,793	9,063	11,269	0	14,310	24,471	37,350
Maroc	0	0	0	0	0	1,807	1,762
Jordanie	0	0	3,510	4,964	6,260	8,303	8,924
Turquie	135,162	187,537	190,985	254,351	219,389	263,608	280,882
Arabie saoudite	0	0	0	0	0	7	116

Source: Fédération internationale des bourses de valeurs, Paris, 2012.

Certaines des obligations de développement ont des échéances très longues allant jusqu'à 2019, et cela peut paraître surprenant, l'une des valeurs du Trésor a une échéance encore plus longue jusqu'en

2025, et les échéances indiquent clairement que ces instruments financiers ne sont pas des bons du Trésor à court terme comme on pouvait s'y attendre. Il n'existe pas de marché secondaire des obligations égyptiennes qui sont principalement détenues par les banques publiques et d'autres institutions financières. Dans une large mesure, le stock croissant de bons du Trésor détenus par les banques a entraîné une réduction des avances au secteur privé ainsi qu'il ressort des bilans des principales banques égyptiennes²⁰. On pourrait donc dire que l'émission de titres d'emprunts du gouvernement a provoqué un effet d'éviction des ressources destinées au secteur privé, un résultat indésirable.

À la différence de l'Égypte où la quasi-totalité des obligations sont des émissions souveraines, le marché tunisien est entièrement constitué d'obligations de sociétés, dont la plupart sont émises par les banques et les sociétés de crédit-bail, à raison de 13 émissions en 2010 d'une valeur de 345 millions de dollars²¹. Il y a très peu d'opérations sur obligations : 356 opérations ont été enregistrées en 2010 d'une valeur de 50 millions de dollars, et le marché est devenu largement non liquide en 2011 par suite de la révolution²². La Tunisie n'ayant qu'un statut d'observateur à la Fédération internationale des bourses de valeurs, on ne dispose pas de données de séries chronologiques pour les émissions et opérations sur obligations. En revanche, le Maroc fait partie de la Fédération comme le tableau 7 le montre, mais l'émission d'obligations n'y a commencé qu'en 2009 et représente une infime proportion de l'émission en Égypte où il n'y a ni activité boursière ni liquidité du marché. De toute évidence, les marchés obligataires sont insuffisamment développés en Afrique du Nord comparativement à la Turquie, tandis qu'en Tunisie et au Maroc le besoin d'émissions souveraines s'impose pour fournir des repères quant à l'établissement des prix en monnaie locale, alors que l'Égypte a plutôt besoin d'émissions de titres de sociétés.

¹⁷ Gerhard Fink, Peter R. Hais and Sirma Hristoforova, Bond Markets and Economic Growth, Europainstitut Working Paper No. 49, April 2003, pp. 1-35.

¹⁸ Ilene Grabel, "Speculation-led economic development: a post-Keynesian interpretation of financial liberalization programmes in the Third World", International Review of Applied Economics, Vol. 9, Issue 2, 1995, pp. 127-149.

¹⁹ Ross Levine, "Financial development and economic growth: views and agenda", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2, 1997, pp. 688-726.

²⁰ Bank Misr, Annual Report, Cairo, 2010, p. 37

²¹ Bourse de Tunis, Annual Report, 2010, p. 70.

²² Ibid., p. 55.

Les autorités égyptiennes envisagent une émission de sukuk d'une valeur de 2 milliards de dollars pour augmenter l'aide de 3,2 milliards de dollars recherchée auprès du FMI²³. Depuis la révolution, le déficit public a augmenté considérablement et l'on estime qu'un emprunt supplémentaire de 10 à 12 milliards de dollars sera nécessaire²⁴. Bien qu'une grande partie de l'emprunt soit financé par les bons du Trésor et l'émission d'obligations, le coût de l'opération a augmenté en raison de la hausse des taux d'intérêt et de la montée de l'inflation. L'émission de sukuk peut élargir les possibilités de financement par appel à de nouvelles sources de financement, notamment aussi bien les investisseurs locaux attachés à avoir des portefeuilles conformes à la Charia que les banques islamiques égyptiennes, qui ne peuvent pas détenir des obligations ou des bons du Trésor portant intérêt. L'opération envisagée vise également à attirer des financements

islamiques des pays du Golfe où des institutions financières islamiques de plus grande envergure sont potentiellement prêtes à prendre le risque nord-africain sous réserve que les rendements attendus soient à la mesure des risques perçus.

La finance islamique ne doit pas être considérée comme un substitut moins cher au financement du FMI ; en réalité, elle est plus chère, mais d'un autre côté, elle est moins intrusive car les banques islamiques n'essaient pas d'imposer des mesures d'ajustement structurel ou de s'immiscer dans la politique macroéconomique nationale. Si l'Égypte procède à l'émission de sukuk, elle pourrait créer un précédent pour la Tunisie et éventuellement le Maroc. La Tunisie a déjà eu des discussions quant à l'offre d'un sukuk souverain avec une émission probable en 2013²⁵.

²³ Mirna Sleiman and Andrew Torchia, "Egypt prepares to sell \$2 billion Islamic bonds", Reuters, Dubai, 14 Février 2012.

²⁴ Reem Abdellatif, "Budget deficit widens as analysts blame lack of political will", Daily News Egypt, Cairo, 25 Décembre 2011

²⁵ Mirna Sleiman, "Tunisia planning to issue Islamic bond", Reuters, Bahrain, 29 Février 2012.

5. Fonds communs de placement

Face au manque d'investissement institutionnel, dont les principales sources – compagnies d'assurance et fonds de pension – restent très peu développées, les marchés boursiers sont essentiellement animés par des particuliers dotés de fonds propres nets élevés. Les fonds communs de placement, qu'il s'agisse de fonds d'investissement ou de fonds à portefeuilles d'obligations de sociétés ou souveraines, sont un moyen d'introduire en Bourse des investisseurs plus modestes²⁶. De tels fonds sont devenus des véhicules de placement très populaires dans les classes moyennes de l'Arabie saoudite et du Koweït, mais ces instruments restent encore largement inconnus en Afrique du Nord quant aux avantages financiers qu'ils peuvent procurer, tout en maintenant le risque à un niveau acceptable.

Le plus grand nombre de fonds communs de placement en Afrique du Nord se trouve en Egypte, qui en compte 75 en Bourse, dont 20 fonds d'investissement, 23 caisses à revenu fixe qui font des placements en obligations et 9 fonds islamiques. Tous les fonds, mis à part deux, sont libellés en monnaie locale, et tous sont à durée indéterminée, à l'exception de trois fonds, qui ont été fermés à l'investissement supplémentaire après la souscription complète du capital offert. Le premier fonds, le Fonds d'Al Ahly, date de 1994 et a été offert par la Banque nationale d'Egypte. En novembre 2011, les parts du fonds valaient plus de trois fois leur prix initial avec un rendement de plus de 8,3% sur la période de janvier à mai 2012. La plupart des investisseurs dans les fonds égyptiens ont bénéficié de plus-values, même en tenant compte de l'impact négatif initial du Printemps arabe, dont la Bourse s'est largement remise. Les fonds islamiques s'en tirent moins bien en Egypte que leurs équivalents conventionnels, même si cela peut être attribué à la mauvaise gestion des fonds plutôt qu'aux restrictions imposées par le respect de la Charia.

Au Maroc, les grandes banques proposent à leurs clients, notamment, les expatriés locaux qui ont des fonds importants à investir, des produits d'épargne à base de fonds mutuels. La Banque populaire, la deuxième plus grande banque du pays, dispose de quatre fonds fermés, de marque Al Iddikhar Chaabil, avec des échéances de 3 à 7 ans. Attijariwafa Bank, la première banque au Maroc et septième en Afrique, offre également un plan d'investissement sur cinq ans pour ses clients des banques de détail et privées au Maroc et en Mauritanie²⁷. Bien que les fonds sont placés en actions et obligations par ces plans au Maroc, ils n'ont pas la souplesse des fonds mutuels ouvertes et il n'y a pas de rapports normalisés et transparents sur le rendement antérieur des placements.

On trouve peu de fonds locaux en Tunisie, mais Amen Bank, la plus grande banque privée du pays, offre un fonds qui investit dans des actions et des obligations. Cependant, il n'y a ni prospectus détaillé du fonds ni information sur le rendement antérieur des placements. En juillet 2010, Fidelity, le plus grand groupe de gestion de fonds dans le monde, a ouvert un bureau en Tunisie, un maillon du réseau mondial de 24 pays à partir desquels le groupe opère. Plus de 60 agents ont été recrutés pour travailler sur les activités post-marché, principalement sur les fonds mutuels du Royaume-Uni et le support informatique pour la base d'employés à l'échelle mondiale de Fidelity²⁸. C'est exactement le genre d'emploi dont la Tunisie a besoin pour ses jeunes cadres bien formés ; Fidelity prévoit de créer 500 emplois, mais le calendrier dépendra de la capacité du nouveau gouvernement à maintenir la stabilité. L'intérêt des fonds mutuels est dans la formation des investisseurs à la gestion du risque de marché et la promotion d'une culture de performance de l'entreprise et du secteur privé en général.

²⁶ Leora Klapper, Victor Sulla and Dimitri Vittas, "The development of mutual funds around the world", *Emerging Markets Review*, Vol. 5, Issue 1, 2004, pp. 1-38.

²⁷ Le Plan d'Épargne en Actions, PEA Capital Actions, <http://www.attijariwafabank.com/Particulier/Produits/Pages/PEAActions.aspx>

²⁸ <http://www.fidelityrecruitment.com/europe-tunisia/local-overview/tunisia.html>

6. Nouveaux marchés

Pour nombre de petites entreprises, les exigences en matière d'information liées à l'introduction en Bourse sont trop lourdes et coûteuses. Il en résulte que les entreprises familiales restent souvent privées et n'ont accès qu'aux capitaux d'emprunt ou au capital à risque privé, qui, bien que susceptible de contribuer au développement de l'entreprise, est non liquide et peu flexible, sans parler de l'absence d'évaluation boursière de l'entreprise. De nombreuses bourses ont encouragé le développement de nouveaux marchés servant d'étape à mi-chemin de l'introduction en Bourse. Les entreprises cotées sur les marchés d'investissement alternatifs ont tendance à avoir une meilleure gouvernance d'entreprise que les entreprises totalement privées et à mieux prendre conscience des questions d'agence principale et de risque moral²⁹. Par conséquent, la cotation sur un marché alternatif est une expérience d'apprentissage irremplaçable, en plus de trouver sur le marché une source précieuse de capital-risque.

La première Bourse pour les petites et moyennes entreprises établie au Moyen-Orient et en Afrique du Nord est Nilex, la Bourse du Nil, qui a commencé à fonctionner en 2007. En 2012, 19 sociétés sont cotées sur le marché, les deux premières en 2008, suivies par quatre autres en 2009, huit en 2010 et quatre en 2011. Les droits d'inscription annuels perçus sur les petites et moyennes entreprises sont réduits à 0,5 L.E pour 1000 L.E. de capital avec un minimum de 500 L.E et un maximum de 30.000 L.E³⁰. Sans surprise, le marché a subi le contrecoup du printemps arabe et de ses répercussions, mais en 2012 les titres de sept des sociétés cotées ont fait l'objet d'une négociation active,

notamment des entreprises spécialisées dans la technologies de l'information, l'équipement médical et des sociétés d'investissement. Il ya 35 conseillers désignés qui peuvent guider les entreprises dans le processus d'inscription³¹.

Un marché alternatif est également en cours d'implantation en Tunisie. Si l'inscription n'est pas sous réserve d'un capital minimum requis, les entreprises doivent avoir un plan d'affaires clair et être en mesure de démontrer qu'elles ont mis en place des systèmes d'information de gestion sécurisés. Les sociétés admises à la cote doivent avoir au moins une centaine d'actionnaires et la propriété ne doit pas être concentrée. Les entreprises admises à la cote sont soumises à un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 20 pour cent pour une période de cinq ans³².

Il existe deux Bourses alternatives au Maroc, le marché de développement, où les entreprises de taille moyenne peuvent solliciter une inscription, et le marché de croissance, destiné aux petites entreprises. 18 sociétés sont cotées sur le marché du développement et 12 sur le marché de croissance. Les modalités d'inscription dans ces Bourses sont analysées dans la section relative à l'introduction en Bourse. À ce jour, aucun des marchés alternatifs d'Afrique du Nord n'a atteint la viabilité en termes de liquidité et d'activité de salle de marchés ; cela étant, si Nilex et le marché de Casablanca deviennent plus actifs et la Bourse de Tunis fonctionne effectivement, les investisseurs auront un champ élargi d'options.

²⁹ Chris Mallin and Kean Ow-Yong, "Corporate governance in small companies – the Alternative Investment Market", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 6, Issue 4, 1998, pp. 224–232.

³⁰ LE = \$0.166

³¹ http://www.nilex.com.eg/en/Nominated_Advisors_List.aspx

³² <http://www.bvmt.com.tn/alternatif/documentation/marchealternatif-fr.pdf>

7. Libéralisation du marché boursier

Tous les marchés boursiers nord-africains appartiennent à l'État, mais les principaux acteurs sont les maisons de courtage qui sont membres de ces Bourses et les organismes de réglementation qui sont représentés dans les conseils d'administration. Dans la pratique, la question de la propriété ne s'est pas posée parce qu'il n'y a pas d'intervention directe de l'État ni controverses quant à savoir si les marchés boursiers doivent être privatisés. NASDAQ de Dubai propose un modèle alternatif puisqu'il implique une propriété et une image de marque étrangères partielles. L'objectif ambitieux était de faire de la Bourse internationale des valeurs financières de Dubai le marché leader entre l'Europe et l'Asie, mais le chiffre d'affaires enregistré laissait à désirer, en partie parce que son lancement a coïncidé avec la crise financière mondiale. NASDAQ Dubai a ultérieurement imparti les fonctions de salle de marchés et opérationnelles à Dubai Financial Exchange, la Bourse locale³³. Ceci illustre la difficulté de l'internationalisation des marchés financiers et pourquoi dans le cas de l'Afrique du Nord, il est peu probable que l'un quelconque de ces marchés acquière une dimension mondiale, voire régionale.

Les études empiriques sur les marchés émergents montrent que la libéralisation des marchés boursiers a pour effet de réduire le coût du capital si les apports étrangers sont autorisés³⁴. Aucune restriction ne frappe l'entrée de capitaux étrangers sur les marchés d'Afrique du Nord, mais dans la pratique, les entrées de capitaux étrangers sont limitées parce que les investisseurs extérieurs, notamment ceux des pays arabes à capitaux excédentaires du Golfe, manquent d'information sur les marchés. En outre, on pense que les investisseurs arabes s'intéressent plus aux gains en capital tirés du portefeuille d'actions qu'au revenu. Par conséquent, le revenu des sociétés arabes cotées n'est pas souvent lié à l'investissement, ce qui réduit la pression pour le paiement de dividendes³⁵. Les expatriés d'Afrique du Nord qui exercent des professions libérales dans le Golfe comme médecins, dentistes ou dans le secteur des services financiers sont une autre source potentielle de

capital, mais, il ne semble guère établi que ces professionnels investissent dans leur pays d'origine à part dans l'immobilier.

Les fonds souverains du Golfe ont élargi leurs horizons d'investissement ces dernières années et sont maintenant moins prudents que dans le passé lorsqu'une forte proportion de leurs placements était en bons du Trésor américains et obligations des gouvernements occidentaux. Depuis plus d'une décennie, ils investissent dans des portefeuilles d'actions, mais ces placements ne s'effectuent guère en Afrique du Nord³⁶. Si les similitudes culturelles sont un motif raisonnable d'investissement des fonds souverains dans leurs propres régions³⁷, la raison ne semble pas suffisante puisque ni la Bourse du Caire ni celle de Casablanca n'accueillent ces fonds, contemplant plutôt de loin l'expatriation croissante des capitaux du Golfe vers les marchés asiatiques comme Hong Kong et Singapour.

Les fonds du Golfe effectuent davantage d'investissements directs que de placements de portefeuille en Afrique du Nord, notamment dans l'immobilier et les réceptifs touristiques. La société immobilière Emaar, qui est cotée à la Bourse de Dubai, a investi massivement dans ses filiales, Emaar Misr en Egypte et Emaar Maroc³⁸. Il n'y a eu aucune tentative de lever des capitaux locaux par l'introduction de leurs valeurs aux Bourses du Caire ou de Casablanca. Pourtant, la capacité institutionnelle existe pour faciliter ces inscriptions, avec des sociétés comme EGF Hermes, la principale banque d'investissement de la région, très intéressée par ce type d'occasion d'affaires, et qui a elle-même des cotations tant sur le marché boursier égyptien qu'à la Bourse de Londres³⁹.

7.1. L'environnement juridique et réglementaire

L'activité boursière en Afrique du Nord est régie par un ensemble complet de dispositions juridiques et réglementaires. En Egypte, les règles d'admission et de radiation ont été sensiblement modifiées en 2002 par

³³ <http://www.nasdaqdubai.com/aboutus/consolidation.html>

³⁴ P.B. Henry, "Stock market liberalisation, economic reform and emerging market equity", *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 4, 2002, pp. 529-564.

³⁵ Ali A. Bolboi and Mohammad M. Omran, "Investment and the stock market: evidence from Arab firm panel data", *Emerging Markets Review*, Vol. 6, Issue 1, 2005, pp. 85-106.

³⁶ Sven Behrendt, *When Money Talks: Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse*, October 2008, Carnegie Middle East Centre Paper No. 12.

³⁷ Chhaochharia, Vidhi and Laeven, Luc A., *Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance*, Centre for Economic Policy Research, London, September 2008, Discussion Paper No. DP6959.

³⁸ <http://www.emaar.com/index.aspx?page=emaar-international>

³⁹ <http://www.efg-hermes.com/English/AboutUs.aspx?PageID=41&h=1>

l'Autorité des marchés financiers, l'organisme de réglementation. Conformément à la norme internationale, tous les titres cotés sont déposés au Centre de dépôt des valeurs et il ne peut y avoir aucune restriction sur les valeurs mobilières négociées⁴⁰. La sanction prévue à l'article 3 pour les cas de non-communication d'informations susceptibles de nuire aux intérêts des actionnaires, 5000 L.E, semble plutôt modeste, comme c'est aussi le cas de l'amende de 500 L.E pour la communication tardive dans le délai maximum de 5 jours ouvrables, assortie d'une amende subséquente de 100 L.E par jour. En vertu de l'article 4, les noms, la nationalité, l'adresse privée et commerciale ainsi que les qualifications et les antécédents professionnels de tous les membres du conseil d'administration sont communiqués, comme c'est également le cas pour tout actionnaire détenant plus de 5 pour cent du capital total de la société et tous les cadres supérieurs.

Aux fins de l'introduction en Bourse en Égypte, l'entreprise doit indiquer dans le détail les principaux marchés commerciaux gagnés dans les deux années précédant la demande d'inscription. Elle doit nommer un comité d'audit relevant du conseil d'administration dont les responsabilités sont énoncées à l'article 7 du Règlement de cotation. L'une des principales responsabilités est de veiller à ce que les recommandations formulées par les vérificateurs indépendants soient mises en œuvre par la direction de l'entreprise. L'article 9 stipule que toute société désirant s'inscrire doit offrir un minimum de 30 pour cent de ses actions en souscription publique, ce pourcentage s'appliquant également aux certificats de dépôt et aux obligations offertes. Toutes les obligations émises doivent avoir une notation minimale de BBB-. Le capital minimum émis pour les sociétés cotées est 20 millions L.E, un montant relativement modeste par rapport aux normes internationales. Le bénéfice net de l'exercice antérieur à la demande d'introduction en Bourse ne doit pas être inférieur à 5 pour cent du capital d'apport.

Le Règlement de cotation égyptien énonce de façon détaillée les obligations d'information. Une copie de l'état financier annuel vérifié est déposée à la Bourse dans les 10 jours suivant son approbation par l'Assemblée générale de l'entreprise. Comme le veut le règlement de l'Autorité des marchés financiers, les états financiers trimestriels sont déposés à la Bourse dans les 45 jours suivant la fin du trimestre. Conformément à l'article 24, tout changement dans les politiques d'investissement impliquant l'ouverture ou la fermeture de succursales de l'entreprise ou des transferts de propriété en crédit-bail, est

communiqué. Les nouvelles acquisitions d'actions de sociétés en Égypte par des investisseurs stratégiques cherchant à acquérir un certain degré de contrôle font également l'objet de déclaration. L'article 27 dispose que l'annonce de renseignements susceptibles de nuire aux intérêts des actionnaires est faite en collaboration avec la Bourse en dehors des heures de négociation pour éviter la panique des investisseurs. L'article 30 concerne l'annonce de dividendes sous la forme d'actions en numéraire ou gratuites qui sont distribuées immédiatement après l'autorisation des paiements par l'assemblée générale de la société. La radiation est visée à l'article 34, avec décision suspensive en cas d'information incorrecte ou trompeuse, ou absence de transactions sur les actions de la société pendant six mois.

À quelques nuances près, la Tunisie a les mêmes conditions d'introduction en Bourse que l'Égypte, en vertu de textes législatifs passés en 1994 et sensiblement amendés en 1999, 2005 et 2009⁴¹. Les comptes vérifiés des deux exercices précédant la demande d'introduction en Bourse doivent être soumis et au moins 10 pour cent du capital est offert au public, une proportion beaucoup plus faible qu'en Égypte. Le prospectus, accompagné du rapport d'activité de l'entreprise et du plan d'affaires pour la période quinquennale suivante, doit être produit. Ces conditions ne sont pas exigées en Égypte, mais il vaut mieux regarder l'avenir plutôt que de se complaire dans la contemplation du passé. En Tunisie, l'introduction en Bourse est au prix d'un capital minimum de 3 millions de TD, un ticket d'entrée beaucoup plus cher qu'en Égypte⁴².

Les conditions d'introduction en Bourse au Maroc sont présentées au tableau 8, où coexistent, comme indiqué plus haut, le marché principal et deux marchés alternatifs : le marché du développement et le marché de croissance, ce dernier destiné aux petites entreprises qui veulent obtenir des financements autres que les souscriptions privées et le capital-risque. Les obligations d'information financière relatives aux marchés de développement et de croissance sont moins rigoureuses et comportent moins de déclarations exigées et moins de renseignements financiers détaillés. Ces marchés se caractérisent aussi par l'absence d'exigence minimale en capitaux propres, la prescription d'un nombre réduit d'actions cotées et une valeur bien moindre des actions. Pour la Bourse principale, la mise de fonds minimale requise est beaucoup plus élevée qu'au Caire, mais inférieure au tiers du ticket d'entrée en Tunisie.

⁴⁰ Capital Market Authority, Securities Listing and De-listing Rules of the Cairo and Alexandria Stock Exchanges, Decree Number 30, Cairo, June 18th 2002.

⁴¹ Portant Réorganisation Du Marché Financier, Loi No. 94-117, Tunis, 1994.

⁴² TD = \$0.658675

Tableau 8 : Conditions d'introduction en Bourse au Maroc

	Marché principal	Marché de développement	Marché de croissance
Profil de l'entreprise	Grande	Moyenne	En croissance
Mise de fonds minimale	MAD 50 million	Sans limite	Sans limite
Ventes minimales	Néant	MAD 50 million	Néant
Années de comptes approuvés	3	2	1
États financiers consolidés	Oui	Optionnel	Optionnel
Nombre minimum d'actions émises	250,000	100,000	30,000
Valeur minimale des actions cotées	MAD 75 million	MAD 25 million	MAD 10 million

Source: Bourse de Casablanca

Note: 1 MAD = \$ 0.12

L'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV), dont le siège est à Madrid, attache une très grande importance aux bonnes pratiques réglementaires. Les Bourses nord-africaines sont toutes membres de l'OICV et participent à ses délibérations et aux travaux de son comité des marchés émergents. En 2010, l'OICV a organisé une conférence au Caire sur le rétablissement de la confiance du public investisseur dans le monde et en 2011 un séminaire à Marrakech sur les nouveaux produits financiers et leurs implications réglementaires. Ces événements ont donné lieu à un débat intense sur le programme de travail en perspective de l'OICV et de ses membres d'Afrique du Nord dans les années à venir. Les marchés des instruments dérivés et les produits tels que les fonds négociés en bourse n'ont pas encore fait leur apparition en Afrique du Nord, mais il n'est pas certain que de telles innovations contribuent beaucoup au développement de la région. Sans doute peut-on dire que de telles innovations ne serviraient qu'à faire diversion. Les organismes de réglementation doivent plutôt s'attacher à développer les principaux marchés et renforcer les marchés alternatifs qui fournissent du financement aux petites et moyennes entreprises. En outre, il n'est pas certain que la charia voit d'un bon œil les transactions sur les instruments dérivés, alors qu'elle ne s'oppose pas au financement par actions où les risques sont partagés.

Le Groupe de travail de l'OCDE sur le gouvernement d'entreprise des Bourses de la région MENA fait également un travail remarquable qui peut contribuer à rétablir la confiance des investisseurs en Afrique du Nord. Il a tenu sa réunion inaugurale à Paris en juillet 2011 et les travaux de ses commissions d'étude sont en cours⁴³ sa filiale du Moyen-Orient, basée à Dubaï, l'Institute for Corporate Governance, Hawkamah, a mis

en place des groupes de travail sur les entreprises publiques, le capital à risque privé, les banques et les compagnies d'assurance. L'Afrique du Nord fait partie de leurs attributions, mais il n'y a pas encore d'étude sur la gouvernance d'entreprise des sociétés cotées sur les principales Bourses ou sur les marchés alternatifs⁴⁴. On a de bonnes raisons de penser qu'il y a une très forte corrélation entre la bonne gouvernance d'entreprise, d'une part, les hausses du cours des actions et les solides résultats d'entreprises, d'autre part, alors que les scandales financiers et les rumeurs de malversations des dirigeants accroissent l'incertitude et minent la confiance des investisseurs⁴⁵.

7.2. Transparence et perception de la corruption

La perception de la corruption par les investisseurs tant nationaux qu'internationaux a gravement entamé la confiance des investisseurs en Afrique du Nord, augmenté le coût de l'activité économique et créé des incertitudes supplémentaires qui s'ajoutent aux risques. S'il est vrai que la perception de la corruption vise principalement les pratiques des gouvernants en ce qui a trait aux activités telles que les marchés publics et l'octroi de licences, il n'en reste pas moins que le climat des affaires locales s'en ressent et augmente les coûts.

Les notes et classements établis par Transparency International concernant la perception de la corruption dans les économies de l'Afrique du Nord sont indiqués au tableau 9. L'échelle des notes va de zéro à dix, la Nouvelle-Zélande étant perçue comme la moins touchée par la corruption dans le monde en 2011 avec une note de 9,5, par opposition avec la Somalie dont l'environnement des affaires passe pour être le plus corrompu avec une note de 1 seulement. Tous les pays d'Afrique du Nord ont obtenu de faibles notes en 2011, la Tunisie et le Maroc étant perçus comme les moins touchés par la corruption, et la Libye et la Mauritanie se trouvant en queue du peloton. Pire encore, tous les indices de perception de la corruption en Afrique du Nord se sont détériorés durant la période de 2005-2011, à l'exception du Maroc et de l'Algérie, la situation s'étant légèrement améliorée dans ce dernier cas. Le recul est plus grand en Tunisie, qui est toujours perçue comme le pays le moins corrompu dans la région, tout en perdant du terrain par rapport au Maroc. La détérioration de la situation en Tunisie et en Égypte semble s'inscrire dans une tendance à long terme. Les données concernant ces deux pays sont disponibles pour 2001, à l'exclusion des autres pays, et la Tunisie affichait une note de 5,3 et l'Égypte une

⁴³ http://www.oecd.org/document/39/0,3746,en_2649_34813_47929319_1_1_1_1,00.html

⁴⁴ <http://www.hawkamah.org/sectors/taskforces/index.html>

⁴⁵ Leora F. Klapper and Inessa Love, "Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, Issue 5, 2004, pp. 703-728.

note de 3,6, ce qui signifie que la Tunisie a reculé de 1,5 points durant la décennie, un acte d'accusation à l'encontre de l'ancien régime.

Tableau 9 : Indice de perception de la corruption

Pays	Note de 2005	Note de 2011	Rang en 2005	Rang en 2011
Algérie	2,8	2,9	97	112
Egypte	3,4	2,9	70	112
Libye	2,5	2,0	117	168
Maroc	3,2	3,4	78	80
Mauritanie	N/A	2,4	N/A	143
Tunisie	4,9	3,8	43	73

Source: Indices de perception de la corruption de Transparency International, Berlin, 2005 et 2011.

La position des pays d'Afrique du Nord dans le classement mondial en rapport avec la perception de la corruption est également indiquée au tableau 9. Il y avait 182 pays inclus en 2011 et 158 en 2005, toutes les nouvelles inclusions étant des pays où la perception de la corruption était élevée, mais dans certains cas moins qu'en Libye. L'inclusion de nouveaux pays a fait reculer la Libye, quoique très légèrement, mais pas les autres pays d'Afrique du Nord. La dégringolade dans le classement mondial de l'Egypte, qui a perdu 40 places entre 2005 et 2011 et de la Tunisie qui recule de 30 places est l'indication d'une diminution de la transparence et d'une perception de la corruption plus élevée dans les deux pays.

Le flou juridique, les règlements d'urbanisme complexes et les procédures bureaucratiques trop lourdes auxquels sont confrontés les entrepreneurs, nouveaux ou porteurs de projets d'extension, affectent gravement le rendement boursier et minent la confiance des investisseurs. L'Association internationale de développement, filiale de

la Banque mondiale, publie chaque année un rapport sur la «facilité de faire des affaires». Le classement de cette opération pour les économies de l'Afrique du Nord est présenté dans le tableau 10. Tous les pays étaient dans une position défavorable en 2007, mais à l'exception de la Mauritanie, les classements se sont améliorés durant la période de 2007-2012. La Tunisie est en tête du peloton, suivie plus loin à l'arrière par le Maroc et l'Égypte. Les pays du CCG sont mieux lotis dans le classement, avec l'Arabie saoudite au douzième rang mondial, les Émirats arabes unis au 33^{ème} rang et le Qatar 36^{ème}. Les permis de construction et le coût d'enregistrement des sociétés sont d'importants goulets d'étranglement dans les pays d'Afrique du Nord où, trop souvent, dans les gouvernements précédents, ces éléments ont entravé plutôt que contribué au développement des affaires. L'obtention de prêts est également difficile en Afrique du Nord par rapport aux pays du CCG. La levée de fonds propres par appel au marché et l'émission de droits ne doivent pas être considérées comme une alternative aux prêts bancaires, mais plutôt comme des approches complémentaires. Une solide base de fonds propres pour jouer un rôle catalyseur peut être un facteur de développement des entreprises, mais seulement si le système bancaire est disposé à répondre favorablement aux demandes de financement.

Tableau 10 : Classement au titre de la facilité de faire des affaires

Pays	2007	2012	Créer une entreprise, 2012	Obtention de prêts, 2012
Algérie	175	148	153	150
Égypte	165	110	21	78
Maroc	115	94	93	98
Mauritanie	148	159	159	166
Tunisie	80	46	56	98

Source: Association internationale de développement, Doing Business, Washington, 2007 & 2012.

8. Contraintes du marché financier et développement du secteur privé

La difficulté de la mobilisation de ressources intérieures suffisantes et l'intermédiation financière relativement faible, en particulier pour le financement des petites et moyennes entreprises (PME), plonge les économies de l'Afrique du Nord dans une impasse. Le tissu bancaire est très peu développé en comparaison avec d'autres marchés naissants, les banques de détail ne s'occupant que des classes moyennes tandis que la majorité de la population n'a accès qu'aux opérations au comptant et reste exclue du système financier⁴⁶. En conséquence, l'épargne nationale n'est pas exploitée par les banques et les PME manquent de fonds. En outre, la détention de l'essentiel des obligations d'État par les banques et l'orientation d'une part importante du financement vers le secteur public, créent un effet d'éviction du financement destiné au secteur privé comme le tableau 11 le montre, la situation étant pire en Algérie et en Libye. Au Maroc, les réformes économiques et les privatisations qui ont rendu les PME bénéficiaires de près d'un quart de l'emprunt total ont sensiblement amélioré la situation durant la période de 2006 à 2009. Le tableau est moins reluisant en Tunisie, où le crédit aux PME représente 15% du total et en Égypte où il atteint à peine 5%⁴⁷.

Tableau 11 : Crédit bancaire au secteur privé en % du PIB

Pays	2006	2007	2008	2009
Algérie	13	14	12	16
Égypte	29	27	32	37
Libye	10	9	9	16
Maroc	54	56	66	73
Tunisie	58	59	56	62

Source: Données sur le crédit tirées des rapports des Banques centrales et données sur le PIB de la Banque mondiale

En Afrique du Nord, ce n'est pas seulement le réseau des banques de détail et commerciales qui est insuffisamment développé, mais aussi les services de banque d'affaires qui sont essentiels pour le développement des marchés de capitaux. Les principales banques d'affaires internationales ont établi des bureaux à Riyad, où le marché financier est plus développé, mais l'Afrique du Nord est en grande partie desservie à partir de Londres, l'insuffisance dans cette région de nouveaux titres cotés, d'émissions de droits ou d'offres d'obligations de sociétés ne justifiant pas de présence locale. EGF Hermes du Caire est la principale banque d'affaires locale dans la région de l'Afrique du Nord, mais elle ne possède d'agences ni à Tunis ni à Casablanca, ses activités se limitant à l'Égypte.

⁴⁶ Rodney Wilson, *Economic Development in the Middle East*, Routledge, London, second edition, 2012, pp. 67-85.

⁴⁷ Roberto Rocha, "The status of bank lending to SMEs in the Middle East and North Africa region", Washington, 2010. (<http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance>)

9. Perspectives d'avenir

Les décideurs politiques en Afrique du Nord doivent-ils encourager le développement des marchés financiers et dans l'affirmative, quel type de cadre stratégique conviendrait le mieux? Certains dans la région ne voient dans les marchés financiers que des terrains d'opérations spéculatives, l'objectif principal étant les gains à court terme plutôt que la facilitation du développement à long terme de l'économie. Ces points de vue sont ceux des gens qui se méfient du secteur privé et qui préfèrent voir l'état jouer un rôle majeur dans l'allocation des ressources. Cette conception du développement a été mise à l'épreuve dans toute l'Afrique du Nord durant la période postindépendance, sans trop de succès en termes de création d'emplois, compte tenu des contraintes qui pèsent sur les finances publiques et leur manque de viabilité.

Les politiques de libéralisation économique qui ont suivi ont eu tendance à souligner le rôle de l'investissement direct étranger comme un moteur potentiel de la croissance plutôt que les placements en portefeuille dans les marchés financiers locaux. De là vient le débat quant à savoir s'il faut encourager les entreprises multinationales à établir des filiales en Afrique du Nord ou si les entreprises d'État doivent continuer de régner en maîtres dans les secteurs de l'extraction et de la fabrication. L'accès au financement des PME locales pour pouvoir se développer et, éventuellement, devenir de grandes entreprises nationales voire internationales n'a pratiquement guère été à l'ordre du jour.

L'intérêt d'avoir un marché financier national est qu'il permet aux entreprises locales de lever des capitaux propres et des capitaux d'emprunt dans leur propre monnaie, ce qui réduit l'exposition au risque de change. La levée de fonds sur les marchés étrangers peut être coûteuse si les monnaies nationales se déprécient, comme cela a été le cas en Afrique du Nord. La convertibilité limitée des monnaies nord-africaines aux fins d'immobilisations hypothèque la capacité des

entreprises locales à accéder aux marchés internationaux de capitaux, par crainte de se trouver dans l'impossibilité de verser des dividendes en devises étrangères ou d'assurer le service de la dette et effectuer des remboursements. Ce sont uniquement les entreprises qui ont des revenus sécurisés en dollars américains ou en euros plutôt qu'en livres égyptiennes ou en dinars tunisiens qui peuvent durablement accéder aux marchés de capitaux internationaux.

Le développement des marchés financiers locaux facilite l'évaluation financière des sociétés cotées et améliore la transparence et la communication d'informations. Les obligations d'information financière des sociétés cotées sont généralement beaucoup plus étendues que celles des entreprises publiques. En outre, le développement des marchés financiers locaux favorise l'émergence d'une infrastructure de renseignement financier pour tenir les investisseurs mieux informés, allant du journalisme financier à une évaluation plus formelle des risques par les agences de notation. Les marchés financiers sont une condition préalable à l'établissement et à la croissance des fonds de pension privés et des compagnies d'assurance qui desservent les marchés locaux car ils offrent des opportunités d'investissement dans les monnaies locales pour couvrir le passif en monnaie locale. En Afrique du Nord, le principal fournisseur de pension est l'état qui ne peut se permettre que des paiements limités et n'est pas viable à long terme. Le secteur de l'assurance reste très peu développé car les particuliers et les sociétés sont sources de plus de risques. La croissance des investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et les compagnies d'assurance augmentera les possibilités d'emploi, notamment les emplois potentiellement bien rémunérés dans la gestion d'actifs.

Le développement des marchés financiers locaux encourage les rentrées de placements en portefeuille. Le tableau 12 montre la valeur

de ces apports pour la Turquie, l'économie la plus performante dans la région. Bien que les rentrées aient chuté en 2008 en raison de la crise financière mondiale, elles sont restées positives et remonteront bientôt. En revanche l'Égypte a connu une importante fuite de capitaux, bien qu'il y ait eu un afflux important en 2010, un an avant la révolution. Au Maroc et en Tunisie les rentrées sont insignifiantes, ce qui reflète la petite taille de leurs marchés financiers.

Tableau 12 : Flux nets de portefeuilles d'actions, millions de dollars EU

Pays	2007	2008	2009	2010
Égypte	-3,199	-673	393	1,724
Maroc	-64	148	-4	132
Tunisie	29	-39	-89	-26
Turquie	5,138	716	2,827	3,468

Source: Base de données de la Banque mondiale, 2012

Ce sont les investisseurs, et non les gouvernements, qui assurent le succès des marchés financiers. Cependant les gouvernants peuvent adopter des mesures visant à faciliter les investissements. Il s'agit notamment de l'adoption de textes législatifs, si nécessaire, pour assurer la bonne régulation des marchés financiers ainsi que la libéralisation plus poussée des opérations en capital. Des politiques macroéconomiques prudentes sont également souhaitables pour juguler l'inflation et assurer la stabilité monétaire. Les faibles taux d'imposition des sociétés sont également utiles, car cela rend les sociétés cotées plus rentables et améliore les dividendes versés aux investisseurs. Ainsi, la question ne se résume pas simplement à l'adoption de mesures de soutien du marché de capital-investissement ; il faut aussi créer un climat d'affaires attrayant pour les investisseurs de portefeuille, tant nationaux qu'étrangers.

10. Conclusion

Globalement, les lois et règlements régissant les marchés boursiers d'Afrique du Nord semblent appropriés, même si, dans le cas de la Bourse égyptienne les exigences minimales de fonds propres pourraient sans doute être revues à la hausse. Toutes les entreprises exclues pourraient peut-être solliciter une nouvelle inscription à Nilex, ce qui donnerait un coup de fouet au marché alternatif. L'établissement de marchés alternatifs au Caire, à Tunis et Casablanca démontre que la plupart des structures sont en place pour faciliter l'accès des petites et moyennes entreprises au marché de fonds propres. C'est en quelque sorte une passerelle vers l'élargissement des sources de financement pour les entreprises qui souhaitent se libérer des contraintes des entreprises familiales. Pour les fournisseurs de capital-risque privé, l'introduction en bourse offre une voie de sortie, car il se peut que c'est la possibilité d'une inscription éventuelle qui a motivé les investisseurs de capital-risque privé, en premier lieu.

La plupart des éléments constitutifs de marchés boursiers performants sont absents en Afrique du Nord, notamment un marché des obligations de sociétés ou sukuk, le substitut conforme à la charia des titres à revenu fixe. Cela complète le développement du marché des actions, car il permet aux investisseurs de passer des actions aux titres à revenu fixe et assure que les liquidités peuvent être gérées de façon rentable. Il constitue une source de capital liquide dont les investisseurs peuvent tirer parti lorsque les possibilités du marché boursier s'offrent à eux. En l'absence de marchés obligataires les fonds sont simplement retirés de la Bourse en temps de stress et sont moins susceptibles de revenir quand les conditions s'améliorent. Les dépôts bancaires dans lesquels les fonds sont placés comme une alternative aux obligations sont souvent moins liquides, aussi, pour obtenir des rendements plus élevés les investisseurs utilisent les dépôts à terme ou les dépôts qui sont soumis à des périodes de préavis minimales pour les retraits.

L'investissement institutionnel tend à stabiliser les marchés d'actions car les fonds de pension et les compagnies d'assurance ont une vision à long terme et sont moins susceptibles de s'engager dans des comportements spéculatifs. Il ya peu de fonds de pension privés en Afrique du Nord étant donné la prédominance des pensions des employés de l'État qui sont en grande partie financés par les contributions des gouvernements et des employés plutôt que le rendement des fonds investis. Le secteur des assurances est également sous-développé, en particulier l'assurance-vie, y compris le takaful familial, ce qui peut constituer une source de capital à long terme.

Le nombre de fonds communs de placement, une composante importante des investissements à long terme sur les marchés boursiers matures, a augmenté de manière significative en Afrique du Nord, en particulier en Égypte. La taille des fonds est cependant faible, réduisant leur importance pour le développement du marché boursier.

Un examen des marchés boursiers nord-africains montre que le nombre de sociétés cotées est suffisant pour un degré de diversification du portefeuille. Cependant la capitalisation boursière est faible par rapport aux autres marchés de la région du Moyen-Orient comme Istanbul et le Tadawul en Arabie saoudite. En ce qui concerne les marchés émergents d'Asie, la taille des marchés d'Afrique du Nord est encore plus limitée. En d'autres termes, l'envergure du marché est suffisante, mais pas la profondeur. C'est la confiance des investisseurs qui est nécessaire pour élargir le marché et atteindre la profondeur. Le problème ne vient pas des marchés boursiers eux-mêmes qui sont considérés comme bien gérés, mais plutôt de l'environnement des affaires en général. Les perceptions de la corruption montrent les défis à relever vu que les investisseurs ont vu le problème croître au cours de la dernière décennie et les pays d'Afrique du Nord se comparent défavorablement avec d'autres marchés émergents dans la région, notamment ceux du CCG. Les indicateurs de la facilité de faire des affaires sont également défavorables pour l'Afrique du Nord par rapport au CCG, et l'incertitude qui en résulte est préjudiciable pour le développement des marchés de capitaux.

Les indicateurs boursiers, toutefois, présentent un tableau plus encourageant. Les coefficients de capitalisation des bénéficiers en Egypte sont nettement moins gonflés qu'en Jordanie et sont au même niveau que ceux de l'Arabie saoudite et de la Turquie. Les rendements des actions au cours de la décennie finissant en 2010 ont été plus élevés en Égypte et au Maroc qu'en Jordanie, en Turquie et en Arabie saoudite. L'indice MASI du Maroc est resté près de ses sommets de 2007 et la Tunisie était à un niveau record en 2010. EGX30 d'Egypte a connu une baisse après 2007, mais elle fut bien inférieure à celle de l'Arabie saoudite. Encore plus encourageant mais pas surprenant est le fait que les indices boursiers ont sensiblement reculé en Égypte et en Tunisie durant le printemps arabe. Ils ont rebondi depuis lors⁴⁸. Leurs prix restent cependant attractifs par rapport à de nombreux autres marchés émergents, et c'est sans doute le bon moment pour les investisseurs d'entrer sur les marchés boursiers d'Afrique du Nord avant que les valeurs deviennent plus tendues.

⁴⁸ Nadia Saleem, "Money pours back into Mideast stock markets", Reuters, Dubai, 16th February 2012.

Bibliographie

- Abdellatif, Reem, "Budget deficit widens as analysts blame lack of political will", Daily News Egypt, Cairo, 25th December 2011
- Arestis, Philip; Demetriades, Panicos O. and Luintel, Kul B., "Financial development and economic growth: the role of stock markets", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 33, No. 1, Feb., 2001, pp. 16-41.
- Bank Misr, Annual Report, Cairo, 2010, p. 37
- Beaver, William and Morse, Dale, "What determines price earnings ratios?" Financial Analysts Journal, Vol. 34, No. 4, 1978, pp. 65-76.
- Behrendt, Sven, When Money Talks: Arab Sovereign Wealth Funds in the Global Public Policy Discourse, October 2008, Carnegie Middle East Centre Paper No. 12.
- Bekaert, Geert; Harvey, Campbell R. and Lundblad, Christian, "Emerging equity markets and economic development", Journal of Development Economics, Vol. 66, Issue 2, 2001, pp. 465-504.
- Billmeier, Andreas and Massa, Isabella, "Go long or short in pyramids? News from the Egyptian stock market", International Review of Financial Analysis, Vol. 17, Issue 5, 2008, pp. 949-970.
- Bolboi, Ali A. and Omran, Mohammad M., "Investment and the stock market: evidence from Arab firm panel data", Emerging Markets Review, Vol. 6, Issue 1, 2005, pp. 85-106.
- Bourse de Casablanca, Annual Report, 2010, p. 38.
- Bourse de Tunis, Annual Report, 2010, p. 24.
- Capital Market Authority, Securities Listing and De-listing Rules of the Cairo and Alexandria Stock Exchanges, Decree Number 30, Cairo, June 18th 2002.
- Demirgüç-Kunt, Asli and Levine, Ross, "Stock markets, corporate finance, and economic growth: an overview", The World Bank Economic Review, Vol. 10, No. 2, A Symposium Issue on Stock Markets and Economic Development, May, 1996, pp. 223-239.
- El-Erian, Mohamed A. and Kumar, Manmohan S., "Emerging equity markets in Middle Eastern countries", International Monetary Fund Staff Papers, Vol. 42, No. 2, 1995, pp. 313-343.
- Fama, Eugene and French, Kenneth R., "Dividend yields and expected stock returns", Journal of Financial Economics, Vol. 22, Issue 1, 1988, pp. 3-25.
- Fink, Gerhard; Haiss, Peter R. and Hristoforova, Sirma, Bond Markets and Economic Growth, Europainstitut Working Paper No. 49, April 2003, pp. 1-35.
- Gabel, Ilene, "Speculation-led economic development: a post-Keynesian interpretation of financial liberalization programmes in the Third World", International Review of Applied Economics, Vol. 9, Issue 2, 1995, pp. 127-149.
- Henry, P.B., "Stock market liberalisation, economic reform and emerging market equity", Journal of Finance, Vol. 55, No. 4, 2002, pp. 529-564.
- Hodrick, R.J., "Dividend yields and expected stock returns: alternative procedures for inference and measurement", The Review of Financial Studies, Vol. 5, Issue 3, 1992, pp. 353-386.
- Kempton, Alexander and Korn, Olaf, "Market depth and order size", Journal of Financial Markets, Vol. 2, Issue 1, 1999, pp. 29-48.
- Klapper, Leora and Love, Inessa, "Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets", Journal of Corporate Finance, Vol. 10, Issue 5, 2004, pp. 703-728.
- Klapper, Leora; Sulla, Victor and Vittas, Dimitri, "The development of mutual funds around the world", Emerging Markets Review, Vol. 5, Issue 1, 2004, pp. 1-38.
- Le Plan d'Épargne en Actions, PEA Capital Actions, <http://www.attijariwafabank.com/Particulier/Produits/Pages/PEAActions.aspx>
- Levine, Ross and Zervos, Sara, "Stock markets, banks, and economic growth", The American Economic Review, Vol. 88, No. 3, 1998, pp. 537-558.
- Levine, Ross, "Financial development and economic growth: views and agenda", Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2, 1997, pp. 688-726.
- Mallin, Chris and Ow-Yong, Kean, "Corporate governance in small companies – the Alternative Investment Market", Corporate Governance: An International Review, Vol. 6, Issue 4, 1998, pp. 224-232.

- Omran, Mohammad and Bolbol, Ali, "Foreign direct investment, financial development, and economic growth: evidence from the Arab Countries", *Review of Middle East Economics and Finance*, Vol. 1, Issue 3, 2003, pp. 37-55.
- Omran, Mohammed, "Under-pricing and long-run performance of share issue privatisations in the Egyptian stock market", *Journal of Financial Research*, Vol. 28, Issue 2, 2005, pp. 215-234.
- Portant Réorganisation Du Marché Financier, Loi No. 94-117, Tunis, 1994.
- Rocha, Roberto, "The status of bank lending to SMEs in the Middle East and North Africa region", Washington, 2010. (<http://blogs.worldbank.org/allaboutfinance>)
- Saleem, Nadia, "Money pours back into Mideast stock markets", Reuters, Dubai, 16th February 2012.
- Singh, Ajitm, "Financial liberalisation, stock markets and economic development", *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, 1997, pp. 771-782.
- Sleiman, Mirna and Torchia, Andrew, "Egypt prepares to sell \$2 billion Islamic bonds", Reuters, Dubai, 14th February 2012.
- Sleiman, Mirna, "Tunisia planning to issue Islamic bond", Reuters, Bahrain, 29th February 2012.
- Vidhi, Chhaochharia, and Laeven, Luc A., *Sovereign Wealth Funds: Their Investment Strategies and Performance*, Centre for Economic Policy Research, London, September 2008, Discussion Paper No. DP6959.
- Wilson, Rodney, *Economic Development in the Middle East*, Routledge, London, second edition, 2012.

