

Les enjeux à venir

La Bourse de Casablanca a commandé une série d'études au cabinet Cejefic Consulting. Des études qui traitent des différents compartiments du marché financier marocain ainsi que de thématiques connexes comme le prêt/emprunt de titres. Brahim Sentissi, DG de ce cabinet de conseil, nous livre son appréciation du marché financier marocain en 2014 et revient sur les résultats de l'étude qui montrent que le chemin est encore long pour atteindre l'efficacité tant attendue par les marchés.

Finances News Hebdo : Tout d'abord, quel est l'intérêt de ces études ?

Brahim Sentissi : L'idée de ces études est d'analyser aussi bien l'existant du marché financier marocain que les nouvelles mesures qui vont être appliquées dans le court terme. L'approche se veut pragmatique, proche du terrain, et se base aussi bien sur des benchmarks internationaux que des entretiens avec les acteurs de référence de la place de Casablanca. L'objectif est d'identifier des pistes d'amélioration de l'existant ou des points d'attention / facteurs clés de succès pour les mesures qui ne sont pas encore appliquées.

Je me permets de préciser que la Bourse de Casablanca est sponsor de ces études : elle soutient ce projet et joue un grand rôle dans la promotion de ces publications.



Brahim Sentissi

F. N. H. : Pourtant, lorsque vous présentez ces études, il vous arrive de critiquer certaines pratiques ou textes de lois, et ce en présence du management de la Bourse et des fois du CDVM. Est-ce qu'on vous rappelle à l'ordre dans les coulisses ?

B. S. : Toutes nos analyses sont basées sur des éléments factuels et n'ont qu'un but: exprimer des idées ou des pistes d'amélioration pour alimenter le débat de la place. Il arrive parfois qu'en comparant le marché marocain avec des pratiques internationales ou qu'en interrogeant des opérateurs de marché, nous trouvons des axes d'amélioration des pratiques ou de la réglementation actuelle. Dans un esprit de transparence, il est essentiel pour nous d'amener ces idées dans les débats, notamment lors des workshops organisés au sein de la Bourse. Honnêtement, on ne nous fait pas de remarque particulière ; je suis très heureux que les principaux acteurs concernés jouent le jeu, acceptent la critique (lorsqu'elle est basée sur des éléments tangibles et qu'elle est constructive) et soient animés par la volonté de contribuer à l'amélioration du marché. C'est peut-être la première fois que cette démarche est publique et qu'elle est ouverte à tous les opérateurs du marché. Enfin, la Bourse de Casablanca valide les thématiques à l'avance, nous aide par exemple en nous alimentant des données de marché, mais nous laisse une

grande liberté dans le contenu. D'ailleurs, au début de chaque étude, nous précisons bien que les idées exprimées n'engagent que Cejefic Consulting et ne représentent pas forcément les points de vue de la Bourse de Casablanca.

F. N. H. : Concentrons-nous sur le contenu de vos études. Jusqu'à présent, vous en avez livré et présenté trois. Sur quoi portaient ces études et quelles en ont été les principales conclusions ?

B. S. : La première étude portait sur l'analyse du marché actions marocain. Nous avons exploré de nombreux axes d'analyse, en utilisant comme outils des benchmarks avec les marchés internationaux, une étude approfondie du marché local et de son contexte économique, financier et réglementaire, ainsi que des entretiens avec les opérateurs de marché.

Au final, nous avons identifié plus d'une dizaine de pistes d'amélioration, qu'elles soient sur du long terme (un flottant à améliorer, des valorisations à ajuster, une atomité du marché à créer, etc.), structurelles (une législation plus évolutive, un compartiment dédié aux PME, etc.) ou qui découlent d'une philosophie différente des pratiques actuelles (une approche «bottom up» dans l'identification de la stratégie des marchés financiers, des privatisations pour relancer le marché, etc.).

La seconde étude portait sur l'analyse du marché de taux marocain. La méthodologie et les axes d'analyse étaient proches de la première publication. Nous avons proposé des pistes pour stimuler les émissions de dette privée (notamment via la publication de données statistiques relatives aux primes de risque, la promotion du marché de la dette auprès de chefs d'entreprises ou l'introduction de nouveaux instruments). Nous avons également proposé l'introduction d'outils supplémentaires de gestion du risque de crédit (le rating, de nouvelles clauses juridiques, etc.). Enfin, nous avons présenté des idées pour dynamiser le segment coté, comme l'introduction du market making sur les taux ou la création d'avantages compétitifs des obligations cotées par rapport à celles non cotées.

Enfin, notre dernière étude, publiée en octobre dernier, porte sur le prêt de

titres. Cette mesure est un pas important vers la sophistication de notre marché financier et pourra être utilisée pour de nouvelles opérations et stratégies qui n'existaient pas auparavant. Nous avons identifié 6 facteurs clés de succès : une réglementation adaptée, la transparence du marché (avec notamment la publication de statistiques), la formation des acteurs sur ces produits, le prêt de titres de la part des institutionnels (qui détiennent les principaux gisements de titres), une liquidité minimale pour les titres qui seront prêtés et enfin l'émergence d'intermédiaires spécialisés (essentiels pour le bon déroulement de ces opérations).

F. N. H. : Revenons un moment au marché obligataire. Votre étude a relevé que ce marché profite d'abord aux banques et que la désintermédiation qu'il est censé apporter n'est que «illusoire». Comment êtes-vous arrivé à cette conclusion ?

B. S. : La théorie économique et financière nous dit que les marchés financiers permettent de passer d'une économie intermédiée, où le financement des agents économiques passe forcément par les banques, à une économie désintermédiée, où le financement passe en grande partie par les marchés financiers, notamment via l'émission d'actions et d'obligations.

Force est de constater qu'au sein de l'économie marocaine, peu d'entreprises se financent pour l'instant via la Bourse. En effet, le ratio dette privée/emprunts bancaires est de l'ordre de 6% au Maroc, ce qui est très faible. De plus, sur le segment de la dette privée, les banques lèvent plus de fonds que tous les autres secteurs d'activité réunis. Au final, cela nous renseigne sur une spécificité marocaine : le marché de la dette privée ne finance que très peu les entreprises, mais permet de financer les banques qui vont, elles, octroyer des crédits bancaires. Donc, au Maroc, les marchés ne jouent pas encore leur rôle de financement désintermédié.

Cependant, cela ne veut pas dire qu'il faut que les banques arrêtent de se financer via le marché. Au contraire, heureusement que ces opérateurs permettent de dynamiser le secteur de la dette privée.

L'idée est plutôt qu'il faudrait que le segment de la dette privée puisse attirer de nouveaux émetteurs et ainsi financer davantage les opérateurs économiques.

F. N. H. : Concernant le prêt/emprunt de titres, plusieurs professionnels ont souligné la rigidité du cadre réglementaire jusqu'à présent. Etait-ce en adéquation avec vos conclusions ? Comment se caractérise cette rigidité ?

B. S. : Nous avons présenté dans notre étude différentes remarques qui visent à souligner le gap par rapport aux standards internationaux et ainsi proposer quelques axes de réflexion. Dans le cadre de cette démarche, nous avons effectivement pu relever quelques textes qui, s'ils évoluent, pourront permettre un développement plus rapide de ce marché. Il s'agit par exemple de restrictions, comme celle qui empêche le prêt d'un titre qui a été emprunté (appelé également le prêt en cascade) et qui prive le marché de nombreuses opérations. Nous avons également identifié quelques points qui méritent d'être clarifiés, comme les modalités de prêt des titres qui délivrent des dividendes.

Ainsi, selon cette étude, qui d'ailleurs est en adéquation avec la vision de nombreux opérateurs du marché, une évolution de la réglementation actuelle du prêt de titres semble nécessaire afin que ce marché puisse se développer conformément à l'ambition qui est affichée.

F. N. H. : Le marché des taux s'est visiblement détendu en 2014. A votre avis, pourquoi ?

B. S. : Effectivement, nous avons connu au Maroc une année exceptionnelle au niveau des taux d'intérêt. Tous les taux d'intérêt de la courbe publiée par Bank Al-Maghrib ont baissé, que ce soit sur le court terme (100 points de base environ), le moyen terme ou le long terme (entre 150 pb et 200 pb). On a également connu un aplatissement de la courbe (les niveaux du long terme se sont rapprochés du court terme), ce qui entraîne une performance exceptionnelle pour les titres obligataires moyen et long terme.

Cette baisse est due à plusieurs facteurs. Parmi eux, on note la baisse du

taux directeur. En effet, alors que ce dernier était stable depuis 2012 (à 3%), il a été baissé à deux reprises en 2014 de 25 points de base à chaque fois, à 3 mois d'intervalle, pour finalement se situer à 2,5% en cette fin d'année. En effet, la Banque centrale a estimé que dans un contexte d'inflation faible et de ralentissement de crédit bancaire, ces baisses du taux directeur pouvaient insuffler une nouvelle dynamique aux crédits. Par ailleurs, les taux avaient déjà commencé à baisser avant la baisse du taux directeur, notamment à cause d'une baisse de la demande du Trésor. En effet, l'Etat a eu des rentrées d'argent conséquentes, notamment avec des dons des pays du Golfe et l'émission d'un Eurobond d'un milliard d'euros.

F. N. H. : Un mot sur les indices internationaux qui ont continué à battre des records cette année ?

B. S. : Au niveau international, l'année 2014 a été l'année des contrastes. A titre d'exemple, sur le marché actions, les indices américains ont connu de très bonnes performances (S&P500 : +11,4%, Nasdaq : + 13,4%), alors que les indices européens ont connu une croissance plus modeste (Eurostoxx50 : +2,8%). Cette différence est imputable à des raisons macroéconomiques, l'économie américaine connaissant une reprise, alors que l'Europe peine à repartir. D'autres contrastes saisissants se retrouvent au niveau des marchés émergents. A titre d'exemple, l'indice phare de la Bourse de l'Inde connaît une croissance de plus de 30% en 2014, alors que celui de la Russie connaît une chute de plus de 40%, sur fond de sanctions européennes et de chute des cours du pétrole. D'autres tendances remarquables sont à signaler, par exemple la chute de l'Euro par rapport au Dollar (pour les mêmes raisons qui expliquent l'écart des performances des marchés actions) ou encore la chute brutale du cours du pétrole, due à une abondance de l'offre et à une demande toujours timide.

F. N. H. : Parlez-nous de vos prochaines études. Sur quoi vont-elles porter ?

B. S. : Nous travaillons actuellement sur une étude portant sur les ETF (Exchange Traded Funds) et les OPCI (fonds immobiliers). Nous espérons la publier à la fin du 1^{er} trimestre 2015. Nous enchaînerons ensuite sur une étude sur la finance alternative (produits sharia compliant). Ensuite, il nous restera deux études à publier dans le cadre de notre convention avec la Bourse de Casablanca. Les thèmes restent à affiner, mais ils seront sélectionnés parmi le marché à terme, l'analyse du flottant et l'éducation financière.

F. N. H. : Enfin, concernant Cejefic Consulting, quels sont vos principaux chantiers pour le moment. Est-ce que «la société» Bourse de Casablanca absorbe toute votre énergie ?

B. S. : Nous continuons à travailler sur nos 3 activités. Tout d'abord, nous avons une importante activité de formation, avec plus de 500 professionnels des marchés formés ces 4 dernières années. En particulier, en 2014, nous avons travaillé avec un régulateur, deux associations professionnelles, une banque (notamment le département titres), ainsi qu'une société de conseil basée à Paris.

Nous intervenons également sur des missions de conseil. A titre d'exemple, nous avons travaillé cette année pendant 8 mois sur la refonte des procédures d'une importante salle des marchés de la place. Nous avons également travaillé avec une entreprise industrielle pour l'accompagner dans l'organisation et le suivi de sa gestion financière.

Enfin, comme vous l'avez souligné, nous élaborons également des études. Cette année, nos équipes ont principalement travaillé sur les trois études sponsorisées par la Bourse de Casablanca.

En plus de cela, nous essayons, à notre échelle, de contribuer à faire avancer l'éducation financière, notamment via des formations à l'école de la Bourse ou des interventions dans des Masters de grandes écoles.

C'était donc une année assez riche et nous sommes heureux de toutes ces réalisations. Nous espérons que l'année 2015 sera encore meilleure. La nouveauté est que nous allons commencer à collaborer avec des partenaires en Afrique et en France. Notre ambition à moyen terme est de devenir le leader régional du conseil et de la formation en finance de marché. ◆