PN-ABN-770
81752

AGENCE DES ETATS-UNIS POUR
LE DEVELOPPEMENT INTERNATIONAL
PROJET DE DEVELOPPEMENT
DU SECTEUR FINANCIER

USAID/MAROC

MARCHE SECONDAIRE D'INSTRUMENTS DE LA DETTE A COURT TERME

RAPPORT FINAL
le 12 juillet, 1991

Office of Government Services
1801 K Street, N.W.
Washington, DC 20006

Telephone 202 296 0800

Price Waterhouse

le 12 juillet, 1991

T. Mark KRACZKIEWICZ
Program Economist
USAID/Maroc
137, Ave. Allal Ben Abdellah
B.P. 120
Rabat, Maroc

Cher Monsieur Kraczkiewicz,

Re: Projet de développement du secteur financier
AID/PRE
Contrat No. PDC-2206-Z-00-8191-00
USAID/Maroc - Marché Secondaire d'Instruments de la Dette à Court Terme

Veuillez trouver ci-joint 50 exemplaires de notre rapport final sur le tâche assignée au FSDP concernant l'etablissement d'un Marché Secondaire d'Instruments de la Dette à Court Terme au Maroc. Deux exemplaires ont été adressé à Sandra Frydman, APRE/EM.

C'est avec plaisir que nous avons apporté notre aide à USAID/Rabat pour cette tâche importante. Dans l'attente d'une nouvelle collaboration avec votre mission, nous vous prions d'agréer, cher Monsieur Kraczkiewicz, nos salutations distinguées.

J. Richard Breen
Chef de projet, FSDP

TABLE DES MATIERES

Page

I. INTRODUCTION

A. Exposé préliminaire 1
B. Gestion et encadrement du projet 2

II. LE SECTEUR FINANCIER MAROCAIN

A. Les banques commerciales 3

1. Contexte réglementaire 4
2. Instruments de financement du Trésor 6
3. Les billets de trésorerie 9

B. Les organismes financiers spécialisés 10
C. Les compagnies d'assurance 10
D. Les sociétés en tant qu'investisseurs 11
E. Les sociétés en tant qu'emprunteurs 12
F. Réforme du secteur financier 12

III. ROLE DU MARCHE SECONDAIRE

A. Description 14
B. Pourquoi créer un marché secondaire au Maroc? 16
C. Pourquoi ne pas utiliser uniquement le marché inter-bancaire? 17

IV. RECOMMANDATIONS: DEVELOPPEMENT D'UN MARCHE SECONDAIRE DE LA DETTE A COURT TERME AU MAROC

A. Les bons du Trésor 20
B. Les billets de trésorerie 22
C. Ouverture du marché secondaire à d'autres produits 23

V. AVANTAGES ET FAISABILITE DU MARCHE SECONDAIRE

A. Avantages pour le Maroc 24
B. Faisabilité 25

VI. QUESTIONS PREALABLES

A. Sélection des courtiers 26
B. Contrôle et réglementation 28
C. Préoccupations potentielles des banques 29
D. Questions relatives aux risques 30
E. Questions relatives au produits offerts sur le marché 31

ANNEXES

A. ENCOURS DE LA DETTE INTERIEURE DIRECTE

B. STATISTIQUES DES ADJUDICATIONS

C. COMPOSITION DE LA DETTE DU TRESOR PAR ECHEANCES

D. FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK - PRIMARY DEALERS DEFINED

E. FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK - PRIMARY DEALERS: CRITERIA AND PROCEDURES APPLIED TO FIRMS INTERESTED IN BECOMING PRIMARY DEALERS

F. LISTE DES PERSONNES INTERVIEWEES

G. GESTION ET ENCADREMENT DU PROJET

RESUME GENERAL

Depuis 1983, l'Etat marocain a engagé un programme de réformes du secteur financier qui touche pratiquement tous les secteurs de l'économie marocaine. Dans ce cadre, l'USAID a signé un contrat avec Price Waterhouse, pour le compte du Ministère des Finances, en vue d'étudier la création d'un marché secondaire d'instruments de la dette à court terme. Cette étude a été réalisée en septembre et octobre 1990. On trouvera ci-dessous les principales conclusions relatives à la création de ce marché, suivies de recommandations pour sa mise en oeuvre.

Le secteur financier marocain

En plus de la Banque Al-Maghrib (la Banque centrale) et du Trésor, le secteur financier marocain est essentiellement composé de quinze banques commerciales, cinq organismes financiers spécialisés (OFS) et de vingt compagnies d'assurance. Les deux plus grandes banques sont le Crédit populaire du Maroc (CPM) et la Banque marocaine du commerce extérieur (BMCE). Elles contrôlaient toutes 51 % des actifs bancaires à la fin de 1989. Les six banques de taille moyenne représentaient 42 % des dépôts bancaires et les sept plus petites banques détenaient environ 7 % du total des actifs bancaires qui représentaient 87,6 milliards de dirhams à la fin de l'année 1989.

Globalement, le système bancaire est caractérisé par la stabilité et une rentabilité élevée. Les risques sont évités et les pertes sur les prêts accordés sont faibles. La concurrence entre les banques est limitée, essentiellement à cause de la réglementation rigoureuse du secteur bancaire par l'Etat. Les banques sont extrêmement sélectives dans leurs décisions d'octroi des prêts et en 1989 environ 81 % des prêts bancaires étaient à court terme.

Jusqu'en 1990, la plus grande partie des taux d'intérêt pour les prêts et dépôts étaient contrôlés par l'Etat. A compter de janvier 1990,le taux des prêts à court terme a été libéré et seul le taux des dépôts à trois mois est encore contrôlé.

Dans le cadre du système actuel de plafonnement du crédit dit d'"encadrement", qui était en vigueur au moment de la mission, la Banque centrale fixe une limite annuelle à l'accroissement net de certains prêts accordés par les banques commerciales [1]. Plusieurs types de crédits ne sont pas soumis aux plafonds de crédit. Il s'agit des crédits à l'exportation, des prêts à moyen terme et des crédits pour le blé et les céréales. En 1989, 25 % des crédits échappaient au système de l'encadrement.

---

[1] Début 1991, les autorités marocaines ont annoncé que ce système sera remplacé. Nous n'expliquons pas ici l'incidence des changements annoncés qui furent apportés après l'achèvement des travaux de la mission.

Un autre aspect important de la réglementation bancaire est que les banques doivent investir 35 % de leurs exigibilités en bons de l'Etat rémunérés à un faible taux. Au total, la combinaison des obligations de "plancher", de réserves et d'octroi des crédits font que plus de 60 % des exigibilités des banques sont affectées d'une manière ou d'une autre. De plus, les banques ont des obligations de liquidités quotidiennes qui, en cas d'insuffisance, ne peuvent être satisfaites que par le recours au marché inter-bancaire ou le réescompte ou les avances de la Banque centrale.

Les billets de trésorerie sont devenus un moyen prisé par les banques pour financer leurs clients en dehors du plafond de crédit autorisé et générer ainsi un revenu. Leur volume s'est accru rapidement de 1986 à 1989 mais un plancher a été fixé l'an dernier pour limiter sa croissance.

Autres organismes financiers

Avec 35 milliards de dirhams d'actifs consolidés à la fin de 1989, les cinq Organismes financiers spécialisés (OFS) représentaient 40 % du total des actifs des banques commerciales. La Caisse de dépôts et de gestion (CDG) reçoit notamment les dépôts de la Caisse nationale de la sécurité sociale (CNSS) et de la Caisse d'épargne nationale ainsi que d'autres dépôts. Elle utilise ces ressources essentiellement sur le marché financier marocain.

Le secteur des assurances est composé de vingt compagnies qui représentaient un actif total d'environ 9,5 milliards de dirhams en 1990. Ces compagnies sont soumises à une sévère réglementation du Ministère des Finances. Un minimum de 60 % de leur réserves techniques doit être investi en titres émis ou garantis par l'Etat.

Instruments de financement du Trésor

Lorsque l'Etat a commencé à émettre des instruments de financement à court terme il y a environ trois ans, les banques pouvaient les acheter à des taux fixés par l'Etat.

En Octobre 1989, le Trésor a commencé la vente par adjudication des instruments à trois, six et douze mois, au taux du marché. Ultérieurement, des sessions d'adjudication ont eu lieu toutes les semaines pour les émissions de bons du Trésor à 1, 3, 5, 13, 26 et 52 semaines.

En Août 1990, il y avait 24 types d'instruments de la dette publique, dont 10 à court terme, 9 à moyen terme, et cinq à long terme. Les dettes à court terme représentaient 29,209 milliards de dirhams, soit environ 50 % de la dette intérieure totale. De ce montant, environ 6 milliards de dirhams sont dus à la BMCE et 14.184 milliards de dirhams sont des bons à faible rendement détenus par les banques pour satisfaire leurs obligations relatives au "plancher" obligatoire. Dans la dette à moyen terme, on trouve les Emprunts nationaux

("EN") qui sont vendus aux particuliers et aux institutions non-financières. Les banques et les compagnies d'assurance peuvent les acheter à des tiers le lendemain de leur émission.

Rôle du marché secondaire

Lorsqu'un marché secondaire fonctionne de façon satisfaisante, il permet une négociation libre et concurrentielle des valeurs mobilières, donnant ainsi aux institutions, aux sociétés et aux particuliers la possibilité de leur acheter ou de leur vendre des volumes plus ou moins importants à des prix déterminés par le marché.

Une autre fonction importante est qu'il permet aux banques d'ajuster leurs positions de trésorerie sans avoir recours aux emprunts à la Banque centrale - un élément clé dans la transition du contrôle direct au contrôle indirect de la masse monétaire. Il est aussi un outil à la disposition des autorités monétaires pour influencer la position de trésorerie des banques, leur désir d'octroyer des crédits et la structure générale des taux d'intérêt. Dans les pays développés, ces actions ont lieu par le biais des opérations d'"open market".

Enfin, l'une des fonctions du marché secondaire est de créer un taux de référence qui permet une comparaison avec tous les autres taux comme base de décision pour les investissements ou vente de valeurs pour toute la gamme des échéances. Les marchés secondaires sont en général organisés autour de courtiers qui opèrent sur le marché d'ajudications, garantissant les émissions de titres d'Etat et détenant des montants significatifs de ces valeurs. Ces courtiers sont en général les plus grandes banques qui ont accepté les avantages, les responsabilités et les exigences de capital et de contrôle associées à leur rôle d'intermédiaire sur le marché primaire.

Pour opérer de manière efficace, les marchés secondaires ont besoin de beaucoup de publicité concernant les volumes négociés, la fourchette des taux et les taux moyens des transactions dans le marché primaire et le marché secondaire ainsi que le type de valeurs et les échéances achetées et vendues.

Pourquoi créer un marché secondaire au Maroc ?

Globalement, un marché secondaire offre des avantages significatifs au Trésor, à la Banque centrale, aux investisseurs publics et aux emprunteurs privés. Plus spécifiquement, si le public est bien informé, il permet de vendre la dette du Trésor à un plus grand nombre d'investisseurs et dans des volumes plus importants en assurant une liquidité immédiate. Il est un moyen de mobiliser de nouvelles sources d'épargne car la concurrence influence les prix et améliore les services.

Au fur et à mesure de son développement, il devrait permettre un réajustement des relations entre le traitement fiscal, les dates des échéances et les taux d'intérêt et pourrait être une nouvelle source de crédit à court terme pour les entreprises, contribuant ainsi à la croissance

économique. En plus, il permet aux banques d'ajuster leurs positions de trésorerie sans avoir recours aux emprunts à la Banque centrale, contribuant ainsi à appuyer l'idée d'une réforme du secteur financier.

Pourquoi ne pas utiliser uniquement le marché inter-bancaire ?

Le marché inter-bancaire souffre de plusieurs carences. La plus importante est qu'il ne permet de canaliser qu'un faible volume de crédits par rapport aux avances de la Banque centrale et ne permet pas de déterminer de taux de référence. De par sa nature même, le marché inter-bancaire ne permet d'activité que sur la trésorerie des banques plutôt que d'attirer de nouvelles sources d'épargne de l'économie. Il semblerait que la liquidité provient en grande partie des banques ayant les ratios de prêts les plus faibles - essentiellement les institutions financières publiques et quasi-publiques.

Le marché secondaire corrige les défauts du marché inter-bancaire et apporte d'autres avantages. En particulier: 1) Il fournit une base à partir de laquelle les échanges de bons du Trésor permettent d'envisager des échanges sur les valeurs ayant des échéances plus lointaines; 2) il stimule la concurrence entre les banques, et entre les banques et les institutions financières non bancaires; et 3) il fournit aux investisseurs privés une information sur les taux d'intérêt.

Enfin, sans un marché secondaire, le contrôle de la masse monétaire restera difficile : si des restrictions sont appliquées au volume de la monnaie et du crédit, le marché interbancaire ne pourra pas faire face à la demande de crédit et les banques continueront de recourir à la Banque centrale. De plus, un volume limité de crédit sera injecté dans le marché privé, minimisant l'objectif annoncé du développement du secteur privé et les injections de capitaux privés dans l'économie marocaine.

Recommandations

Nous recommandons la création d'un marché secondaire de bons du Trésor à 3, 6 et 12 mois au Maroc en 1991.

Compte tenu du contexte de contrôles sévères qu'a connu le Maroc sous l'encadrement et qu'il y aura de ce fait quelques résistances au changement, nous recommandons pour l'instant un progrès modeste vers l'application de la réforme. L'échange d'autres produits tel que les billets de trésorerie ou les acceptations de banque, pourrait être envisagé plus tard, lorsque le marché sera plus développé.

Les changements les plus importants que nous recommandons sont la désignation des intermédiaires sur le marché primaire (adjudication) pour garantir les nouvelles émissions de bons du Trésor à court terme et, concomitament, de relier ces intermédiaires à un marché

secondaire. Pour ce faire, les autorités devront établir les critères et le processus de sélection des intermédiaires et définir les responsabilités et les mesures de surveillance de ces intermédiaires.

De même, les autorités devront prendre des décisions pour savoir dans quelle mesure elles devront utiliser les taux d'escompte comme taux de référence ou donner aux banques des indications sur la politique monétaire, et quand elles devront débuter l'élimination progressive des émissions de bons du Trésor excepté ceux à 3, 6 et 12 mois pour qu'un volume suffisant d'échanges puisse être développé. La planification du passage des contrôles directs aux contrôles indirects, une bonne communication des changements à venir et une information sur les taux devront être réalisés. Certaines questions relatives à la gestion de ces changements devront aussi être traitées. Dans ce domaine, l'enregistrement en compte courant a déjà lieu à la Banque centrale et des comptes de réserves peuvent être utilisés pour enregistrer les échanges.

Certains avantages de la création d'un marché secondaire, en plus de ceux déjà indiqués ci-dessus, sont directement liés au programme de réforme du secteur financier de l'Etat. En particulier, le marché secondaire stimule la concurrence dans le secteur bancaire et accroît les fonds disponibles pour le financement du développement du secteur privé tout en réduisant les coûts d'intermédiation. Le nouveau marché devrait permettre un meilleur contrôle indirect de la masse monétaire et permettre à la Banque centrale d'intervenir en effectuant des opérations d'open market.

La décision que prendront les banques commerciales de rechercher le statut de courtier ou non et leur degré de participation au marché secondaire appelle un examen attentif de leurs capacités financières, de leur gestion et de leurs chances de succès dans un environnement bancaire plus compétitif.

I. INTRODUCTION

A. Exposé préliminaire

Dans le cadre du programme général de réforme du secteur financier entamé par le Maroc, l'USAID, pour le compte du Ministère des finances a signé un contrat avec Price Waterhouse en vue de fournir une assistance technique pour le Projet de développement du secteur financier. Un rapport intitulé "Assistance technique pour la réforme de secteur financier" en date du 7 mars 1990 a été présenté à l'USAID et au Ministère des Finances. Ce rapport a proposé diverses études qui seraient menées en trois étapes distinctes, en commençant par la création d'un marché secondaire d'instruments financiers de dette à court terme (ou "marché monétaire") et une redynamisation de la bourse des valeurs. Ces deux études ont été achevées en Octobre 1990.

La présente étude d'un marché secondaire d'instruments de la dette à court terme analyse les options, les problèmes opérationnels et les moyens de créer un tel marché au Maroc. Voici quelques questions auxquelles cette étude tente de répondre:

- Quels seraient les avantages de la création d'un tel marché secondaire d'instruments de la dette pour le Maroc?

- Quelles sont les conditions à remplir pour qu'un marché secondaire d'instruments de la dette puisse réussir au Maroc?

- Comment la création d'un marché secondaire affecterait-elle la politique monétaire et le financement de la dette ? Quels sont les contrôles administratifs qu'il serait nécessaire de modifier ou de supprimer pour permettre au marché secondaire de fonctionner de manière satisfaisante?

- Quelles sont les sources d'offre et de demande de crédit potentielles dans le marché secondaire?

- Quelles sont les institutions qui pourraient jouer le rôle de courtiers ?

- Dans quelle mesure les banques, institutions financières, et sociétés privées sont elles intéressées par la création d'un marché secondaire? Comment leur participation pourrait-elle être encouragée?

- Comment établir un plan réalisable pour le développement d'un marché secondaire au Maroc? Quelles sont les questions clés à résoudre?

B. Gestion et encadrement du projet

Pour ce projet, il a été fait appel aux services du Dr. Phillip E. Coldwell, expert principal des marchés financiers et chef d'équipe, et à Monsieur Edward K. Dey, en tant qu'économiste spécialiste des questions financières et bancaires. Le support technique a été assuré par Mme Julia J. Philipp, de la société Price Waterhouse. Le travail sur place a débuté à la mi-Septembre et a été achevé à la fin du mois d'octobre 1990. Les consultants ont réalisé des interviews auprès des responsables du Ministère des finances, de la Banque Al-Maghrib, du secteur bancaire, des organismes financiers spécialisés, des compagnies d'assurance et des sociétés privées. Une liste des personnes interviewées est présentée en Annexe F.

II. LE SECTEUR FINANCIER MAROCAIN

Depuis 1983, l'Etat marocain a engagé un programme de réformes du secteur financier, y compris sa déréglementation progressive. Ces réformes touchent pratiquement tous les secteurs de l'économie marocaine et conditionnent l'environnement dans lequel un marché secondaire d'instruments de la dette à court terme pourrait être créé. Par conséquent, pour évaluer la possibilité de créer un marché secondaire au Maroc, il est important de comprendre comment le secteur financier est structuré, géré et réglementé et la nature des réformes importantes qui sont engagées.

La section qui suit donne une vue globale du secteur financier marocain, en accordant un intérêt particulier aux banques, aux institutions financières, aux investisseurs et aux emprunteurs du secteur privé. Elle décrit le système de la réglementation bancaire en examinant les pratiques existantes et les réformes envisagées dans le cadre des travaux de la mission (entre Septembre et Octobre 1990). Cette section donne aussi des indications sur le financement de l'Etat et le système des adjudications des bons du Trésor.

Dans cette partie, notre objectif n'est pas de faire une étude exhaustive du secteur financier marocain et du programme de réformes. Ce sujet a reçu une attention considérable dans les rapports réalisés par d'autres organisations, telles que la Banque mondiale et le Fonds monétaire international. Nous nous intéressons plutôt aux principaux aspects du secteur financier et aux programmes de réformes dans la mesure où ils peuvent conditionner la création d'un marché secondaire d'instruments de la dette à court terme.

A. Les banques commerciales

En plus de la Banque Al-Maghrib et du Trésor, le secteur financier marocain est essentiellement composé de quinze banques commerciales, de cinq institutions financières spécialisées et de vingt compagnies d'assurance. Comme dans de nombreux pays en voie de développement, le système bancaire domine le secteur financier.

Les deux plus grandes banques sont la Banque marocaine du commerce extérieur (BMCE) et le Crédit populaire du Maroc (CPM). Elles contrôlaient toutes deux 51 % des actifs bancaires à la fin de l'année 1989. Les six banques de taille moyenne représentaient 42 % des dépôts bancaires et les sept plus petites banques détenaient environ 7 % des actifs bancaires à la fin de 1989. Au niveau national, le total des actifs du système bancaire sur une base consolidée représentait 87,6 milliards de dirhams à la fin de l'année 1989.

La plupart des banques sont sous contrôle privé. Les trois banques appartenant totalement ou partiellement à l'Etat (la BMCE, le CPM et la BNDE) figurent sur une liste officielle d'organismes à privatiser. Plusieurs banques ont une participation étrangère minoritaire. A

l'exception de CITIBANK, qui est contrôlée à 75 % par des intérêts étrangers, toutes les banques ont une participation majoritaire marocaine.

En général, le système bancaire est caractérisé par la stabilité et une rentabilité élevée. Les risques sont évités et les pertes sur les prêts accordés sont faibles. La concurrence entre les banques est limitée, essentiellement à cause de la réglementation rigoureuse du secteur bancaire. Le capital minimum requis pour les banques a été porté récemment à 100 millions de dirhams, pour corriger la sous-capitalisation de nombreuses banques. Les autorités monétaires reconnaissent la nécessité d'accroître progressivement le capital minimum des banques dans les années à venir. L'accroissement du capital des banques deviendra particulièrement important si le Maroc doit poursuivre son programme de stimulation de la concurrence dans le secteur bancaire.

Le plafonnement du crédit permet aux banques d'être extrêmement sélectives dans leurs décisions d'octroi des prêts. La majeure partie des prêts bancaires vont aux clients les plus importants et ayant la meilleure assise financière et sont solidement garantis par des biens immobiliers et/ou des garanties personnelles. Bien que l'on ait observé un accroissement des crédits à moyen et long terme au cours des dernières années, la plupart des banques préfèrent les prêts à court terme. En fait, en 1989, environ 85 % des prêts bancaires étaient à court terme.

1. Contexte réglementaire

Jusqu'à récemment, la plus grande partie des taux prêteurs et servis sur les dépôts étaient contrôlés par l'Etat. Le 1er juillet 1990, les contrôles sur tous les taux de rémunération des dépôts ont été supprimés, excepté pour le taux des dépôts à trois mois. Le 1er octobre 1990, les plafonds des taux des prêts à moyen et long terme ont été levés. Les autorités n'ont pas encore décidé de la date à laquelle le taux de rémunération des dépôts à trois mois ne sera plus contrôlé. Le taux des prêts à court terme a été libéré avec effet en janvier 1991.

Dans le cadre du système actuel de plafonnement du crédit, appelé "encadrement", qui était en vigueur au moment de la mission, la Banque centrale fixe annuellement une limite à l'accroissement net de certains prêts accordés par les banques commerciales. Chaque banque reçoit un plafond pour l'accroissement du montant des crédits contrôlés accordés. Le fait que les banques doivent respecter leur plafond de crédit à la fin de chaque mois crée une situation particulière dans laquelle toutes les banques travaillent d'arrache pied à la fin de chaque mois pour ajuster leur portefeuille, étant donné que les pénalités à payer en cas de dépassement des plafonds de crédit sont très lourdes. Plusieurs types de crédits recevant un traitement préférentiel ne sont pas soumis aux plafonds de crédit. Il s'agit des crédits à l'exportation, des prêts à moyen terme (2-7 ans) et des crédits pour le blé et les céréales. En 1989, 25 % des crédits n'étaient pas soumis au système de l'encadrement, ce qui représente un montant de 9 milliards de dirhams sur des crédits totaux de 36 milliards de dirhams.

Une certaine proportion des crédits bancaires est obligatoirement orientée vers les secteurs prioritaires. Les banques doivent octroyer des crédits représentant 11,5 % du total de leurs exigibilités au financement de l'habitat et du tourisme (6 %) et aux crédits d'investissement et à moyen terme (5,5 %). Si une banque n'arrive pas à satisfaire cette exigence, elle doit acheter et détenir des bons des organismes financiers spéciaux émis pour le financement de ces secteurs. Les banques doivent en outre souscrire 3,5 % de leurs dépôts en bons de la Caisse nationale de crédit agricole (CNCA).

De plus, les banques doivent investir 35 % de leurs dépôts à vue en bons du Trésor rémunérés à 4,25 % (appelé "plancher des effets publics" soit un prêt à faible coût pour le Trésor). Un montant supplémentaire équivalent à 12 % des dépôts à vue est détenu dans des comptes non rémunérés à la Banque centrale au titre des réserves obligatoires. Au total, plus de 60 % des dépôts à vue sont affectés obligatoirement d'une manière ou d'une autre, ce qui laisse aux banques une marge de manoeuvre réduite pour l'affectation des ressources et réduit le montant des crédits disponibles pour le financement des emprunteurs privés qui ne sont pas dans un secteur prioritaire.

Les banques ont en plus des obligations de liquidité qui doivent être satisfaites quotidiennement et étant donné qu'une grande partie des prêts se fait par découverts bancaires, les liquidités doivent rester à un niveau élevé. Une banque qui manque de liquidités a trois options. Tout d'abord, elle peut réescompter des effets à la banque centrale à des taux très favorables. Par exemple, une banque peut réescompter un prêt à moyen terme pour lequel un client paie peut-être 12 % d'intérêt et obtenir un prêt de la Banque centrale à 7 % - soit un profit de 5 %. Les banques obtiennent aussi des taux de réescompte très favorables sur les crédits à l'exportation. Ces opérations de réescompte ont l'effet de transférer ces prêts sur les livres de la Banque centrale d'une façon irrévocable.

Toutes les banques ne se trouvent pas dans une situation permettant de profiter de la possibilité de réescompte. Les banques doivent avoir des crédits à l'exportation supérieurs à 4 % de leurs dépôts à vue avant de pouvoir réescompter le surplus de leurs prêts. Une formule détermine aussi la proportion des crédits à l'investissement qui peuvent être réescomptés.

La seconde option ouverte aux banques qui n'ont pas assez de liquidités est d'appeler directement les autres banques et de s'arranger pour emprunter sur le marché inter-bancaire. Contrairement à ce qui se passe dans les pays industrialisés, où les taux inter-bancaires sont connus et cotés et où les banques bien gérées trouvent leur refinancement grâce à l'intermédiaire de courtiers, le marché inter-bancaire marocain repose sur l'hypothèse que la banque pourra trouver ou placer le montant des liquidités nécessaires dans un organisme similaire. Le volume du marché inter-bancaire est relativement modeste comparé à la liquidité fournie par la Banque Al-Magrib. A moins d'un élargissement majeur du marché inter-bancaire, tant en termes de participants que de volume, les banques ne pourront pas compter sur lui pour couvrir leurs pénuries de liquidités et devront continuer d'emprunter à la banque centrale. Cette situation compliquerait le contrôle de la masse monétaire.

D'après un banquier, les taux inter-bancaires se situent entre 8 et 9 % lorsque les liquidités sont abondantes et peuvent atteindre 12 % dans le cas contraire. Il y a peu de variation des taux d'une banque à l'autre pour un jour donné. Plusieurs banques ont indiqué que les taux d'adjudication des bons du Trésor pour une durée d'une semaine servent de taux de référence approximatifs pour la détermination des taux inter-bancaires mais il n'y a pas de taux de référence connu ou publié.

La troisième option, qui est la moins avantageuse, est d'obtenir une avance de la Banque centrale à un taux plus élevé. Pour obtenir cette avance (pour un, trois ou sept jours), une banque doit avoir un portefeuille de bons du Trésor à court terme acquis volontairement égal à au moins 80 % du montant emprunté. Chaque quinzaine, la Banque centrale notifie l'association des banquiers des taux qui seront appliqués pour les quinze jours suivants. L'association des banquiers notifie à son tour les banques par télex.

Pour décourager les emprunts fréquents à la Banque centrale, la Banque Al-Maghrib applique un taux supérieur au taux inter-bancaire de plusieurs points de pourcentage. Les taux de la Banque centrale sur les avances ont atteint jusqu'à 13,25 % en 1989 et se situaient dans une fourchette de 11-11,25 % du 26 septembre au 9 octobre 1990. Il n' y a pas de limite prédéterminée quant au montant ou à la fréquence avec laquelle les banques peuvent emprunter à la Banque centrale. Cependant, d'après ce qu'on nous a laissé entendre, si une banque appelle la Banque centrale après 16 heures, elle doit payer le "taux d'enfer" qui à l'époque était de 18 %.

Nous avons demandé à un certain nombre de banquiers ce qu'ils feraient s'ils avaient un excès de liquidités et désiraient l'investir pour une courte durée. Ils nous ont répondu qu'ils le placeraient sur le marché inter-bancaire qui est le plus flexible et le plus liquide. Quelquefois cependant, toutes les banques ont beaucoup de liquidités et il n' y a pas d'emprunteurs sur le marché inter-bancaire. Dans ce cas, les banques peuvent acheter des bons du Trésor à court terme (décrits ci-dessous). Etant donné les plafonds de crédits, elles ne peuvent octroyer de prêts supplémentaires.

2. Instruments de financement du Trésor

Lorsque l'Etat a commencé à émettre des bons du Trésor à court terme il y a environ trois ans, les banques pouvaient les acheter à n'importe quel moment en appelant la Banque centrale. Plusieurs échéances étaient offertes à des taux fixés par les autorités. Ce type de marché est quelquefois appelé marché à guichets ouverts parce qu'il est accessible presque à tout moment.

En janvier 1989, le Trésor a commencé la vente par adjudication de bons à trois, six et douze mois, aux taux du marché [2]. Les banques pouvaient toujours acheter les bons à un mois sur le marché à guichets ouverts. Au départ, les adjudications avaient lieu deux fois par mois mais actuellement elles ont lieu chaque semaine. L'introduction du système de l'adjudication a été à l'origine d'une légère augmentation du taux d'emprunt du Trésor (0,5 % par rapport aux taux précédents - voir appendice A).

En plus des adjudications, la Banque centrale a procédé à des émissions spéciales au Crédit populaire du Maroc (et actuellement à la BMCE) pour satisfaire les besoins de financement supplémentaires du Trésor. Le taux de ces émissions a été fixé au taux des avances à court terme aux banques par la Banque centrale, pour décourager le recours trop fréquent ou trop important de l'Etat aux emprunts de la BMCE. Les autorités monétaires ont fixé des objectifs pour la réduction des emprunts à la BMCE à 6 milliards de dirhams d'ici à fin décembre 1990 et à 5 milliards de dirhams d'ici à fin 1991.

Actuellement, les adjudications ont lieu tous les mercredis à 11 heures. Chaque mardi, les banques soumettent leurs offres sous pli cacheté à la Banque centrale en indiquant le montant et le taux demandé pour chaque échéance. Le montant minimum officiel pour chaque offre est de 5 millions de dirhams. Les offres sont acceptées suivant le système d'adjudication à prix uniforme, les banques offrant les taux les meilleurs étant satisfaites les premières. Le règlement en compte courant à la Banque centrale a lieu le jeudi. Si le Trésor considère que les taux proposés pour certaines échéances sont excessifs, il peut ne pas émettre les bons. La Banque centrale envoie alors un télex à l'association des banquiers en indiquant le volume vendu et le taux maximum accepté pour chaque échéance ainsi que le montant proposé à la vente à l'origine pour chaque échéance. La Banque centrale ne révèle pas la fourchette des taux auxquels les bons ont été vendus.

En juillet 1990, l'Etat a interrompu le marché à guichets ouverts pour les bons à un mois et a augmenté la fourchette des échéances disponibles par le système des adjudications en offrant des bons à 1, 3 et 5 semaines. Actuellement, les instruments disponibles dans le système d'adjudication hebdomadaire comprennent les bons à 1, 3, 5, 13, 26 et 52 semaines. De plus, il a été annoncé que les adjudications seraient progressivement ouvertes à un plus grand nombre de participants. Tandis qu'auparavant seules les banques et les Organismes financiers spécialisés (CDG, CNCA et BNDE) pouvaient participer à ce marché, les compagnies d'assurance peuvent aussi intervenir. Ce sera également bientôt le cas des entreprises privées.

En août 1990, il y avait 24 catégories ou types d'instruments de la dette publique (voir appendice B). Parmi ces différents types d'instruments, 10 sont à court terme (à un an ou

---

[2] Lorsque les taux offerts par les banques semble trop élève, le Trésor ne fait pas d'émission.

moins), 9 sont à moyen terme (deux à cinq ans) et cinq sont à long terme (six ans et plus) [3]. Les émissions à court terme représentaient 29,209 milliards de dirhams. De ce montant, environ 6 milliards de dirhams sont dus à la BMCE et 14,184 milliards de dirhams sont des bons à faible rendement détenus par les banques pour satisfaire leur "plancher" de 35 %. Un montant de 2,432 milliards de dirhams représente des bons sur formule qui sont en général reconduits jusqu'à une échéance définitive de 6 mois [4]. Au total, le montant de la dette à court terme qui pourrait être négociée sur un marché secondaire représente 9,025 millirds de dirhams.

La dette à moyen terme recouvre les bons du Trésor appelés Emprunts nationaux ("EN"). Ils sont accessibles aux particuliers (y compris aux étrangers) et aux institutions non financières. Les banques et les compagnies d'assurance peuvent acheter des EN mais seulement auprès de tiers le lendemain de l'émission de l'emprunt. Les EN à moyen terme sont cotés à la Bourse des valeurs et représentent la majeure partie de l'activité boursière.

La dernière émission d'EN a eu lieu le 28 septembre 1990. Le bon à un an était offert à 10,5 %, le bon à trois ans à 12 % et le bon à cinq ans à 13 %. Les EN sont vendus par bons de 10.000 dirhams au minimum et sont disponibles dans plus de 1000 guichets au Trésor, à la Banque Al-Maghrib et dans les banques.

Les banques reçoivent ce qu'elles considèrent être une faible commission (0,4 %) sur la vente des bons du Trésor. Plusieurs banques ont déclaré qu'elles faisaient peu ou pas d'efforts pour vendre les titres du Trésor à cause de la faiblesse de leur commission et parce que les clients risquent de réduire leurs dépôts pour acheter des titres du Trésor.

Tous les intérêts sur les titres publics sont exonérés d'impôts. L'intérêt émanant de titres privés est intégré dans l'impôt sur les bénéfices des sociétés ou dans celui des recettes générales.

Nous avons demandé à plusieurs banquiers les raisons de l'absence de vente et d'achat de bons du Trésor. La réponse la plus fréquente est qu'il est plus rentable de les conserver jusqu'à échéance. Si une banque achète un bon du Trésor à trois mois qui rapporte, par

---

[3] Le Trésor défini le court, moyen et long terme différement. Dans sa définition, le court terme se réfère à la dette ayant une maturité d'un à trois ans, le moyen terme une maturité de cinq ans, et le long terme aux instruments ayant une maturité de dix à quinze ans.

[4] Les "bons du Trésor à 6 mois sur formule" ont une caractéristique particulière: ils sont émis sous le par et atteignent leur valeur nominale au bout de trois mois et portent intérêt sur la valeur nominale pour les trois mois restants. Les titres à trois/six mois sont disponibles sous forme de bons de 100, 500, 1000 et 10.000 dirhams.

exemple, un intérêt de 9,5 % et collecte des dépôts bancaires à trois mois sur lesquels elle verse 8,0 %, elle réalise sans risque un profit de 1,5 %. De plus, si une banque à un besoin urgent de liquidités, elle peut obtenir une avance de 1,3 ou 7 jours de la Banque centrale grâce à la détention de bons du Trésor dans son portefeuille.

Bien qu'il n'y ait apparemment aucune loi interdisant la revente de titres du Trésor, quelques banques se demandent si les autorités le permettraient, puisqu'il n'existe pas non plus de loi particulière autorisant la vente ou l'achat de ces titres. Etant donné que la plus grande partie de la dette publique détenue par les banques existe simplement comme une écriture comptable sur les livres de la Banque centrale, l'échange de ces titres ne serait pas réalisable en pratique sans l'accord explicite de cette dernière.

3. Les billets de trésorerie

Les billets de trésorerie sont devenus un moyen prisé par les banques pour financer leurs clients en dehors du plafond de crédit autorisé et générer ainsi un revenu. Le volume des billets de trésorerie est passé de 847 millions de dirhams en 1986 à environ 5,700 milliards en 1989. Les autorités sont préoccupées par l'accroissement rapide des billets de trésorerie sur le marché et ont annoncé que le volume au cours du second semestre 1990 ne devra pas excéder celui atteint à la fin de décembre 1989. Toutes les émissions de billets de trésorerie doivent actuellement porter un aval bancaire et chaque banque a un plafond de billets de trésorerie pour lequel elle peut donner son aval.

A la suite d'un récent changement de la réglementation, l'échéance minimum des billets de trésorerie est passée de 10 jours à un mois et l'échéance maximum a été fixée à 6 mois. En accroissant l'échéance minimum à un mois, les autorités ont fait en sorte que les banques ne peuvent plus contourner le plafond de crédit en négociant des billets de trésorerie qui arrivent à échéance avant la fin du mois. Les échanges de billets de trésorerie sont permis mais les banques ne peuvent pas les détenir dans leur actif, même pour quelques jours. Par conséquent, si un client investisseur désire vendre des billets de trésorerie, les banques doivent d'abord trouver un acheteur sur le marché.

Caisse d'épargne nationale

Parallèlement aux banques, il existe la Caisse d'épargne nationale (CEN) qui est une branche semi-autonome de l'Office national des postes et télécommunications et qui est soumise à la tutelle financière du Ministère des Finances. Elle est similaire au système des comptes chèques postaux en France et en faisait en fait partie avant l'indépendance. La CEN collecte les dépôts au moyen d'un réseau de 600 agences de la poste, couvrant ainsi 85 % des communes du pays. Cette institution recueille une grande partie des envois de fonds des travailleurs marocains vivant à l'étranger.

Contrairement aux banques commerciales qui rémunèrent les dépôts à 8,5 % (revenu imposable), la CEN peut rémunérer les dépôts à 9 %, revenu non soumis à la T.V.A. et à la retenue à la source. A la fin de 1989, la CEN détenait environ 1,4 milliard de dirhams en dépôt. Le désavantage de la CEN est qu'elle n'offre qu'un produit - un livret de caisse d'épargne - et a la réputation d'être moins efficace que les banques commerciales. Une proposition de modernisation du système de la CEN et d'accroissement de l'éventail des produits offerts a été approuvée par le Parlement.

B. Les organismes financiers spécialisés

Avec 35 milliards de dirhams d'actifs consolidés à la fin de 1989, les cinq Organismes financiers spécialisés (OFS) représentaient 40 % environ du total des actifs des banques commerciales. La Caisse de dépôts et de gestion (CDG), la plus importante des OFS, comptait 11 milliards de dirhams d'actifs à la fin de l'année 1989. La CDG a pour but la centralisation de fonds d'origines multiples comme les dépôts de caisses d'épargne et du programme d'assurance sociale ainsi que les dépôts administratifs et les cautions judiciaires. De même, la CDG est chargée de la gestion de certains services. Les fonds qui y sont déposés sont essentiellement transformés, par l'intermédiaire des marchés financiers, en actifs de l'Etat ou en actifs sous garantie de l'Etat et, le cas échéant, en participations dans les différents secteurs de l'économie.

Les autres Organismes financiers spécialisés sont la Banque nationale pour le développement économique (BNDE) qui finance les projets à long terme de l'industrie et le Crédit immobilier et hôtelier (CIH) qui finance les projets de construction et de tourisme. La BNDE et le CIH figurent sur la liste des organismes à privatiser. Enfin, la Caisse nationale de crédit agricole (CNCA) octroie des crédits à l'agriculture et la Caisse marocaine des marchés finance les entreprises qui emportent les soumissions sur les marchés publics.

C. Les compagnies d'assurance

Le secteur des assurances est composé de vingt compagnies qui représentaient un actif total d'environ 9,5 milliards de dirhams en 1990. Cinq compagnies sont en train d'être réorganisées en raison de difficultés financières. D'après des chiffres parus dans des publications officielles, le montant des primes d'assurance s'est accru de 906 millions de dirhams en 1977 pour passer à 2,656 milliards de dirhams en 1987 (dernière année pour laquelle cette information est disponible).

Les compagnies d'assurance sont réglementées par le Ministère des finances. Un minimum de 60 % de leur réserves techniques doit être investi soit en bons du Trésor, soit en titres garantis par l'Etat. Le reste des ressources ne peut être investi que dans l'immobilier, les investissements garantis par des hypothèques et les valeurs cotées en bourse, et seulement 2 % peuvent être investis librement (bien que les transactions particulières doivent être

approuvées). En 1987, les réserves techniques du secteur représentaient un total de 9,631,6 milliards de dirhams.

Les compagnies d'assurance placent leurs liquidités essentiellement en obligations publiques ou titres garantis par l'Etat aux taux fixés par le Ministère des finances.

Les compagnies d'assurance doivent avoir un certain montant de liquidités pour payer les assurés en cas de sinistre. Ainsi, elles pourraient devenir des intervenants majeurs dans un marché de la dette à court terme. Cependant, à l'heure actuelle, 5 % seulement de leurs réserves techniques peuvent être détenues en titre du Trésor à court terme. Les compagnies d'assurance investissent souvent en billets de trésorerie, principalement à cause de leur taux attirant.

D. Les sociétés en tant qu'investisseurs

Bien que les préférences de placement diffèrent d'une société à une autre et d'un secteur d'activité à l'autre, certaines situations anecdotiques soulignent la nécessité de créer un marché secondaire d'instruments de la dette à court terme. Voici quelques exemples de problèmes auxquels se trouvent confrontés les sociétés ayant un excès de liquidités au Maroc:

- Un responsable d'une société désirant placer a déclaré qu'en principe sa société souhaiterait acheter des billets de trésorerie comme investissement à court terme. Cependant, il craint que sans un marché liquide dans ces effets, il ne pourrait pas les vendre avant l'échéance s'il découvre qu'il a besoin de liquidités. Dans le système actuel, il n'achèterait de billets de trésorerie que si le banquier agissant en tant qu'intermédiaire lui assure que la société pourra immédiatement les revendre en cas de besoin. Les banques ne peuvent cependant détenir de billets de trésorerie, même pour quelques jours, ainsi que nous l'avons indiqué précédemment.

- Une importante société a indiqué qu'elle avait l'habitude d'acheter des billets de trésorerie avant que la date d'échéance n'ait été reportée à 30 jours. Dans l'incapacité de prévoir ses besoins de liquidités pour 30 jours, elle craignait de bloquer son argent tout ce temps sans avoir un marché suffisant pour être sûr de la revente.

- Un investisseur dans un Organisme financier spécialisé a déclaré que son organisme prévoyait d'acheter 120 millions de dirhams de titres du Trésor une semaine plus tard. Entre temps, il disposait de 120 millions de dirhams qu'il désirait investir. Le taux inter-bancaire se situait alors dans une fourchette de 6-6,5 % tandis que sa société avait l'habitude de prêter dans ce marché à des taux beaucoup plus élevés. Plutôt que de créer une situation dans laquelle certains emprunteurs du marché inter-bancaire commenceraient à exiger des

taux plus faibles, il préférait laisser ses fonds non rémunérés puisqu'il n'avait pas d'autre option pour placer son argent. Il a déclaré que cette situation était fréquente dans le contexte de l'encadrement [5].

E. Les sociétés en tant qu'emprunteurs

Comme dans la section précédente, on trouvera ci-dessous quelques commentaires faits par des sociétés sur leurs pratiques d'emprunt actuelles et leurs problèmes de trésorerie.

- Une importante société avait l'habitude d'émettre des billets de trésorerie pour obtenir des liquidités mais a maintenant principalement recours aux découverts bancaires. Cette société peut prévoir ses besoins de financement au début de chaque année pour toute l'année avec une marge d'erreur inférieure à 10 %, ce qui devrait lui permettre de tirer profit du marché des billets de trésorerie. Cependant, la plus grande partie de ses emprunts locaux se fait sous la forme de découverts bancaires, à cause de la plus grande souplesse ainsi permise.

- Une banque avait une société cliente qui désirait obtenir 300 millions de dirhams en émettant des billets de trésorerie mais qui n'a pu trouver d'investisseur. L'une des raisons pour laquelle la banque n'a pu trouver d'investisseur était que le Trésor venait de réaliser une émission spéciale pour les compagnies d'assurance, réduisant ainsi toutes leurs liquidités.

- Une autre société importante a déclaré qu'elle n'avait jamais émis de billets de trésorerie car elle craignait qu'ils ne soient vendus à une société concurrente. Elle préférait plutôt utiliser un découvert bancaire en l'absence d'autre option.

F. Réforme du secteur financier

Dans le cadre de son programme d'ajustement macroéconomique à moyen terme, l'Etat marocain envisage de mettre en oeuvre des réformes relatives à la politique monétaire et au secteur financier. Les autorités ont annoncé l'élimination du système de l'encadrement le

---

[5] Dans un marché financier plus développé, cette société (société A) aurait pu conclure un contrat de réméré. Une autre société ayant besoin de liquidités à court terme (société B) aurait pu lui vendre des titres pour un montant de 120 millions de dirhams pour une durée d'une semaine. La société A aurait rendu les titres à la société B, et la société B aurait payé à la société A les 120 millions de dirhams plus les intérêts. Pour garantir temporairement le remboursement des 120 millions de dirhams en liquide, la société A détiendrait la valeur de 120 millions de dirhams (ou plus) de la société B en titres négociables.

1er janvier 1991 et leur intention d'appliquer une politique monétaire basée sur des contrôles indirects, mesures d'une importance particulière pour la création d'un marché secondaire d'instruments de dette à court terme. Les principaux moyens d'intervention de la politique monétaire seraient l'ajustement du taux de réescompte, les réserves obligatoires et les ratios relatifs aux actifs, aux dépôts et au capital social. (L'adéquation de ces moyens pour mettre en oeuvre la politique monétaire et les problèmes qui pourraient surgir sont discutés dans la section III). Le financement de la dette par le Trésor prendrait de plus en plus la forme d'adjudication des bons du Trésor et les contrôles des taux d'intérêts seraient éliminés.

Bien que de telles réformes soient souhaitables, de nombreux banquiers craignaient que le système de l'encadrement ne soit remplacé par des contrôles créant des limites similaires sur les prêts et autres opérations. Plutôt que de se préparer au "Nouveau Monde" de l'après-encadrement, les banques attendaient de voir quels seraient les nouveaux contrôles que les autorités mettraient en place et la sévérité de ces contrôles. Ces changements ont été apportés après l'achèvement des travaux sur place de la mission et nous n'évaluons donc pas dans le présent rapport l'incidence des réformes annoncées.

III. ROLE DU MARCHE SECONDAIRE

A. Description

Les marchés de valeurs sont généralement divisés en deux composantes : le marché primaire et le marché secondaire. Le marché primaire est celui des nouvelles émissions de titres, à la différence du marché secondaire où les titres émis antérieurement sont achetés et vendus. Les négociants sur le marché primaire ont la charge de garantir les nouvelles émissions à des taux compétitifs, de maintenir des portefeuilles importants afin de jouer le rôle de teneur de marché et de garder d'importantes positions en capital pour soutenir leurs risques et leurs engagements plus élevés [6]. Les négociants font en outre l'objet d'une surveillance pour assurer qu'ils remplissent les fonctions qui leurs sont assignées de manière équitable et efficace. En échange, les avantages spéciaux fournis aux organisations de courtiers peuvent comprendre des commissions sur la garantie d'émission de titres d'Etat et l'approche favorable des besoins particuliers liés à la tenue de portefeuilles importants.

Les courtiers sont généralement les banques les plus importantes qui ont accepté les avantages, les responsabilités et les obligations spéciales tenant au capital et à la surveillance liées à cette fonction. Il existe souvent d'autres intermédiaires sur le marché secondaire y compris les agents de change, les banquiers de placement et les autres grandes firmes financières. (Pour davantage de renseignements sur les courtiers aux Etats-Unis, se reporter à l'appendice D : Federal Reserve Bank of New York - définition des courtiers. Une liste des courtiers aux Etats-Unis figure à la fin de l'appendice E).

Lorsqu'un marché secondaire fonctionne de façon satisfaisante, il permet un marché privé, libre et concurrentiel pour la distribution des valeurs mobilières, donnant ainsi aux institutions, aux sociétés et aux particuliers la possibilité d'acheter ou de vendre des volumes plus ou moins importants. Dans les pays développés, les valeurs achetées ou vendues comprennent tous les bons du Trésor à diverses échéances, les billets de trésorerie, les certificats d'impôts par anticipation, les contrats de réméré, les acceptations bancaires et les instruments spécialisés destinés à satisfaire les besoins des emprunteurs privés (tels que les crédits d'inventaire matérialisés en bons et les bons à coupons détachés).

Si le marché secondaire remplit sa fonction, il permet aux banques d'ajuster leurs positions de trésorerie en réduisant leurs emprunts à la Banque centrale, en vendant ou achetant des valeurs sur

---

[6] Garantir une émission consiste en l'occurence à acheter une nouvelle émission de titres à l'Etat, généralement dans le cadre d'une adjudication et d'assumer le risque de les revendre aux investisseurs, soit directement soit par l'intermédiaire de courtiers, en réalisant une marge.

le marché secondaire ou en intervenant sur le marché inter-bancaire. **La réduction de l'accès des banques à l'emprunt de la Banque centrale est un élément clé de la transition du contrôle direct au contrôle indirect de la masse monétaire.** Bien sûr, si les banques ont un besoin urgent de liquidités ou sont incapables de satisfaire leurs obligations relatives aux réserves, un accès d'urgence aux fonds de la Banque centrale est nécessaire.

De plus, le marché secondaire permet aux investisseurs d'acheter ou de vendre des valeurs mobilières aux prix compétitifs du marché, et les sociétés offrant de nouveaux titres peuvent ajuster leurs positions de jour en jour aux prix courants. Les prix du marché secondaire reflètent généralement l'évolution des taux d'intérêts, mais aussi certains facteurs particuliers tels que la position de trésorerie des banques, des situations dues à une offre excessive de valeurs négociables ou au contraire de pénuries de valeurs, les dates de paiement des impôts et même l'influence des jours de fête.

Une autre fonction du marché secondaire est de donner aux autorités monétaires un moyen d'influencer les positions de trésorerie des banques, le désir des banques d'accorder des crédits et la structure générale des taux d'intérêt. Ceci est accompli en injectant ou en retirant des fonds de réserve du marché en achetant ou en vendant des valeurs détenues par la Banque centrale. Ces activités de la Banque centrale sont appelés opérations d'"open market" et sont un outil important du contrôle monétaire [7].

En plus de l'impact direct de ces opérations sur la position des réserves des banques, il existe un effet psychologique exercé sur les participants aux marché secondaire. De surcroît, des opérations d'open market portant sur des volumes importants ou une activité engagée à un moment inhabituel de la journée (juste avant ou après une réunion du Conseil de la Banque centrale par exemple) peuvent avoir l'effet d'annoncer des mesures monétaires à venir.

Enfin, l'une des fonctions du marché secondaire est d'établir un taux de référence qui permet une comparaison avec tous les autres taux comme base de décision pour l'achat ou la vente de valeurs. Ainsi, le taux de référence pour les bons du Trésor à un an peut constituer, dans le cas d'une courbe croissante normale des taux d'intérêt par échéance, une base qui sert à fixer les taux des autres valeurs mobilières jusqu'à l'échéance la plus lointaine des bons du Trésor. Ces jugements reflètent la perception des acheteurs et vendeurs quant à la valeur du taux de l'argent pour différentes périodes pour un continuum d'échéances données.

---

[7] L'existence d'un marché global et actif d'instruments de la dette du Trésor aux Etats-Unis est crucial pour l'application de la politique de la Réserve fédérale. Elle utilise les opérations d'open market comme son principal instrument pour apporter des ajustements rapides aux volumes de la monnaie et du crédit. Nous n'essaierons pas d'expliquer ici le système compliqué qui s'est développé aux Etats-Unis. Cette question est approfondie dans une publication de la Federal Reserve Bank of New York intitulée U.S. Monetary Policy and Financial Markets, disponible auprès de l'U.S. A.I.D ou du Ministère des finances.

Pour opérer de manière efficace, les marchés secondaires ont besoin de beaucoup de publicité concernant les volumes échangés, la fourchette des taux et les taux moyens des transactions dans le marché primaire et le marché secondaire ainsi que le type de valeurs et les échéances achetées et vendues. Dans certains pays, cette publicité est réalisée par une présence de la presse aux séances d'adjudication et aux rapports faits à la presse financière concernant les résultats de l'activité quotidienne. L'association des intermédiaires ou une presse dynamique peut stimuler cette fonction publicitaire. Dans d'autres cas et en particulier lorsque des telles organisations n'existent pas et que la presse n'est pas sensible au besoin de communiquer ces informations au public, ce sont les autorités monétaires qui ont la responsabilité de publier ces informations ou de confier cette publication à une agence de presse de l'Etat. Sans ces informations, acheteurs et vendeurs ne peuvent pas se faire une opinion intelligente sur les taux d'intérêt à facturer ou à payer.

B. Pourquoi est-il nécessaire de créer un marché secondaire au Maroc?

En général, un marché secondaire pourrait offrir des avantages significatifs au Trésor, à la Banque centrale, aux investisseurs publics et aux entreprises qui empruntent et contribuer à la mise en oeuvre de la réforme du secteur financier. Il permet d'améliorer les procédures d'ajustement des liquidités, accroît les chances de diminuer le recours aux emprunts à la Banque centrale et complète le marché inter-bancaire. De plus, il élargit la participation du secteur privé aux activités du secteur financier. On trouvera ci-dessous certains avantages particuliers du marché secondaire:

- En posant l'hypothèse que le public est correctement informé des activités du marché secondaire, ce marché constitue un outil pour organiser l'épargne nouvelle et pour vendre les bons du Trésor à un plus grand nombre d'acheteurs et en volumes plus importants. Les nouveaux acheteurs de bons du Trésor seront attirés par un marché secondaire car la concurrence tend à créer de meilleurs prix. Une bonne campagne de promotion et un bon réseau d'agences de commercialisation attireront un nombre encore plus élevé d'investisseurs dans ce marché.

- Un marché secondaire offre aux investisseurs un circuit pour négocier les valeurs mobilières avec l'assurance d'une liquidité instantanée. Au fur et à mesure qu'il se développe, un marché de plus en plus important pourrait être créé où les emprunteurs pourront obtenir des crédits de financement à court terme au moyen d'émissions primaires.

- Le marché secondaire offre un outil supplémentaire aux banques pour ajuster leur trésorerie en dehors de la facilité de crédit de la Banque centrale car il permet d'utiliser la partie non-obligatoire des bons du Trésor dans le portefeuille en tant que source de trésorerie. De plus, le marché secondaire

permet aux banques de réduire progressivement leurs bons du Trésor en portefeuille lorsque les achats obligatoires de bons du Trésor sont réduits.

- Il devrait encourager un réalignement des relations entre les impôts, les échéances et les taux d'intérêt dans l'éventail des instruments d'emprunt du Trésor car les prix du marché libre fixent le taux de rémunération des fonds bloqués pour de plus longues périodes et opèrent un ajustement selon que les valeurs mobilières sont imposables ou exonérées d'impôts [8].

- Le marché secondaire permet de satisfaire l'un des autres objectifs du programme de réforme du secteur financier: il favorise une plus grande concurrence dans le secteur bancaire. Les banques qui ont le moins recours à la Banque centrale pour leur trésorerie se feront une concurrence de plus en plus vive sur le marché inter-bancaire et sur le marché secondaire pour se procurer des fonds à moindre coût. Les banques qui offriront alors les prêts aux taux d'intérêt les plus faibles à leurs clients pourront accroître leur part de marché et réaliser des bénéfices plus élevés que leurs concurrents. Ces avantages devraient permettre d'améliorer la gestion des banques et inciter les actionnaires à plus d'innovation. Ces actions devraient à leur tour renforcer une détermination des taux d'intérêt plus concurrentielle et à terme créer de nouveaux réseaux de crédit compétitifs pour les entreprises.

- La réforme du secteur financier sera aussi stimulée par le fait que la limitation à l'accès automatique et fréquente au crédit de la Banque centrale permettra un meilleur contrôle de l'offre de liquidités sur le marché et de faire jouer réellement à la Banque centrale son rôle de bailleur de fonds de dernier ressort.

C. Pourquoi ne pas utiliser uniquement le marché inter-bancaire?

Compter sur le seul marché inter-bancaire en tant que source de liquidité mis à part la Banque centrale présente un certain nombre de problèmes. Le marché inter-bancaire présente les carences suivantes:

- Il n'a permis de canaliser qu'un faible volume de crédits par rapport à la taille des banques concernées (en moyenne 388 millions de dirhams en 1989, par rapport au montant de 8,1 milliards de dirhams des avances moyennes mensuelles à taux variable et 3,9 milliards de dirhams pour les avances moyennes mensuelles à taux fixe de la Banque centrale) et n'a pas permis de

---

[8] Voir annexe C concernant les recommandations de l'éventail des échéances des valeurs émises par le Trésor.

déterminer de taux de référence, excepté peut être comme base de comparaison pour le taux de réescompte.

- Comme dans tout autre marché inter-bancaire, la trésorerie nécessaire est fournie par des concurrents, ce qui met fréquemment les banques à la merci de ces derniers. Dans le cas du petit marché inter-bancaire au Maroc, cette caractéristique est d'autant plus gênante car il semble que la trésorerie est apportée par la BMCE, le CPM et la CNCA.

- De par sa nature même, le marché inter-bancaire ne permet d'activités que sur la trésorerie des banques et des OFS plutôt que d'attirer d'autres sources de liquidités dans l'économie.

- Les volumes et les taux de transactions sur le marché inter-bancaire ne sont actuellement pas publiés, alors que ces informations pourraient intéresser les investisseurs et les emprunteurs. Quelques maigres informations sur ces sujets sont publiées dans le rapport annuel de la Banque Al-Maghrib et dans les rapports du Comité du crédit et du marché financier, qui ont une diffusion très restreinte.

Le marché secondaire pourrait corriger la plupart des déficiences du marché inter-bancaire et présente un énorme potentiel :

- Le marché secondaire fournira une base à partir de laquelle l'activité sur les bons du Trésor à court terme pourra évoluer pour créer une activité sur les bons à long terme, tandis que le marché inter-bancaire reste limité aux échéances plus courtes (c'est-à-dire les transactions au jour le jour).

- Il donne aussi à long terme la possibilité d'offrir des crédits aux sociétés, tandis que l'accès au marché inter-bancaire est limité aux banques et à quelques organismes financiers spécialisés. En accroissant les ressources financières mises à la disposition des entreprises privées on pourra renforcer l'objectif de croissance économique.

- La concurrence n'est pas vigoureuse sur le marché inter-bancaire mais pourrait constituer l'un des principaux avantages du marché secondaire car il y aurait plus d'intervenants en concurrence sur les bases du risque, des prix et des bénéfices.

- Le marché secondaire offre une possibilité de diffusion d'informations récentes sur les taux pratiqués et les volumes des échanges et stimulera la redynamisation de la Bourse des valeurs, qui constitue un autre volet du programme de réforme du secteur, en faisant la preuve d'échanges satisfaisants sur les valeurs à court terme.

- En n'ayant que le marché inter-bancaire pour toute source de liquidités, la menace des emprunts au guichet d'escompte plane constamment, tandis que le marché secondaire offre une autre possibilité que le recours fréquent aux emprunts à la Banque centrale.

- Bien que la création du marché secondaire constitue une petite mais néanmoins importante étape de la réforme du secteur financier, le recours au seul marché inter-bancaire ne constitue pas un réel progrès.

Si les autorités monétaires ont recours au seul marché inter-bancaire, cette approche risque de se révéler inefficace car le volume des crédits d'ajustement disponibles un jour donné peut se révéler insuffisant pour satisfaire les besoins des banques. En revanche, le marché secondaire complète le marché inter-bancaire en offrant un volume plus important de crédits d'ajustement sans recours à la Banque centrale.

Le contrôle de la masse monétaire est un ingrédient clé de l'endiguement des pressions inflationnistes dans une économie de marché. Alors que le Maroc évolue vers la réforme financière, y compris les contrôles indirects plutôt que directs, les autorités monétaires devront déterminer le taux de croissance désirable de la masse monétaire et ajuster leurs politiques pour parvenir à ce taux. Si ces politiques sont axées vers des taux de croissance de la masse monétaire nettement supérieurs à ceux nécessaires comme force d'équilibre et de stabilisation de la croissance du PNB, des contrôles rigoureux et des investissements forcés seront alors requis. Mais ces politiques ne feront que renforcer l'opinion des plus sceptiques selon laquelle la réforme du secteur financier ne produira que peu de changements, et que le système de l'encadrement survivra sous un autre nom qui est celui de "contrôles indirects". La liquidité du marché sera encore assurée par le recours au crédit de la Banque centrale et son contrôle de la masse monétaire ne sera pas aussi efficace qu'il est souhaitable.

Si, en revanche, les autorités monétaires visent des taux de croissance de la masse monétaire en équilibre avec le taux de croissance du PNB, cette restriction de la liquidité pourrait entraîner une baisse des achats discrétionnaires de titres du Trésor et une montée des taux d'intérêt. De plus le marché inter-bancaire risque ne pas pouvoir satisfaire les demandes de liquidité et la Banque centrale serait forcée d'injecter des réserves à travers le guichet de réescompte, perdant ainsi l'une de ses mesures de contrôle de la masse monétaire.

Par conséquent, quelle que soit l'approche adoptée, si l'on s'appuie exclusivement sur le marché inter-bancaire, il n'y aura que peu de changements par rapport à l'ancien système des contrôles directs et les autorités n'auront réalisé que peu de progrès pour améliorer le contrôle de la masse monétaire. D'une façon ou de l'autre, les contrôles monétaires ne pourraient contribuer que très modestement à la réforme du secteur financier. Chacun peut comprendre le désir de maintenir un contrôle étroit du système bancaire et l'hésitation à adopter une méthode de contrôle encore inconnue, mais si l'on souhaite que le Maroc progresse vers un système financier plus ouvert et davantage axé sur le marché, il sera nécessaire de prendre quelques risques mesurés, y compris dans la gestion de la politique monétaire.

IV. RECOMMANDATIONS: DEVELOPPEMENT D'UN MARCHE SECONDAIRE D'INSTRUMENTS DE FINANCEMENT A COURT TERME AU MAROC

A. Bons du Trésor

Nous recommandons la création d'un marché secondaire de bons du Trésor à 3, 6 et 12 mois au Maroc au cours de 1991.

La portée limitée de cette recommandation reflète le fait que nous tenons compte des changements importants qui pourraient résulter de la suppression de l'encadrement et l'importance de maintenir la stabilité du système financier lors de la mise en oeuvre du programme de réforme du secteur financier. Durant cette période transitoire, la réaction des autorités monétaires et des dirigeants des banques commerciales est particulièrement importante. Ces deux groupes se trouvent maintenant devant une phase critique de mise en oeuvre de la réforme du secteur financier.

A la Banque centrale et au Ministère des Finances, vu l'influence du passé de l'encadrement - ses contrôles directs et sévères sur l'allocation des avoirs bancaires et sur les taux d'intérêt - le passage aux contrôles indirects créera un certain flottement dont on devra tenir compte pour la mise en oeuvre du nouveau cadre réglementaire.

Pour les dirigeants des banques, un passé de bénéfices élevés, de faibles pertes sur les crédits et des responsabilités minimes exercées pour l'affectation de la plus grande partie des actifs a créé une résistance et un certain scepticisme quant aux changements. Les banques seront brutalement confrontées à un changement profond des contrôles et recevront une certaine marge de manoeuvre pour octroyer des crédits et en même temps à une détermination de quelques taux d'intérêts par le marché; autant de bouleversements qui pourront leur paraître révolutionnaires par rapport à la gestion habituelle de leurs affaires. Il n'est donc pas surprenant que les dirigeants des banques soient quelque peu sceptiques quant aux changements mis en oeuvre même si la plupart d'entre eux ont été informés des plans de réforme et que certaines altérations ont déjà été apportées aux contrôles directs durant les douze derniers mois.

Compte tenu des circonstances et conditions particulières décrites ci-dessus, nous recommandons que les autorités opèrent avec beaucoup de prudence lors de la création du marché secondaire. De même, le choix et le degré de rigueur des nouveaux contrôles indirects devront se faire avec précaution. Cette prudence devra se poursuivre jusqu'à ce que les dirigeants des banques entrent de plein pied dans ce nouveau monde de réforme du secteur financier et donnent la preuve de leur volonté et de leur compétence à gérer leurs nouvelles responsabilités. Ceci ne veut pas dire que les programmes de réforme ne doivent pas être engagés mais simplement que l'on doit opérer une évolution prudente et par petites étapes. Nous recommandons, par conséquent, de créer un marché secondaire d'un champ limité.

Les plus grands changements que nous recommandons seraient la création de courtiers pour le marché primaire (ou l'adjudication) en vue de garantir les nouvelles émissions de bons du Trésor à court terme et parallèlement, de faire le lien entre ces intermédiaires et le marché secondaire. La garantie d'émission par les courtiers exige qu'ils souscrivent leur proportion des émissions de bons du Trésor et font de leur mieux pour vendre ces titres aux investisseurs finaux ou les détiennent dans leurs portefeuilles propres. La réglementation, l'examen et la surveillance nécessaires pour protéger le marché des abus, pour assurer le contrôle sur l'octroi excessif de crédits et pour garantir le fonctionnement effectif et efficace du marché secondaire, sont implicites dans les recommandations. On y reconnaît également la nécessité de s'assurer que le capital social est suffisant, qu'il existe des réserves adéquates pour couvrir les pertes sur les crédits et que la Banque centrale contrôle la masse monétaire de manière satisfaisante.

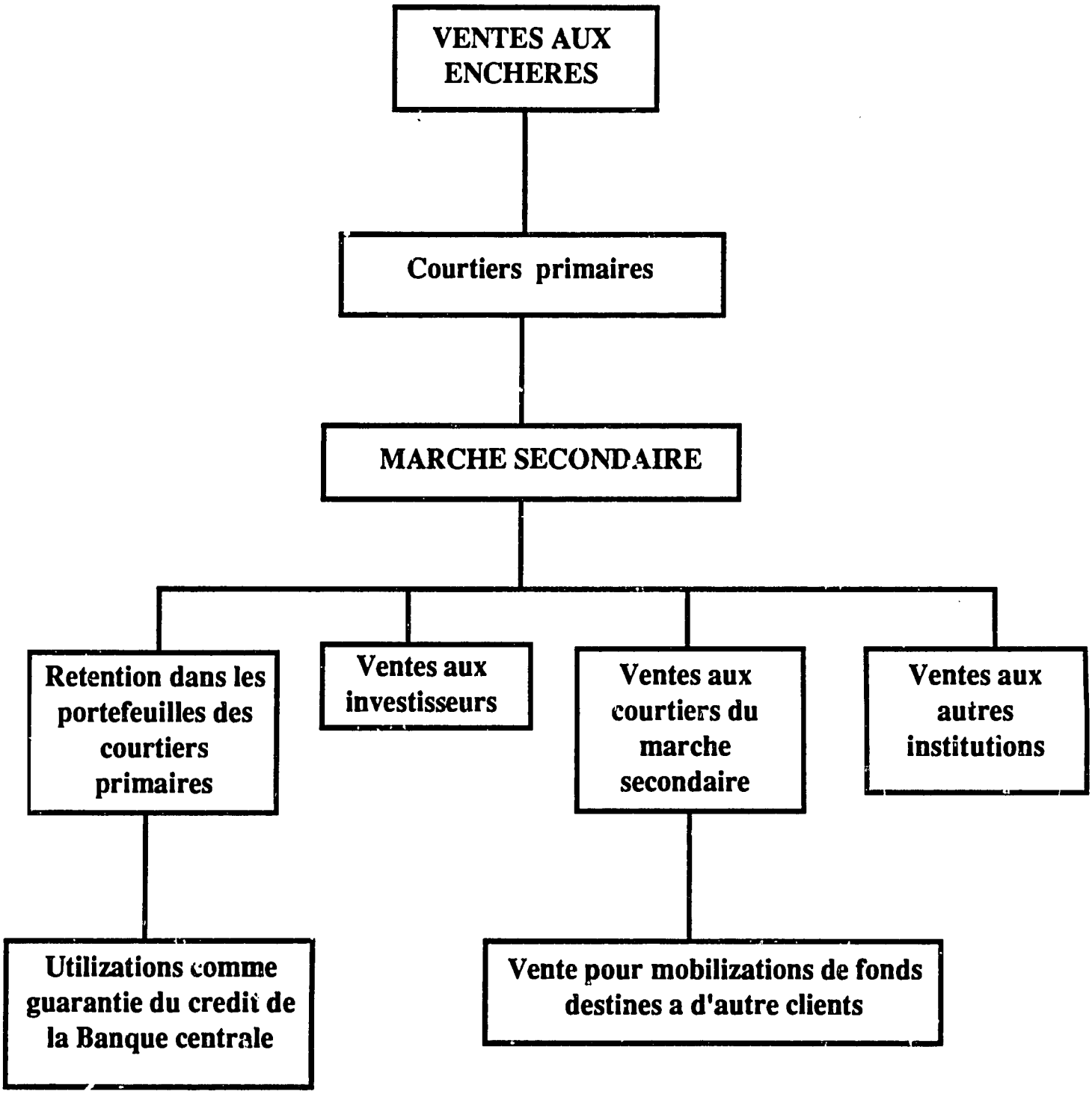
Pour le courtier, les responsabilités spéciales et la volonté d'assumer les charges de la garantie d'émission se traduisent par les bénéfices potentiels tirés de la distribution. Après la distribution initiale sur le marché primaire, les autres établissements financiers peuvent participer aux ventes sur le marché secondaire. Les intermédiaires sur le marché secondaire continuent de pouvoir bénéficier de ventes importantes auprès des investisseurs finaux avec les commissions correspondantes mais sans les charges de la garantie d émission. La différenciation entre les intermédiaires du marché primaire, ceux du marché secondaire et les autres participants ne jouant pas le rôle d'intermédiaires devra être faite très soigneusement et avec un esprit de communication très ouvert. Dans l'hypothèse où l'on met en place plus tard des ratios de réserves plus faibles, on pourrait organiser le marché secondaire comme le montre la figure 1.

Pour que le marché secondaire fonctionne de manière effective et efficace, il faudra que le volume échangé soit suffisamment élevé et que les échéances offertes sur le marché primaire soient peu nombreuses pour que l'activité sur le marché secondaire n'ait lieu que sur ces quelques échéances. Les échanges sur un nombre limité de valeurs devront se poursuivre jusqu'à ce que les participants aient accumulé suffisamment d'expérience du marché et que la Banque centrale soit assurée que les contrôles sont adéquats pour protéger la solidité et la sécurité des banques et que les contrôles de la masse monétaire sont suffisants.

Un facteur essentiel pour la réussite du marché secondaire est l'activité de la Banque centrale dans l'enregistrement et la réglementation des transactions des intermédiaires du marché primaire ainsi que l'enregistrement comptable des activités du marché secondaire. Le système de l'enregistrement en compte courant est très important pour assurer le bon fonctionnement du marché et devra être encouragé. La livraison des valeurs et les documents indiquant la propriété des titres détenus par des organismes non-bancaires et les acheteurs privés devra peut être se faire dans des sous-comptes spéciaux des banques. De plus, la Banque centrale devra assurer la publication des taux, volumes d'activité et prix pour les adjudications et le marché secondaire. La qualité des informations est un facteur clé qui conditionne la réussite ou l'échec de ces deux marchés.

Figure 1

ORGANISATION POTENTIELLE DES MARCHES SECONDAIRES



De surcroît, la Banque centrale devra soigneusement étudier les types de contrôles et les mesures de supervision qui seront nécessaires dans ce système bancaire plus ouvert. Nous imaginons qu'elle mènera des inspections plus intensives et développera la supervision par le biais d'analyses de ratio. Avec une mise en oeuvre judicieuse des réserve obligatoires et en diminuant davantage le recours à l'escompte, la Banque centrale devrait pouvoir poursuivre sa politique d'austérité monétaire et reprendre le contrôle de la masse monétaire. Les autorités monétaires devront annoncer aussi tôt que possible en 1991 leur programme de réforme de la réglementation, des contrôles et nouvelles mesures. L'annonce des directives de politique monétaire serait particulièrement cruciale dans les domaines suivants :

- Maintien ou élimination progressive des achats obligatoires de titres d'Etat et publication du calendrier de ce programme

- Maintien ou non du contrôle des taux d'intérêt, pour les échéances de trois mois par exemple

- Accès au guichet d'escompte et publication de l'information relative aux taux, y compris de la fréquence de publication prévue

- Maintien ou élimination progressive des plafonds sur les billets de trésorerie ainsi que la réglementation sur la détention de ces valeurs en portefeuille par les banques pour vente ultérieure.

L'annonce du calendrier de l'élimination progressive de tous les bons du Trésor excepté pour les échéances de 3, 6 et 12 mois est aussi importante pour la création d'un marché secondaire. Parallèlement, il serait souhaitable que le Trésor annonce ses projets sur le volume des émissions qui auront lieu durant le reste de 1991.

L'annonce de la création d'un marché secondaire à la fin du troisième semestre serait aussi évidemment décisive. Cette annonce devrait présenter autant de données et d'informations sur le marché que possible, avec une indication de l'organisation envisagée pour ce marché ainsi que le planning de mise en oeuvre de ces changements. Une annonce même préliminaire indiquant que le Trésor examine la possibilité de créer un marché secondaire pour les valeurs mobilières permettrait aux banques, aux institutions financières et mêmes aux investisseurs particuliers de savoir qu'un nouveau changement est possible.

B. Les billets de trésorerie

Nous recommandons de faire débuter les échanges de billets de trésorerie sur le marché secondaire un peu plus tard

Une fois que le marché secondaire des bons du Trésor fonctionnera de manière satisfaisante et que le Trésor, la Banque centrale, les entreprises et les particuliers commenceront à en récolter les fruits, la création d'une activité sur les billets de trésorerie pourra avoir lieu.

Entre temps, il devrait être permis aux banques de poursuivre leur activité d'intermédiaire pour les billets de trésorerie pour lesquels elles donnent leur aval. Les autorités monétaires devraient faire l'expérience d'une libéralisation progressive des plafonds en se référant à un pourcentage du capital social comme principale mesure de contrôle.

Un marché de billets de trésorerie est une question compliquée qui demande un degré élevé de connaissances techniques et financières. Il s'agit fondamentalement d'un marché non réglementé où la discipline est assurée par les agences de cotation et les investisseurs. C'est particulièrement le cas dans le marché des billets de trésorerie sans garantie où la valeur du billet repose intégralement sur la solidité financière de la société d'émission. Certaines sociétés émettent des billets soutenus par des lignes de crédit bancaire et, pour les sociétés les moins connues, c'est la seule façon réaliste de participer à ce marché.

Dans les pays financièrement avancés, les investisseurs en billets de trésorerie comprennent les fonds d'investissement sur le marché monetaire, les caisses de retraite, les compagnies boursières et les particuliers. Puisqu'il s'agit d'un marché non réglementé, la participation bancaire est plus limitée que sur le marché du crédit bancaire ordinaire.

S'agissant du Maroc, nous suggérons que ce marché soit utilisé avec retenue jusqu'à ce que le degré de perfectionnement financier augmente et que la croissance du secteur financier privé se développe. Il est incontestable que ce marché des billets de trésorerie devrait être à la disposition des grandes sociétés bien connues mais pour ce qui est des entreprises plus modestes à la capitalisation plus fragile, les crédits bancaires ordinaires avec nantissement adéquat devraient constituer le marché primordial du crédit. Avec l'expansion du marché privé et du crédit bancaire aux entreprises privées, le marché des billets de trésorerie pourra être élargi avec l'établissement d'une réglementation concomitante du type SEC.

On devra examiner la possibilité de permettre aux banques commerciales de négocier ces billets de trésorerie pour de courtes durées (5 jours par exemple) en les détenant en portefeuille, tout en exigeant un rapport quotidien des volumes négociés sur un formulaire ou sur listing informatique destiné à la Banque centrale. Une telle période d'essai permettrait aux banques intermédiaires ainsi qu'aux autres intermédiaires de s'habituer aux caractéristiques de ce marché particulier et de se forger une expérience dans les activités de négociation des valeurs qui ne sont pas émises par le Trésor.

C. Ouverture du marché secondaire à d'autres produits

Au fur et à mesure que l'expérience du marché secondaire s'accroîtra, on devra examiner la possibilité d'introduire de nouveaux produits tels les certificats d'impôts par anticipation, les contrats de réméré et les acceptations bancaires. Bien qu'il ne sera probablement pas possible d'introduire ces produits avant une année ou plus après la création du marché, on devra examiner la réglementation relative à la négociation de ces valeurs.

V. AVANTAGES ET FAISABILITE DU DEVELOPPEMENT DU MARCHE SECONDAIRE

A. Avantages pour le Maroc

Le développement d'un marché secondaire aura d'importantes retombées positives pour l'économie marocaine. La réforme du secteur financier pourra progresser grâce au marché secondaire pour les raisons suivantes : il permettra

- de promouvoir la concurrence en complétant la fonction du marché interbancaire par un accroissement du volume des fonds mis à la disposition du développement du secteur privé ainsi que par une réduction du coût de l'intermédiation financière. Les sources de fonds du marché interbancaire pour financer le développement du secteur privé doivent venir d'une réduction du maintien des émissions publiques dans le portefeuille des banques et d'un accroissement des ventes sur le marché secondaire. En vue de couvrir les besoins de liquidité, les banques doivent être contraintes de se tourner vers elles-même plutôt que d'emprunter à la Banque centrale. Les sources internes aux banques comprennent la liquidation de titres, l'emprunt interbanques et les ventes d'autres actifs.

- d'augmenter l'influence du secteur privé sur la détermination des taux d'intérêt en créant un taux de référence principalement déterminé par le marché.

- d'utiliser de nouvelles sources d'épargne et d'élargir la vente des titres du Trésor à un plus grand cercle d'investisseurs qui recherchent les liquidités offertes par le marché.

- de faciliter l'élimination du système d'encadrement en créant une nouvelle source de liquidité pour les banques, permettant ainsi une réduction des avances de la Banque centrale et un meilleur contrôle de la masse monétaire.

- d'augmenter les moyens à la disposition de la Banque centrale pour mieux exercer les contrôles indirects en créant un marché sur lequel les opérations d'open market permettraient de donner des indications sur la politique monétaire aux banques.

Une large diffusion des informations concernant les taux d'intérêt sur les marchés primaire et secondaire permettrait aux acheteurs et vendeurs de mieux connaître les options existant sur le marché secondaire par rapport aux prêts et taux d'intérêt bancaires. De plus, les banques les plus innovatrices devraient commencer à offrir de nouveaux produits à leurs clients, forçant ainsi les autres banques à des actions concurrentes. S'il est finalement permis aux

banques étrangères de s'installer sur le marché marocain, elles seront moins dépendantes des banques locales pour leur financement et pourraient devenir plus compétitives.

B. Faisabilité

Sur la base des discussions que nous avons eues avec les autorités, il semblerait que la création d'un marché secondaire soit possible dans le contexte légal actuel mais de nouvelles règles et directives seraient nécessaires. Les banques participent déjà aux adjudications et elles détiennent en portefeuille un volume important de bons du Trésor, bien qu'une grande partie soit des achats obligatoires. Leur désir d'acheter des bons devrait augmenter au fur et à mesure que la Banque centrale diminue le recours à l'escompte et aux avances directes ainsi qu'elle devra le faire si elle désire contrôler la masse monétaire tout en abandonnant le contrôle direct des taux et des plafonds de crédit. L'investissement des banques dans les émissions du Trésor devrait s'accroître si le marché secondaire remplit son rôle consistant à permettre la distribution des bons du Trésor aux investisseurs. Cela permettra aux banques d'obtenir des fonds pour leurs opérations de crédit et aux investisseurs de trouver un débouché pour le placement de leurs fonds à court terme.

Les activités sur le marché secondaires ne sont pas totalement étrangères aux banques car elles participent quotidiennement au marché inter-bancaire pour ajuster leur position de trésorerie. Le marché secondaire ne serait qu'un élargissement de ce marché. Quelques banques ont tenté d'introduire de nouveaux produits et services mais se sont apparemment heurtées à la réglementation et aux plafonds imposés. C'est l'indice d'un esprit de concurrence qui devra être encouragé et étendu aux autres banques pour que le marché secondaire élargi s'épanouisse.

Une autre indication de la faisabilité d'un tel marché est le fait que les ventes de bons du Trésor au public ont déjà eu lieu de manière satisfaisante. Même en l'absence de marché secondaire organisé et sana presque aucune publicité, ces ventes ont augmenté de 25 % environ en 1989. De même, en quelques années, le volume de billets de trésorerie en circulation a augmenté très rapidement dès qu'il a été autorisé. La création d'un marché secondaire pourrait contribuer à accroître la demande pour ces deux produits.

En dernier lieu, la plus grande partie de l'infrastructure nécessaire à la création d'un marché secondaire existe déjà. Le développement de l'enregistrement en compte courant à la Banque Al-Maghrib et le droit d'utiliser les comptes de réserves pour les règlements offrent une base de départ pour ces activités.

VI. QUESTIONS PREALABLES

A. Sélection des courtiers

Pour créer un marché secondaire comme il est recommandé, les autorités devront sélectionner des institutions pour jouer le rôle de courtiers. Plusieurs facteurs devront être pris en compte pour opérer cette sélection. Il faudra, tout d'abord, établir le critère de sélection. Nous supposons que les autorités élimineront toute organisation pour laquelle on découvre d'importantes faiblesses dans le portefeuille de prêts ou d'investissements ou qui a un capital social nettement trop faible. D'autres déficiences dans la structure ou la gestion devront être prises en compte dans le processus de nomination et de sélection.

On peut considérer que les autorités dresseront une liste de critères qui permettront d'éliminer les organismes de taille insuffisante ou dont la gestion est trop faible pour leur permettre de jouer le rôle de courtier mais il sera également nécessaire d'établir d'autres critères pour sélectionner ceux qui seront le mieux en mesure de jeter les bases dans ce secteur crucial de la réforme du secteur financier. Voici une liste de critères qui pourraient être retenus :

- Diversité de l'actionnariat
- Couverture et nombre d'agences couvrant le territoire (ou accès à un réseau comparable)
- Avance technologique
- Historique du respect de la réglementation et des autres programmes de l'Etat
- Preuves de la volonté d'offrir de nouveaux types de crédits et de services aux clients

et bien sur:

- Solidité financière pour assurer les fonctions d'intermédiaire, y compris un capital suffisant [9].

L'étape suivante de ce processus est probablement la sélection des moyens d'encouragement que les autorités choisiront pour rémunérer les intermédiaires, tels les commissions de soumission et le degré avec lequel le coût de tenue des inventaires nécessaires à l'exercice de l'activité d'intermédiaire doit être compensé par des crédits spéciaux de la Banque centrale ou

---

[9] Pour des renseignements sur les critères utilisés dans la sélection des courtiers aux Etats-Unis, se reporter à l'appendice E.

des réserves obligatoires réduites, jusqu'à ce que les intermédiaires aient fait la preuve de leur capacité à supporter ces coûts eux mêmes.

Parallèlement à ces décisions d'encouragement, on devra décider des mesures d'inspection et de supervision supplémentaires pour les intermédiaires et leurs filiales. Le coût en temps et l'enregistrement comptable ainsi que l'acceptation d'une supervision plus étroite devra être indiqué aux institutions qui se proposent de jouer le rôle d'intermédiaires. Les autorités devront clairement délimiter les rôles et les responsabilités des courtiers pour qu'ils puissent mieux appréhender ce que l'on attend d'eux.

Bien qu'il soit possible qu'un nombre suffisant de banques et autres institutions financières soient qualifiées pour remplir ces fonctions, on peut aussi envisager qu'un peu d'organismes acceptent de jouer ce rôle et que l'exercice de pressions se révèlera nécessaire. Avant de décider d'exercer une pression gouvernementale, on déterminera tout d'abord le nombre exact d'intermédiaires devant intervenir sur le marché secondaire. Etant donné la taille du secteur financier au Maroc, ce nombre d'intermédiaires sera au moins de quatre mais ne pourra être supérieur à sept. Un volume de transactions suffisant devra être traité afin d'assurer aux intermédiaires un profit raisonnable ainsi que la possibilité d'agir comme teneurs de marché.

Une autre décision importante dans le processus de sélection sera de savoir si d'autres organisations en dehors des banques pourraient jouer le rôle de courtier. Etant donné l'absence générale de concurrence entre les banques et l'ouverture d'esprit dans certaines compagnies d'assurance et Caisses, ces types d'organismes pourraient être envisagés pour ce rôle, sous réserve que les obstacles relatifs à leurs relations avec la Banque centrale, à l'exercice de leur autorité opérationnelle et à la réglementation des investissements puissent être aplanis. Si la CDG ou les compagnies d'assurance se qualifient comme courtiers, une forme d'accord devra être mis au point sur la réglementation et les procédures de contrôle opérationnel.

Les autorités devront aussi étudier le meilleur moyen d'informer le secteur financier sur le nouveau programme de réforme. Ce sujet est très important et une conférence spéciale devrait être organisée à l'intention des dirigeants des organismes qui seront des intermédiaires potentiels, suivie de sessions de travail avec le personnel chargé des opérations en même temps que les directions générales. Une fois que les décisions auront été prises concernant les critères de sélection et qu'on aura suscité l'intérêt des institutions, des propositions écrites devront être envoyées à chaque organisation qui serait un intermédiaire potentiel. Une communication et une consultation transparentes entre les parties concernées devra être établie pour créer une atmosphère de coopération et de compréhension des intérêts mutuels.

En dernier lieu, le nouveau programme devra être communiqué à toutes les institutions financières, aux investisseurs et emprunteurs potentiels une fois que les "règles du jeu" auront été fixées. La plus grande publicité possible devra être faite pour atteindre toutes les personnes ou organisations qui pourraient participer à ce nouveau marché.

B. Contrôle et réglementation

La réglementation et le contrôle font partie intégrante des questions qui détermineront le développement d'un marché secondaire. En plus des décisions concernant la politique monétaire qui devront être prises et communiquées aux banques et aux autres institutions du secteur financier, diverses dispositions réglementaires et de contrôle affecteront directement la création d'un marché secondaire satisfaisant. Au fur et à mesure que les banques recevront davantage de marge de manoeuvre pour financer le développement du secteur privé, davantage de capitaux seront nécessaires comme protection des risques de crédit. Il conviendra, de même, de souligner les réserves pour pertes sur prêts. S'agissant des réserves pour pertes sur capital et sur prêts, des ratios bien compris et publiés devront être annoncés. On devra prendre des décisions concernant la durée pendant laquelle l'une d'elle peut emprunter à la Banque centrale dans des conditions normales et le taux à payer pour ces emprunts et les communiques aux banques. De même, les conditions d'emprunt à des taux de pénalité devront être précisées, tandis que les conditions d'emprunt en cas d'urgence et les taux appliqués resteraient plus flous.

Les autorités monétaires devront décider si le taux d'escompte doit être utilisé comme taux de référence possible ou s'il doit être utilisé avec parcimonie afin de communiquer des informations sur la politique de crédit et les conditions générales de financement de la Banque centrale. Si ce dernier rôle est choisi, des changements moins fréquents du taux d'escompte devront avoir lieu pour renforcer l'effet d'annonce et l'impact psychologique. Au fur et à mesure que le marché secondaire se développera il sera de moins en moins nécessaire d'utiliser le taux d'escompte comme taux de référence étant donné que le taux des adjudications et que les taux négociés sur le marché secondaire deviendront les taux de référence du marché libre. Le développement d'un marché secondaire élargira l'influence du secteur privé sur les taux d'intérêt plutôt que de recourir uniquement à la détermination par l'Etat. Ce n'est qu'en cédant cette influence au secteur privé que la détermination des taux d'intérêt par l'Etat peut être réduite.

Une importante décision à prendre est celle concernant le contrôle des titres du Trésor obligatoirement détenus en portefeuille par les banques et autres organismes pour une utilisation dans le cadre de l'escompte, et l'autorisation ou le refus de permettre leur négociation sur le marché. La décision concernant les valeurs futures obligatoires est cruciale, à savoir s'ils devront être gelés aux niveaux actuels; représenter, comme auparavant, un pourcentage des nouveaux dépôts; ou être éliminés progressivement selon un calendrier déterminé. Quelle que soit la décision prise sur les valeurs devant obligatoirement figurer dans le portefeuille, il est essentiel qu'elle soit communiquée aux futurs participants potentiels du marché secondaire pour éviter toute incertitude sur cette question.

C. Préoccupations potentielles des banques

Les autorités devront être conscientes du fait qu'un certain nombre de questions risquent d'être soulevées par les banques commerciales. Lorsque les banques examineront le nouveau programme de création du marché secondaire, elle devront décider si elles soutiendront la création de ce marché ou au contraire y résisteront, décider d'être ou non un intermédiaire actif, ou un participant actif ou une partie agissant à contre-coeur. Il y aura dans toutes les banques une diversité d'opinions qui influenceront la décision finale. Dans toutes les banques on évaluera la position par rapport aux concurrents et la vulnérabilité potentielle par rapport aux autres banques et institutions financières non bancaires. Cette analyse déterminera la décision finale. Par exemple, la composition actuelle de son portefeuille d'investissements et de crédits par rapport à la concurrence seront des facteurs importants. De même, la situation géographique de ses agences et la solidité de ses sources de financement par rapport aux autres banques influenceront probablement son opinion. Une autre question qui sera soulevée par chaque banque est la composition actuelle de ses activités de détail, de gros et de ses activités spécialisées par rapport à ses concurrentes.
Des questions relatives aux domaines suivants seront probablement soulevées :

- Le degré de dépendance par rapport à quelques clients importants et si leur activité risque d'être mise en danger dans un environnement concurrentiel
- L'historique de leur position de trésorerie
- L'exposition à une demande importante de liquidités au titre des engagements concernant l'impôt sur les sociétés
- La situation actuelle du capital et situation si la banque devient un intermédiaire
- Les possibilités de mobiliser de nouveaux capitaux
- La situation des réserves par rapport aux taux de croissance actuels et futurs des réserves obligatoires
- Le niveau de développement technologique
- La qualité de sa direction
- La perception de la qualité de la gestion des autres banques
- Les relations antérieures avec la Banque centrale.

Ces questions et d'autres influenceront la décision des banques qui devront décider ou non d'apporter leur soutien à ce marché et de devenir un intermédiaire.

Chaque banque en position d'intermédiaire potentiel devra étudier sa situation par rapport aux autres banques, ses chances de succès, son revenu net et sa part de marché anticipés en tant que banque intermédiaire. Si la banque pense qu'elle pourra acquérir des parts de marché en devenant un intermédiaire et si ses dirigeants sont prêts à prendre des risques, elle pourra décider de rechercher ce statut. En dernier lieu, chaque banque a sa propre perception d'une réforme totale du marché financier et du degré de résistance aux changements apportés par l'Etat. Ces facteurs influenceront certainement le désir des banques de prendre le risque de devenir des intermédiaires.

De surcroît, un marché secondaire stimulera la concurrence entre banques lorsque les firmes individuelles chercheront de nouveaux clients et accroîtront leur part du marché. Cette concurrence se fera sur la base des taux comme des services ainsi que de la disponibilité des prêts ou autres moyens de financement chez les institutions financières. Cette nouvelle concurrence réduira le vieux système des relations entre les emprunteurs et les propriétaires ou autres particuliers situés dans des positions stratégiques. De même, le rôle de l'Etat dans la détermination de l'allocation du crédit sera minimisé.

D. Questions relatives aux risques

Les risques financiers existent dans tous les pays. Certains de ces risques sont prévisibles et d'autres non. Les banques marocaines sont habituées à un environnement relativement prévisible et il leur sera tout d'un coup demandé de prendre vis à vis de la concurrence des risques qu'ils ont évité jusqu'ici. Leurs investissements importants en bons du Trésor sont pratiquement sans risque. Le secteur bancaire devra cependant être encouragé à offrir un meilleur service au secteur privé et être un facteur de développement de l'économie.

Dans le nouveau monde de la réforme du secteur financier, il sera demandé aux banques de prendre le risque d'offrir des crédits à un segment plus large de l'économie et de rechercher les dépôts et l'épargne qui ont été négligés jusqu'ici. Nous ignorons comment les banques répondront à ce défi.

De même, l'abandon du système de plafonnement des crédits et du contrôle des taux d'intérêt représente un risque pour les autorités monétaires. Elles devront contrôler le volume de crédit qui permet une croissance sans inflation et freiner les banquiers trop agressifs au moment opportun. Le manque de progrès dans la mise en oeuvre des réformes financières est cependant un autre danger pour les autorités. La prudence sera de mise lors de ces réformes mais quelques risques devront incontestablement être pris lors de leur introduction.

Les autorités devront en particulier concevoir un système de contrôles indirects de manière à offrir une plus grande marge de manoeuvre aux banques. Sans cela, les contrôles indirects seront tout aussi contraignants que le système de l'encadrement. Pour créer un secteur financier plus concurrentiel et apte à répondre aux défis, ainsi que laisser les lois du marché déterminer les taux d'intérêt, il sera nécessaire que les autorités relâchent quelque peu les restrictions.

Une réforme financière comporte toujours certains risques et il est important que les mesures soient prises en s'efforçant d'éviter les problèmes de caractère systémique. Si les réformes préoccupent les intermédiaires financiers au point qu'ils cessent d'opérer effectivement ou si les dépositaires s'inquiètent de la sécurité et de la fiabilité de leurs banques au point de retirer leurs dépôts, les réformes sont alors excessives et nuisibles pour l'économie marocaine. De toute évidence, personne ne recommande de réformes aussi drastiques. Les attitudes et jugements officiels sur le contrôle réglementaire doivent toujours suivre de près la possibilité d'échecs systémiques. Il faudra résoudre attentivement et judicieusement les conflits qui existent entre ces facteurs et prendre quelques risques sans abandonner le contrôle du système.

E. Questions relatives aux produits offerts sur le marché

Enfin, il faudra traiter certaines questions relatives aux produits qui seront offerts sur le marché secondaire. En créant le marché secondaire et en offrant seulement des bons du Trésor, quelques observateurs diront que les besoins du secteur privé par rapport aux nouvelles offres de crédits ne sont pas immédiatement satisfaits. Un groupe de pression pourrait se développer en vue de l'introduction des valeurs à long terme sur le marché. D'autres personnes pourraient aussi demander l'autorisation de négocier immédiatement les billets de trésorerie sur le marché secondaire. Une approche consistant à offrir les bons du Trésor durant la phase initiale est certainement l'approche la plus conservatrice et la plus prudente, permettant au marché de se développer et d'atteindre sa maturité à un rythme raisonnable.

Néanmoins, pour créer un marché secondaire viable, un volume suffisant devra être développé pour un nombre relativement réduit d'instruments afin d'assurer une activité rentable pour les intermédiaires et un système d'ajustement des liquidités fonctionnant sans heurts. Si ces deux objectifs ne sont pas atteints, le marché dépérira et ne pourra pas contribuer à la réforme du secteur financier.

ANNEX A:

ENCOURS DE LA DETTE INTERIEURE DIRECTE

ENCOURS DE LA DETTE INTERIEURE DIRECTE

PAR ECHEANCE

(EN MILLIONS DE DIRHAMS)

	Dec. 1988	Dec. 1989	Aout 1990
Court Terme	27,010	28,388	29,209
(1 An ou moins)	(53.7%)	(49.8%)	(49.4%)
Moyen Terme	13,335	16,655	17,423
(2 à 5 Ans)	(26.5%)	(29.2%)	(29.5%)
Long Terme	9,997	12,013	12,446
(Plus de 5 Ans)	(19.8%)	(21.0%)	(21.1%)
TOTAL	50,342	57,056	59,078

Source: Ministere des Finances
Service de la Dette Interieure

ENCOURS DE LA DETTE INTERIEURE DIRECTE

PAR SOUSCRIPTEUR

(EN MILLIONS DE DIRHAMS)

	1985	1986	1987	1988	1989
Banques Commerc.	16,734	23,482	26,930	30,481	34,907
(Percent)	(65.4%)	(63.3%)	(60.2%)	(61.2%)	(61.2%)
Bank Al-Maghrib	34	32	111	--	--
Organismes Fin. Specialises	3,446	3,717	2,273	3,275	4,313
Secteur Prive Non-Financier	5,345	9,897	15,414	16,017	17,836
TOTAL	25,572	37,128	44,728	49,773	57,056

Source: Ministere des Finances
Service de la Dette Interieure

ENCOURS DE LA DETTE INTERIEURE DIRECTE

PAR CATEGORIE

(EN MILLIONS DE DIRHAMS)

31 AOUT 1990

	Echeance	Categorie	Encours
1.	1 sem.	Adjudication - Bons du Tresor	591
2.	3 sem.	Adjudication - Bons du Tresor	1,115
3.	5 sem.	Adjudication - Bons du Tresor	166
4.	13 sem.	Adjudication - Bons du Tresor	310
5.	26 sem.	Adjudication - Bons du Tresor	1,475
6.	52 sem.	Adjudication - Bons du Tresor	2,936
7.	6 mois	Sur Formule 3/6 Mois	2,432
	Dette a Courte Terme qui Pourrait Etre Negocier dans un Marche Secondaire		9,025
8.	1 mois	Dette detenue par la BMCE	6,000
9.	6 mois	Plancher des Effets Publics	847
10.	1 ans	Plancher des Effets Publics	13,337
11.	2 ans	BCP Consolidation	500
12.	3 ans	BCP Consolidation	1,084
13.	5 ans	BCP Consolidation	6,265
14.	2 ans	Emprunts Nationaux	1,260
15.	3 ans	Emprunts Nationaux	1,294
16.	5 ans	Emprunts Nationaux	3,832
17.	5 ans	Dette detenue par les Non-Residents	65
18.	5 ans	Banque Mondiale PERL + OFS	3,098
19.	5 ans	Emprunts Obligatoires	25
20.	10 ans	Reserve d'Investissement	1,777
21.	10 ans	Jeune Promoteurs	330
22.	15 ans	Sur Formule	9,428
23.	15 ans	Compte Courrant	755
24.	15 ans	Sahara Dette	156
	TOTAL		59,078

Source: Ministere des Finances
Service de la Dette Interieure

ANNEX B:

STATISTIQUES DES ADJUDICATIONS

OUTSTANDING DOMESTIC PUBLIC DEBT

BY TYPE

(IN MILLION DIRHAMS)

AUGUST 31, 1990

	Maturity	Type/Description	Amount
1.	1 week	Auction - Treasury Bills	591
2.	2 week	Auction - Treasury Bills	1,115
3.	3 week	Auction - Treasury Bills	166
4.	13 week	Auction - Treasury Bills	310
5.	26 week	Auction - Treasury Bills	1,475
6.	52 week	Auction - Treasury Bills	2,936
7.	6 month	Individual 3/6 Certificates	2,432
	Short-Term Debt Potentially Traded in a Secondary Market		9,025
8.	1 month	BMCE Debt Holdings	6,000
9.	6 month	Bank "Plancher" Holdings	847
10.	1 year	Bank "Plancher" Holdings	13,337
11.	2 year	BCP Consolidation	500
12.	3 year	BCP Consolidation	1,084
13.	5 year	BCP Consolidation	6,265
14.	2 year	Emprunts Nationaux	1,260
15.	3 year	Emprunts Nationaux	1,294
16.	5 year	Emprunts Nationaux	3,832
17.	5 year	Non-Resident Bond Holdings	65
18.	5 year	World Bank PERL + S.O.E. Debt	3,098
19.	5 year	Emprunts Obligatoires	25
20.	10 year	Investment Reserve (Companies)	1,777
21.	10 year	Young Entrepreneurs	330
22.	15 year	Non-Bank and Insurance Holdings	9,428
23.	15 year	Bank Holdings	755
24.	15 year	Sahara Debt	156
	TOTAL		59,078

Source: Ministry of Finance
Internal Debt Service

STATISTIQUES DES ADJUDICATIONS DE BONS DU TRESORS - 23 OCT. 1989 AU 11 SEPT. 1990

	23 Oct	7 Nov	16 Nov	5 Dec	19 Dec	5 Jan	17 Jan	23 Jan	7 Fev	15 Fev	23 Fev	5 Mar	19 Mar	29 Mar	4 Avr	16 Avr	23 Avr	15 Mai	4 Jun	12 Jun	19 Jun	29 Jun	18 Jul	1 Aout	9 Aout	16 Aout	22 Aout	29 Aout	5 Sep	11 Sep
Taux Minimum Demande (%)																														
1 semaine	-		--	--	-	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.00	8.00	--	--	8.00	8.00	8.00	8.00
3 semaines	-	-	-	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.25	8.50	--	8.50	8.50	--	--	8.50
5 semaines	--		-	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.50	8.75	9.00	--	--	9.00	8.75	9.00
3 mois	9.10	9.10	9.10	9.20	9.20	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	--	--	9.25	9.25	9.25	9.25	--	--	--	--	9.25	9.50	--	10.00	--	--	--
6 mois	9.50	9.50	9.50	9.50	9.50	--	9.75	9.50	9.75	9.75	9.75	9.75	9.50	--	--	9.75	9.60	9.75	9.75	--	--	--	--	9.75	10.00	10.00	--	--	--	--
1 an	9.62	9.75	9.75	9.75	9.90	--	10.00	10.25	10.25	10.35	10.35	10.35	10.25	10.35	10.50	10.35	10.30	10.45	--	--	--	--	--	--	10.75	10.75	--	--	--	--
Taux Limite Retenu (%)																														
1 semaine	-	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.00	8.00	--	--	8.00	8.00	8.00	8.00
3 semaines	-		--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.25	8.50	--	8.50	8.50	--	--	8.50
5 semaines	-	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.50	9.00	9.00	--	--	9.00	8.75	9.00
3 mois	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	--	--	9.25	9.25	9.25	9.25	--	9.25	--	--	9.25	9.50	--	10.00	--	--	--
6 mois	9.55	9.50	9.55	9.50	9.70	--	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	--	--	9.75	9.75	9.75	9.80	--	--	9.75	--	10.00	10.00	10.00	--	--	--	--
1 an	10.80	9.75	9.75	9.75	9.90	--	10.25	10.30	10.35	10.35	10.35	10.35	10.40	10.40	10.50	10.40	10.45	10.45	--	10.50	--	--	--	--	10.75	10.75	--	--	--	--
Taux Moyen Pondere (%)																														
1 semaine			--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.00	8.00	--	--	8.00	8.00	8.00	8.00
3 semaines	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.25	8.50	--	8.50	8.50	--	--	8.50
5 semaines	-		-	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	8.50	8.82	9.00	--	--	9.00	8.75	9.00
3 mois	9.19	9.13	9.23	9.23	9.23	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	9.25	--	--	9.25	9.25	9.25	9.25	--	9.25	--	--	9.25	9.50	--	10.00	--	--	--
6 mois	9.51	--	9.54	9.50	9.62	--	9.75	9.71	9.75	9.75	9.75	9.75	9.65	--	--	9.75	9.75	9.75	9.75	--	--	9.75	--	--	10.00	10.00	--	--	--	--
1 an	--	-	9.75	9.75	9.92	--	10.18	10.29	10.33	10.35	10.35	10.35	10.34	10.39	10.50	10.38	10.43	10.45	--	10.50	--	--	--	--	10.75	10.75	--	--	--	--
Montant Retenu (Millions Dh)																														
1 semaine	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	40	180	--	--	100	390	200	250
3 semaines	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	18	20	--	50	85	--	--	90
5 semaines	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	50	60	20	--	--	50	68	70
3 mois	430	60	520	180	120	30	110	180	20	120	182	500	50	--	--	70	160	118	30	--	20	--	--	30	20	--	30	--	--	--
6 mois	680	-	370	70	390	--	10	540	200	240	30	500	95	--	--	50	320	250	60	--	--	100	--	80	20	80	--	--	--	--
1 an	--	--	10	20	290	--	70	350	180	30	20	300	625	130	30	60	420	40	--	20	--	--	--	--	20	30	--	--	--	--
	1.110	60	900	270	800	30	190	1,070	400	390	232	1,300	770	130	30	180	900	400	90	20	20	100	100	378	80	160	215	350	268	418

MOYEN MONTANT RETENUE : 378 Million Dh

ANNEX C:

COMPOSITION DE LA DETTE DU TRESOR PAR ECHEANCES

COMPOSITION DE LA DETTE DU TRESOR PAR ECHEANCES

On trouvera ci-après une analyse de la composition de la dette du Trésor par échéances que nous recommandons.[1] Elle a pour but de fournir des renseignements aux personnes qui ne seraient pas familières avec la situation des instruments de la dette du Trésor.

Objectifs de la politique monétaire

Plusieurs objectifs de politique monétaire du Trésor sont directement liés à la composition de sa dette par échéances. Parmi ces objectifs, nous citerons :

- Réduire la proportion du déficit de l'Etat à 2 % du PIB
- Accroître le nombre de détenteurs de la dette, en attirant plus d'épargnants et d'investisseurs en financant une plus grande partie de la dette aux taux du marché
- Intensifier la concurrence au sein du système bancaire.

Organisation et politiques de gestion de la dette du Trésor

La Direction du Trésor fixe les conditions des emprunts du Trésor et les autres sources de financement qu'il mobilise; effectue l'émission des prêts nécessaires au financement du Trésor; et gère le service de la dette qui en résulte. Elle est également chargée de fournir des conseils sur les demandes de titres des émissions obligatoires des institutions publiques et quasi-publiques.

Des données relatives à l'émission et au remboursement des dettes à court et long terme sont collectées et organisées manuellement à partir de différentes sources et en particulier de Bank Al-Maghrib. Des informations synthétiques sont compilées sur la base de l'échéance originelle de chaque émission. Par exemple, un emprunt à quinze ans émis il y a quatorze ans et onze mois sera toujours classé comme une dette à long terme.

---

1 Dans cette étude, deux aspects importants de la dette du trésor, qui sont la dette extérieure et les emprunts des agences gouvernementales comme le Crédit Immobilier et Hôtelier, non pas été traités, car ils ne faisait pas partie de nos termes de référence.

Les calendriers de remboursements couvrant plusieurs années à venir ne sont pas rapidement accessibles.

Les données commentées dans notre étude ont subi l'influence des facteurs suivants :

- Le Service de la dette intérieure n'a pas encore de données informatisées
- Excepté pour une série, les séries pour les années antérieures à 1988 ne sont pas facilement disponibles
- Les calendriers de remboursements effectifs (c'est-à- dire sur une base au comptant) ne sont pas disponibles pour les années postérieures à 1991.

Le système d'information ne produit pas de statistiques exactes sur les montants du principal et des intérêts à acquitter à chaque date de paiement durant les trois mois suivants. Ces données permettent au Service de la dette intérieure de déterminer et de planifier les meilleures périodes pour les nouvelles émissions. Cependant, les montants des nouvelles émissions ne sont pas prévus longtemps à l'avance mais sont déterminés de façon pragmatique quelques jours ou quelques semaines avant les dates d'émission choisies.

Dans la mesure permise par nos recherches, nous n'avons pas entendu parler d'objectifs quantitatifs concernant la combinaison des échéances. Il est évident que le Trésor essaie de tirer avantage de toutes les occasions qui se présentent pour faire de nouvelles émissions avec des échéances plus lointaines que celle des dettes arrivant à échéance.

Le Trésor a abandonné les efforts entrepris précédemment pour annoncer longtemps à l'avance son calendrier de financement à long terme car à son avis les principaux bénéficiaires visés, les compagnies d'assurance, ne tiraient pas avantage de ce programme. Des opinions différentes ont été exprimées par d'autres milieux.

Voici quelques caractéristiques des émissions qui ne sont pas arrivées à terme (voir les détails en Appendice B) et qui influencent la combinaison des échéances :

- Elles sont toutes exonérées de TVA et de retenue à la source
- Elles ont toutes un taux fixe et non flottant
- Quelques émissions à court terme ont un taux déterminé par le marché, d'autres ont des taux imposés
- Toutes les émissions à moyen et long terme ont des taux imposés.

Quelques autres points importants à noter sont :

- Dette à court terme. Des anomalies dans les taux d'intérêt sont fréquentes entre les bons du Trésor vendus dans le marché d'adjudication et ceux vendus aux particuliers. Par exemple, les bons à trois et six mois étaient vendus sur le marché de l'adjudication il y a deux mois à des taux supérieurs de 0,25 % à 0,5 % par an à ceux des certificats sur formule réservés aux particuliers. Dans d'autres cas, le marché de l'adjudication payait des taux d'intérêt inférieurs aux émissions sur formule.

- Dette à long terme. Il existe des anomalies importantes dans ce domaine. Par exemple, le taux d'une émission récente non-amortissable sur cinq ans était cotée à la Bourse des valeurs à 2 % de plus sur une base annualisée qu'une émission sur quinze ans amortissable par loterie émise deux semaines plus tard. L'émission à plus long terme devrait normalement avoir le taux le plus élevé et non un taux plus faible.

Conclusions

1. Les données de base disponibles sur les échéances de l'encours de la dette du Trésor semblent cohérentes et fiables. En particulier, elles semblent donner au Trésor des informations utiles sur la période adéquate pour lancer de nouvelles émissions à long terme.

2. Cependant, jusqu'à ce que le Service de la dette intérieure ait créé une base de données informatisée couvrant toutes les émissions non parvenues à échéance, une analyse complète par date d'échéance se révèlera difficile. Les prévisions et les simulations seront en particulier impossibles jusqu'à ce que cette tâche ait été accomplie.

3. Etant donné la politique de financement du Trésor dans le passé, la plus grande partie de la dette à court terme n'est pas volontairement détenue. C'est également le cas d'une grande partie des dettes à moyen terme. Les taux quelque peu arbitraires sur les montants les plus importants à long terme sont peut être en deçà des niveaux qui seraient fixés par un marché libre.

4. Si les achats obligatoires étaient allégés et/ou que les taux d'intérêt soient déterminés par un marché libre, il est fort probable que la structure de la dette du Trésor par échéance changerait considérablement.

Cependant, en l'absence d'un marché libre important, il est très difficile de prévoir ce que serait la nouvelle structure des échéances. L'incertitude sera d'autant plus grande lorsque les plafonds de l'encadrement seront supprimés et que les banques pourront utiliser librement leur ressources pour financer des prêts commerciaux plus rentables.

5. En résumé, la structure actuelle de la dette du Trésor comprend un pourcentage élevé de dette à court terme et des montants massifs de dettes obligatoires à des prix inférieurs à ceux du marché. Ceci est d'autant plus important dans un contexte de libéralisation de la politique

financière où cette combinaison donne au Trésor une faible marge de manoeuvre pour changer la structure des échéances de sa dette. Malgré ces contraintes, quelques progrès ont été réalisés pour augmenter la durée des échéances et réduire la proportion de la dette financée par les banques.

Recommandations :

Recommandations d'ordre général

1. Le Trésor devra poursuivre sa politique consistant à allonger les échéances de sa dette, en ayant pour objectif de réduire à moins de la moitié du total celles arrivant à échéance à moins d'un an. Nous recommandons un objectif d'environ 33 % en dette à court terme, objectif qui devra être atteint après plusieurs années.

Une proportion plus faible de dette à court terme est à éviter: les banques et les organismes investissant à court terme doivent disposer de suffisamment de bons du Trésor pour faire face à leurs besoins de liquidité. Ces émissions de valeurs à court terme seront particulièrement importantes lorsque le marché secondaire des valeurs du Trésor sera créé.

2. Le Trésor doit aussi continuer à réduire la proportion des émissions obligatoires et à des prix inférieurs au marché, particulièrement pour les émissions à court terme.

Le Trésor a apparemment l'intention de réduire encore les bons à taux variable qui figurent pour un montant de 6 milliards de Dhs à la BMCE. Une fois que des progrès tendant à satisfaire la recommandation n°1 auront été accomplis, un programme de relâchement des restrictions sur les autres valeurs détenues devra avoir lieu.

Recommandations spécifiques :

3. Instruments à court terme

a. Annoncer une politique définitive concernant les planchers obligatoires des bons du Trésor en portefeuille. Si une diminution semble impossible à courte échéance, il faudra annoncer qu'il n'y aura pas de changement pendant une période donnée.

On pourrait aussi annoncer que le montant des valeurs obligatoirement détenues sera bloqué à son niveau actuel. L'annonce d'un calendrier crédible de la libéralisation totale serait bien évidemment la meilleure solution. En tout état de

cause, la confiance du marché serait renforcée par l'annonce publique de la politique suivie.

b. Des recommandations pour réduire le nombre des échéances vendues sur le marché d'adjudication sont présentées dans une autre section de ce rapport.

c. La structure actuelle des bons du Trésor à trois et six mois sur formule destinés aux particuliers semble adéquate et ne devrait pas être changée.

4. Instruments à moyen et long terme

a. Les différences de taux entre les bons du Trésor de différentes échéances devraient être réduites. Par exemple, les taux des émissions à quinze ans cotées à la Bourse des Valeurs devraient normalement être plus élevés que ceux des titres sur cinq ans qui y sont également côtés. La réduction de telles anomalies permettrait d'améliorer la liquidité, ce qui contribuerait à renforcer le secteur à long terme du marché.

b. Les bons du Trésor à long terme (plus de cinq ans) devraient continuer d'avoir une structure comprenant un fonds d'amortissement exigeant l'amortissement annuel égal du principal sur la durée de vie du bon. Bien que cette caractéristique diminue presque de moitié la durée de vie de l'emprunt, elle contribue à renforcer la confiance des investisseurs et la liquidité du marché.

c. Le Trésor doit approfondir son projet de remplacement du système quelque peu dépassé d'amortissement par loterie utilisé pour amortir ses emprunts et adopter une technique des "séries" plus efficace.

d. Afin de renforcer le marché actuel, il serait souhaitable pour l'instant de limiter à quinze ans l'échéance maximale des bons du Trésor. Des émissions ayant des échéances plus longues pourraient devenir appropriées une fois que les émissions obligatoires et au-dessous des taux du marché seront éliminées ou libérées (voir 2 ci-dessus) et après que les marchés secondaires de dettes à court terme du Trésor se soient bien développés.

e. L'établissement et l'annonce d'un calendrier des émissions à long terme émises pour les investisseurs institutionnels serait une composante importante d'un programme tendant à donner aux investisseurs des informations sur le marché des bons du Trésor et permettrait une amélioration du programme de commercialisation du Trésor.

5. En résumé, la politique actuelle du Trésor consistant à allonger les échéances de sa dette et à vendre les émissions à court et moyen termes en dehors du système bancaire doit être

poursuivie. Un objectif de dette à court terme égal à 33 % de toutes les émissions semble adéquat après l'élimination du plancher. En dépit des problèmes que cela pourrait créer à court terme, la réduction des achats obligatoires contribuerait au succès de cette politique à plus long terme.

ANNEX D:

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK PRIMARY DEALERS DEFINED

fedpoints 2

Primary Dealers Defined

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK

Public Information Department
Revised January 1990

47

The market for United States government bills, notes and bonds is the most active money and capital market in the world. Thousands of investors are daily participants, buying and selling billions of dollars of "Treasuries."

The core of the market is comprised of over 40 large dealers who maintain an active market through their willingness to buy and sell (make bids and offers on) a full range of Treasury issues at all times. These dealers are significant—but not the only—underwriters of new Treasury debt and provide investors with the liquidity that is a major characteristic of the market for governments.

These firms, designated "primary" dealers, voluntarily report to the Federal Reserve Bank of New York on their volume of trading and their positions (holdings) in government and government agency issues. They also provide periodic reports on financing and their financial condition. Some of the primary dealers are banks or bank subsidiaries; some are departments of general securities broker-dealers, and others are firms specializing in government securities and other money market instruments.

Many of the statistics they report are published weekly in aggregate by the New York Fed and in the monthly Federal Reserve Bulletin (Tables 1.42 and 1.43). These figures often are used to judge the size of the government securities market because they are the only ones published regularly.

The Federal Reserve System, the nation's central bank, is a major participant in the government securities market. Primary dealers are named to help the Federal Reserve. In conducting open market operations, the New York Fed buys and sells U.S. government securities on behalf of the system. Open market operations is the major tool used by the central bank to influence the cost and availability of money and credit. (See Fedpoints 27 and 32.)

The Federal Reserve has no formal authority to regulate dealers. The information provided to the Federal Reserve is useful in monitoring market developments and in the central bank's efforts to encourage high standards of integrity and sound financial performance. But the reporting program and Federal Reserve market monitoring are not meant to substitute for prudent credit monitoring by market participants. Nor is the process designed to assist the public in determining credit worthiness.

In November 1988 the New York Fed revised the standards and procedures it uses to determine whether a securities firm should be added to the list of primary dealers. In general, primary dealers are expected to:

- *Make markets in the full range of Treasury issues for a reasonably diverse group of customers.
- *Participate meaningfully and consistently in Treasury auctions.
- *Be committed to continue as a market-maker in these securities over the long term.
- *Have management depth and experience, good internal controls and a reasonable profitability record.
- *Have sufficient capital to support their activities and prudently manage their risk exposure.

The standards establish a minimum trading activity guideline for primary dealers of one percent of the total customer volume of all current primary dealers. There is no specified minimum level of capital—which is evaluated in relation to risk—but the New York Fed believes a significant market-maker would have difficulty functioning prudently with less than $50 million of capital.

While all dealers trading with the Fed's desk for system open market purposes must be primary dealers, new primary dealers do not immediately begin a trading relationship. To establish a *trading relationship* with the Federal Reserve a dealer must improve upon and sustain the performance required for a designation as a primary dealer. The names of the primary dealers the Fed trades with at any given time are not disclosed.

Dealers wishing to become primary dealers file no formal applications. The New York Fed will accept informal reports from firms indicating a desire to become primary dealers. Financial data and volume statistics are evaluated and a visit from the dealer surveillance staff is arranged. At the start of each calendar quarter the Fed considers whether to begin accepting a full range of reports, including daily reports, from aspiring dealers it believes likely to qualify as a primary dealer within a reasonable time.

After evaluating these reports over time, the New York Fed may add the dealer to the list of primary dealers or the reporting may be discontinued if the dealer has not been added in a year.

At the end of 1989 there were 44 primary dealers which, as a group traded more than $100 billion a day, face value, in government securities. Fifteen of the 44 are majority owned by non-U.S. firms.

Copies of the current list of primary dealers are available from the New York Fed's Public Information Department. The New York Fed will not identify aspiring dealers.

The New York Fed has a formal organization of market and credit analysts, the dealer surveillance staff, under the direction of a vice president. Its role is to monitor practices and conditions in the government securities market. The staff reviews reports to assess the relationship between a dealer's risk and capital base. The staff also receives monthly financial statements and conducts periodic visits to the primary dealers.

ANNEX E:

FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK - PRIMARY DEALERS: CRITERIA AND PROCEDURES APPLIED TO FIRMS INTERESTED IN BECOMING PRIMARY DEALERS

PRIMARY DEALERS: CRITERIA AND PROCEDURES APPLIED TO FIRMS INTERESTED IN BECOMING AND REMAINING PRIMARY DEALERS

This statement outlines the criteria used in administering the list of reporting U.S. Government securities dealers ("primary dealers") and describes the process used by the Federal Reserve Bank of New York to handle requests from firms interested in becoming primary dealers.

General Criteria

All primary dealers are expected to make markets in the full range of U.S. Government securities for a reasonably diverse group of customers and to participate meaningfully in Treasury auctions. They are expected to facilitate the Federal Reserve's Open Market Operations and to provide the central bank with information to assist it in performing its duties. Dealers should evidence a strong commitment to continued participation as a market-maker over the long-term. Management depth and experience, a reasonable profitability record, and good internal controls are essential. Primary dealers must have sufficient capital to support comfortably their activities and must manage their risk exposures prudently, with due regard for the limitations of their capital and their ability to identify and control risks.

The minimum criteria discussed in this statement should be considered benchmarks rather than absolute levels at which a dealer is designated a primary dealer reporting to the Federal Reserve. The benchmarks are meant to provide dealers with guidance regarding the general level of development they must attain to qualify for and retain the designation. A dealer's qualifications are evaluated in total. It is expected that each dealer will achieve

and maintain overall levels of performance above the minimum standards; a dealer that barely achieves the minimum standards may not be designated or retained as a primary dealer.

Firms are designated primary dealers because they can be of service to the Federal Reserve. Other firms may be sound and capable, but it would be impractical for the Federal Reserve Bank of New York to maintain a reporting or dealing relationship with all such firms. The designation is not an endorsement, is not conferred under regulatory authority, and does not entail official supervision by the Federal Reserve. The Federal Reserve does monitor dealer activities to determine that the primary dealer performance standards are being met, and to obtain information about market developments. The process is not designed to assist the public in determining dealer creditworthiness.

Primary dealers are expected to be active and competitive participants in the Federal Reserve's Open Market Operations. They are also expected to freely and candidly supply the Federal Reserve with information about developments in the U.S. Government securities markets and in all other markets in which they participate. Trading performance and the quality of other support of Open Market Desk needs will be taken into account in decisions regarding primary dealer designation. While all dealers trading with the Open Market Desk must be primary dealers, newly designated primary dealers do not immediately begin a trading relationship with the Reserve Bank. To establish such a trading relationship, a dealer is expected to demonstrate the ability to improve upon and sustain the levels of performance initially required for designation as a primary dealer. Those firms not demonstrating this capacity within a reasonable period of time may have the designation discontinued.

61

Primary dealers are expected to cooperate with the Federal Reserve in endeavors to increase the efficiency, effectiveness, and safety of the marketplace. They are also required to submit reports reflecting their activities to the Federal Reserve on a regular basis.

Primary dealers must be effective market-makers. The diversity and quality of a dealer's customer base, the breadth of its activity and the consistency of its performance carry significant weight in an evaluation of market-making. In addition, trading volume with customers provides a convenient numerical estimate of a dealer's performance as a market-maker. At a minimum, the dollar volume of a dealer's customer transactions in Treasury and Federal agency issues (excluding mortgage pass through instruments) should average one percent of the aggregate of primary dealer volume with customers if the dealer expects to present a convincing case that it is an effective market-maker. Transactions with other primary dealers or inter-dealer brokers are excluded from this measure. Also excluded from customer volume are (1) intra-firm transactions or trading with affiliates of the dealer unless the dealer can demonstrate that such transactions represent competitive market-making; and, (2) activity in repurchase agreements or similar transactions.

In addition to the standards for secondary market-making, a primary dealer is expected to be a consistent and meaningful participant in Treasury auctions of new securities. A dealer is expected to submit auction bids of a size roughly commensurate with the dealer's capacity. A dealer is expected to submit bids in every auction. At a minimum, the bids should be a percentage of the total being sold that is comparable to the dealer's share of total customer transaction volume reported to the Federal Reserve. A dealer is not required to be awarded a particular amount of securities, but the minimum

amount of bids a dealer is expected to submit should be in a realistic price range relative to current market conditions. Under ordinary conditions, a dealer would be expected to submit a significant amount of bids close to the prices accepted by the Treasury.

The experience of a firm and its key personnel are also considered. A primary dealer is expected to have strong management, experienced trading personnel, a seasoned sales staff, and well-trained back-office personnel. The dealer must possess operational capabilities to process and account for its transactions efficiently and accurately. Clearing of securities must be performed expeditiously and with due regard for the integrity and safety of the clearing process [see separate statement on dealer clearance behavior, dated April 1988]. Proper controls over all operations by management and auditing staffs are also essential.

The capitalization of a primary dealer must reflect a solid financial commitment and a strong capacity to participate in the market. Firms should have sufficient capital to provide an adequate cushion relative to risk exposures and overall leverage, and to more than meet the minimum capital levels required by the supervisory authorities. The main focus on capital is relative to risk, rather than level of capital. Most primary dealers have substantially more than $50 million of capital; major market-makers would have difficulty functioning prudently with less than $50 million in capital. Indeed, most primary dealers with moderate amounts of capital are affiliated with very substantial firms that can provide additional capital support if needed. In looking at a dealer's capital strength, the Federal Reserve considers the composition of capital, the variety and nature of the firm's activity, typical risk exposure, the quality of risk controls, and a dealer's affiliate and subsidiary relationships. A dealer's earnings history is also

considered. The earnings of a risk-taker understandably fluctuate; however, over a reasonable time period earnings should evidence a healthy business strategy. Poor earnings weaken a dealer's commitment to market-making and its ability to continue functioning as an effective primary dealer.

The ownership of a firm can have a bearing on its suitability as a primary dealer, particularly the reputation and conduct of the owners. The continuation of a primary dealer designation after a change in ownership is not automatic. New ownership arrangements will be evaluated based on the capacity to maintain or strengthen a dealer's performance in terms of financial, operational, managerial, and market-making criteria. In weighing whether to continue a primary dealer designation or request that a firm requalify, particular attention is placed on maintenance of continuity in the risk-management and market-making operations of the firm. When only the firm's primary dealer business, or a portion thereof, is being acquired by a new owner, the strong presumption is that the designation will not be continued without a period of requalification. The requalification process will be administered flexibly, with due regard for the qualifications of the new owner and the performance of the dealer operation during the transition.

Primary dealers may be foreign-owned though they should be incorporated in the United States with dedicated dollar capital. In keeping with a basic policy of national treatment, there are no limits on representation among primary dealers for firms with parent companies or shareholders based in foreign countries. The maintenance of an appropriate degree of balance and diversity within the primary dealer group will continue to be a factor in considering firms newly interested in becoming or acquiring primary dealers. In seeking to maintain such diversification weight may be

given to firms looking to develop business relationships on a de novo rather than acquisition basis. Consistent with the Omnibus Trade & Competitiveness Act of 1988, a foreign-owned firm may not be newly designated, or continue to be designated, a primary dealer after August 1989, in cases where the Federal Reserve concludes that the country in which the foreign parent is domiciled does not provide the same competitive opportunities to U.S. companies as it does to domestic firms in the underwriting and distribution of Government debt.

As noted earlier, primary dealers are designated because they can be of service to the Federal Reserve Bank of New York; however, it is not practical for the Bank to maintain a relationship with all firms who could potentially meet the minimum standards. Recognizing that a large expansion in the dealer list has been accommodated in recent years, it is believed that fifty or so primary dealers will more than meet the business needs of the Federal Reserve in conducting Open Market Operations. As the number of qualified dealers approaches this level, the Bank will be somewhat more selective in determining whether and when to add new dealers to the list and will also move more quickly to discontinue relationships with existing primary dealers. Recognizing that new dealers can add vitality to the market and that it is desirable to maintain an open system, the Bank will consider substituting newly qualified dealers which demonstrate particularly solid performance for existing primary dealers whose performance is not as strong as others in meeting the needs of the Bank. Such an event should not be interpreted as disapproval of the latter dealer's overall qualifications. Rather, such changes will only reflect the fact that it is impractical for the Bank to deal with every firm that might meet the minimum requirements.

Process for Aspiring Dealers

There is no formal application to be filed. Once a firm has a basic appreciation of the requirements of being a primary dealer and makes the decision to pursue designation it may make an informal indication of intent to the Federal Reserve Bank of New York. This step simply presents an opportunity to clarify criteria and procedures. It does not establish a reporting relationship.

At quarterly intervals, the Federal Reserve Bank of New York will decide whether to accept reports from additional dealers who have demonstrated significant potential to become primary dealers. Reports will be accepted only from dealers believed likely to qualify as a primary dealer within a reasonable time interval and for a trading relationship a short time thereafter. To be considered an aspiring dealer from whom reporting would be warranted, a dealer should have daily customer transaction volume for some time of at least half of that required for designation as a primary dealer. That amount of volume should evidence a broad, high-quality customer base, and a steady growth trend. The firm should also exhibit appropriate financial and managerial strength, internal controls, diversity of trading and customers, and a commitment to the market that is likely to continue. Each of these elements will be subjected to further and more intense scrutiny during the period before designation as a primary dealer. This Bank may discontinue receiving reports in cases where an aspiring dealer ceases to meet these criteria, such as if trading volume drops too low, a significant amount of capital is withdrawn, or key personnel are lost.

Before accepting reports, the Bank's Dealer Surveillance Staff will visit the dealer to review the firm's operational and financial capabilities.

In addition, the Bank will generally limit the period in which reports will be accepted from aspiring dealers. Within about one year an aspiring dealer should be able to achieve, and sustain for some months, a level of activity qualifying it as a primary dealer. If an aspiring dealer has not built sufficient volume within about a year or fails to meet other standards, reporting may be discontinued. The Bank would normally not consider accepting such reports again from that dealer for at least one year.

Reporting List

While the list of primary reporting dealers is available to the public--because this information is needed so that reporting dealers can distinguish trading activity with other primary reporting dealers from activity with "customers"--this Bank does not plan to comment on whether reports are being accepted from particular firms aspiring to be primary dealers. This is consistent with our view that acceptance of reports by the Federal Reserve for statistical purposes carries with it no official endorsement of the firm in question. More generally, it is also worth restating that appearance of a firm's name on the publicly available list of reporting primary dealers should not be taken as an official endorsement either; market participants are advised to make their own credit evaluations in selecting counterparties.

Federal Reserve Bank of New York
Dealer Surveillance Function
November 17, 1988

LIST OF THE PRIMARY GOVERNMENT SECURITIES DEALERS REPORTING TO THE MARKET REPORTS DIVISION OF THE FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK

Bank of America NT & SA
Barclays de Zoete Wedd Securities Inc.
Bear, Stearns & Co., Inc.
BT Securities Corporation
Carroll McEntee & McGinley Incorporated
Chase Securities, Inc.
Chemical Securities, Inc.
Citicorp Securities Markets, Inc.
Continental Bank, National Association
CRT Government Securities, Ltd.
Daiwa Securities America Inc.
Dean Witter Reynolds Inc.
Deutsche Bank Government Securities, Inc.
Dillon, Read & Co. Inc.
Discount Corporation of New York
Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corporation
The First Boston Corporation
First Chicago Capital Markets, Inc.
Fuji Securities Inc.
Goldman, Sachs & Co.
Greenwich Capital Markets, Inc.
Harris Government Securities Inc.
Kidder, Peabody & Co., Incorporated
Aubrey G. Lanston & Co., Inc.
Lehman Government Securities, Inc.
Manufacturers Hanover Securities Corporation
Merrill Lynch Government Securities Inc.
J. P. Morgan Securities, Inc.
Morgan Stanley & Co. Incorporated
The Nikko Securities Co. International, Inc.
Nomura Securities International, Inc.
Paine Webber Incorporated
Prudential-Bache Securities, Inc.
Salomon Brothers Inc.
Sanwa-BGK Securities Co., L.P.
Smith Barney, Harris Upham & Co., Inc.
SBC Government Securities Inc.
UBS Securities Inc.
S.G. Warburg & Co., Inc.
Yamaichi International (America), Inc.

NOTE: This list has been compiled and made available for statistical purposes only and has no significance with respect to other relationships between dealers and the Federal Reserve Bank of New York. Qualifications for the reporting list is based on the achievement and maintenance of reasonable standards of activity.

Market Reports Division
Federal Reserve Bank of New York
January 17, 1991

ANNEX F:

LISTE DES PERSONNES INTERVIEWEES

LISTES DES PERSONNES INTERVIEWEES

Ministere des Finances -
Direction du Tresor et des Finances Exterieures

M. Mohamed Diari
Directeur

M. Abdellatif Faouzi
Chef de la Division de la Monnaie et Credit

M. Allal Albakhti Youssef
Chef du Service du Marche des Capitaux

M. Ali Bedrane
Chef du Service de la Dette Interieure

Mme. Zoulikha Nasri
Chef de la Division des Etudes et
de la Reglementation, Direction des Assurances

Bank Al Maghrib

M. Abdelouahed Belhaj
Directeur du Credit

M. Abdelaziz Drissi Messouak
Directeur Central

Caisse de Depot et de Gestion

M. Youssef Iraqui Houssaini
Directeur Financier

M. Mahmoud Laghmari
Sous-Directeur
Chef de la Division des Placements

Banque Centrale Populaire

M. Boubker Skalli
Directeur des Engagements Entreprises

M. Said Lefouili
Chef de Departement Etudes
Direction des Engagements des Entreprises

M. Mohamed Lemniai
Directeur des Etudes Economiques et
de la Documentation

M. Mustapha Rar
Chef du Departement Administratif Financier
et Comptable

Banque Marocaine du Commerce Exterieur

M. Abdellatif Jouahri
President Directeur General

M. Abdelhakim Gasmi
Directeur Central
Direction du Developpement

Banque Commerciale du Maroc

M. Abdeslam Ouali
Directeur Delegue
Division des Services Bancaires

M. Tarik Sijilmassi
Directeur
Departement des Groupes

M. Jalal El Aroussi
Departement des Groupes

Wafabank

M. Hassan El Kouhene
Directeur General Adjoint

Banque Marocaine pour le Commerce et l'Industrie

M. Mohamed Trachen
Chef du Departement de la Comptabilite Generale

Mme. Youssef
Adjoint au Chef du Tresorie

M. Abdallah Iraqi
Chef de Service, Comptabilite

Societe Marocaine de Depot et Credit

M. Omar Akalay
Administrateur Directeur General

Mme. Soumiya Kabbas
Assistante

Societe Generale Marocaine de Banques

M. Michel Fay
Directeur

M. Abdeslam Maghnouj
Directeur, Direction Etranger et Tresorie

M. L. Benkirane
Directeur, Financements Speciaux et Etudes Industrielles

Societe de Banque et de Credit

M. Ali Iben Mansour
Administrateur Directeur General

Citibank

M. Kishore Gopaul
Vice President

M. Denis Richard
Vice President -
Directeur du Credit et du Marketing

Credit du Maroc

M. Mohamed Tazi Mezalek
Administrateur Directeur General

M. Jean-Pierre de Bellecombe
Administrateur Directeur General Adjoint

ABM Bank

M. Abdelali Tahri Joutey Hassani
Directeur

Office Nationale de la Poste et des Telecommunications

M. Ougmenssor Aomar
Administrateur Principal
Chef de la Division des Services Financiers

Groupe Office Cherifien des Phosphates

M. Abdelhadi Ninia
Directeur Financier

M. Bennani
Direction Financiere

SOPAR

M. Saad Kettani
Vice Chairman

Goodyear

M. Mohamed Benabderrazak
Directeur Financier

Industries Marocaines Modernes

M. Marcelin Goumand
Directeur Financier

Al Wataniya

M. Abdeljalil Chraibi
Directeur General

Federation Marocaine des Societes d'Assurances et de Reassurances

M. Hamid Besri
Directeur

Compagnie Nordafricaine & Intercontinentale d'Assurances

M. Ahmed Zinoun
Directeur General

Bourse Des Valeurs de Casablanca

M. Abderrazak Laraki
Directeur

Price Waterhouse

M. Abdelaziz Belkasmi
Associe-Partner

M. Aziz Bidah
Associe

Chambre de Commerce et d'Industrie de la Wilaya du Grand Casablanca

M. Brahim El Amiri
Directeur General

U.S. Embassy

Mr. David S. Robins
Counselor for Economic Affairs

International Finance Corporation

M. Hany A. Asaad
Investment Officer - Africa I
(Washington, D.C.)

M. Younes Marrakchi
Investment Officer
(Casablanca)

University of Rabat

M. Mohamed El Qorchi
Professor of Finance

ANNEX G:

GESTION ET ENCADREMENT DU PROJET

GESTION ET ENCADREMENT DU PROJET

Expert-principal des marchés financiers et Chef d'équipe

Le Dr. Philip Coldwell à vingt neuf ans d'expérience dans le Système fédéral de réserve, à l'échelon fédéral et du district. De 1951 à 1974, il a assumé les fonctions de directeur de la recherche, de vice-président puis de président de la Federal Reserve Bank de Dallas. En 1974, il a été désigné comme administrateur du Système fédéral de réserve (Banque centrale) à Washington, poste qu'il a occupé jusqu'en 1980. Après avoir décliné le renouvellement de son mandat au conseil d'administration de la Banque centrale, il a créé son propre cabinet offrant des services de consultant en économie et en finance aux banques commerciales et autres institutions financières. Il garde des contacts étroits avec les banques centrales à travers le monde et assiste aux réunions du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale. De plus, il est membre du conseil d'administration de plusieurs sociétés et il a soumis des rapports aux commissions bancaires, économiques et financières du Congrès américain. Le Dr. Coldwell est diplômé de l'Université du Wisconsin où il a obtenu son doctorat.

Economiste des secteurs bancaires et monétaires

Mr. Edward K. Dey a dix neuf ans d'expérience comme banquier. Il a travaillé chez Morgan Guaranty et Continental Illinois (deux des plus grandes banques américaines) et à National Westminster (un grand groupe bancaire anglais) de 1969 à 1988. Il a consacré une grande partie de sa carrière bancaire au marché français, récemment comme responsable principal du marketing dans la filiale parisienne de National Westminster. Dans cette banque, il était responsable d'un équipe qui gérait les comptes d'importantes multinationales et a conçu des stratégies pour satisfaire leurs besoins de financement sur le marché des eurodollars. A Continental Illinois, il a dirigé une équipe chargée du financement de projets, du financement d'échanges commerciaux et de prêts syndiqués à l'Algérie, au Gabon, au Nigeria et au Zaïre. Avant d'entrer dans le secteur bancaire, Mr. Dey a travaillé au service des affaires étrangères U.S. Il a obtenu une maîtrise en économie internationale de l'Université du Michigan et un B.A. de Princeton.

Support technique/Spécialiste des questions financières

Ms. Julia J. Philipp est consultante principale dans le bureau des services gouvernementaux de Price Waterhouse. En août 1990, elle a réalisé une étude des marché de capitaux au Pakistan pour analyser les contraintes au développement d'un secteur financier plus concurrentiel et identifier les mesures de réformes possibles qui pourraient être soutenues par USAID/Pakistan. En Mars 1990, elle était membre d'une équipe chargée des marchés financiers en Thaïlande où elle a exécuté la phase I d'une évaluation stratégique du secteur financier thaïlandais pour le compte de l'USAID/Thaïlande. Avant d'entrer dans le cabinet Price Waterhouse, Ms. Philipp était responsable des marchés financiers et du financement des sociétés à Chemical Bank à New York. Ms. Philipp a un MBA en finance de la Wharton School of Management et un BA de Princeton.

Suivi du projet

Le suivi du projet a été assuré par Mr. Richard Breen, Directeur du projet de développement du secteur financier. Mr. Breen a occupé plusieurs postes élevés dans l'administration américaine, y compris celui d'administrateur adjoint de l'Agence Internationale de Développement. Dans le secteur privé, Mr. Breen a occupé plusieurs postes de responsabilité et a été président d'une société internationale. Mr. Breen a un MPA de l'Université de Syracuse et a obtenu un diplôme à l'issue du programme Key Executives à la Harvard Business School.