

La réforme monétaire et la régulation par le marché

FINANCES

La réforme monétaire et la régulation par le marché

Nous avons publié, la semaine dernière, la première partie de la très remarquable intervention que Nezha Lahrichi Benamour a faite lors des Journées internationales de la BCM. Elle était consacrée à l'adaptation du secteur financier à la dynamique libérale. Cette semaine nous publions la suite de cet exposé consacré à la réforme monétaire et la régulation par le marché, et, en conclusion, ses vues sur le libéralisme monétaire et financier.



PAR
NEZHA
LAHRICHI

Le volet monétaire de la réforme s'est traduit par un changement de nature de la politique monétaire dans le sens de l'utilisation d'instruments indirects fondés sur le jeu du marché, donc il s'agit d'une régulation monétaire par les taux d'intérêt dont les variations provoquées tentent d'influer le comportement des banques et des agents économiques.

De nature structurelle, la réforme de la politique monétaire est un processus relativement long : entamée en 1983, elle a été consacrée en 1991 par la levée de l'archétype du contrôle direct, l'encadrement du crédit, et attend d'être achevée, notamment, par la création d'un marché monétaire secondaire.

Dynamisation du marché monétaire et adoption de nouveaux instruments de gestion monétaire

L'ouverture du marché monétaire au Trésor en 1983 a permis, d'une part, la création du matériau de base pour la mise en œuvre d'une politique d'open-market c'est-à-dire les bons du Trésor à court terme, elle a par conséquent donné la possibilité au Trésor de disposer, aux conditions du marché, de concours bancaires substantiels favorisant ainsi une certaine rationalisation de la gestion des finances de l'Etat.

En outre, cette ouverture s'est traduite par le désengagement du Trésor à l'égard de l'Institut d'émission et la diminution du financement de son déficit par la monnaie centrale.

Le portefeuille d'effets publics des banques est passé de 12,8 à 23,4 milliards de DH de 1985 à 1986, soit une progression de 82,6 % en une année.

Jusqu'en 1989, le taux de progression s'est situé autour de 13 % pour baisser en 1990 et n'atteindre que 4,4 % en 1991 (33,3 millions de DH), même si le ratio portefeuille des banques/crédances sur le Trésor a entamé une baisse en 1991 à la suite de la levée de l'encadrement, il n'en reste pas moins qu'il reste important, 64,5 % en 1991, dépassant de loin le portefeuille minimum d'effets publics qu'elles sont dans l'obligation de constituer.

Des aménagements ont été apportés au fonctionnement du marché monétaire : élimination en 1988 de la fiche de rées-

compte et intégration de l'ensemble des avances ordinaires octroyées aux banques par la Banque centrale, institution de procédures d'adjudication en 1989.

Les interventions à taux variable tendent à se substituer aux facilités accordées à taux fixe à l'exception des crédits privilégiés pour le financement des investisse-

ments, des exportations et de la commercialisation des céréales : une politique sélective étant encore nécessaire dans un pays en devenir.

Le décloisonnement du marché monétaire s'est fait également au profit des entreprises par la création des billets de Trésorerie, ces derniers constituent, une

des rares modalités de financement alternative au crédit bancaire mais ouverte aux grandes entreprises seulement.

Ce marché a connu un grand succès dans la mesure où il a permis de contourner la réglementation relative à l'encadrement du crédit. D'ailleurs, la levée de ce dernier en 1991 s'est traduite par une baisse de la part des billets de Trésorerie par rapport aux crédits bancaires 9,48 % contre 15 % en 1990.

Mobilisation de l'épargne et libéralisation des taux d'intérêt

Le changement d'orientation en matière de taux d'intérêt concerne deux aspects : le renversement de tendance des taux d'intérêt réels et la déréglementation progressive des taux créditeurs et, limitée, des taux débiteurs.

a) -L'instauration de taux d'intérêt réels positifs

Celle-ci constitue une rupture avec le phénomène de répression financière qui a caractérisé les années 1970, l'objectif étant la mobilisation de l'épargne, aussi bien locale, qu'en provenance des résidents marocains à l'étranger et ce par l'encouragement des placements financiers.

Le taux d'épargne nationale est ainsi passé d'une moyenne annuelle de 14 % dans les années 70-80 à plus de 20 % en 1990.

En dépit de cette amélioration, l'épargne intérieure s'avère toujours insuffisante pour faire face aux besoins de financement de l'économie.

Ce choix en matière de taux créditeurs est peu propice à l'investissement productif, cette limite est atténuée par le maintien de taux privilégiés en faveur des opérations jugées prioritaires mais surtout par le plafonnement des taux débiteurs.

b) -La déréglementation progressive des taux d'intérêt

La déréglementation des taux d'intérêt est passée par plusieurs phases aussi bien pour les taux débiteurs que créditeurs.

* Les taux créditeurs

La rémunération des dépôts à terme a été libéralisée de façon étalée dans le temps respectant une certaine progressivité, elle a concerné :

-en 1980, les dépôts dont l'échéance est supérieure à 18 mois,

La réforme monétaire et la régulation par le marché (suite)

-en 1985, les dépôts dont le terme dépasse 12 mois,
-en 1989, les dépôts à terme supérieurs à 6 mois,

-en 1990, les dépôts placés à des échéances dépassant trois mois.

L'année 1992 marque l'étape finale avec la libéralisation totale de la rémunération des dépôts à terme.

Entre temps, en 1986, l'introduction de taux minimum (1) pour les dépôts rémunérés avait pour objectif la consolidation de l'épargne.

*** Les taux débiteurs**

Avant 1985, il y avait des fourchettes de taux c'est-à-dire un taux minimum et un taux maximum pour chaque catégorie de crédit.

La réforme de 1985 s'est traduite par la suppression des taux minimum.

En 1990, les taux applicables aux crédits d'une durée supérieure à deux ans sont "libres" sans qu'ils puissent dépasser, de plus du tiers, le taux moyen des intérêts applicables aux bons du Trésor à un an émis par voie d'adjudication au cours du trimestre précédent.

En 1992, les taux d'intérêt applicables aux crédits de toutes durées sont fixés sur la base d'un autre critère, le coût moyen pondéré des dépôts à 6 mois et un an enregistré au cours du mois précédent.

L'année 1992 est également marquée par l'introduction de la variabilité (2) des taux, celle-ci est introduite pour les prêts à moyen et long terme et sera basée sur l'évolution d'un taux de référence (3).

En définitive, les taux d'intérêt débiteurs sont plafonnés limitant ainsi la répercussion par les banques du surcoût dû à la ponction opérée par la réserve monétaire sur leurs liquidités.

La libéralisme monétaire et financier en transition

En fait, l'achèvement de la libéralisation monétaire et financière resté lié à un meilleur fonctionnement du marché monétaire, à l'assainissement des finances publiques et à la suppression des emplois obligatoires des banques.

1) - Un meilleur fonctionnement du marché monétaire suppose que l'Institut d'émission puisse disposer de ses propres instruments pour pouvoir agir sur la liquidité bancaire.

Actuellement la Banque centrale ne peut pas acquérir directement des bons du Trésor, le passage par les banques est nécessaire

L'indisponibilité des titres explique l'usage, jugé excessif, de la réserve monétaire dont le taux atteint 22,5 %. Il suppose, également, l'atténuation des refinancements à taux fixes c'est-à-dire des taux d'intérêts officiels qui n'obéissent pas quotidiennement aux forces du marché. Ces recours dont la proportion reste relativement importante (27 % en 1990) concernent des secteurs jugés prioritaires. Comment concilier la libéralisation de la politique

monétaire avec les exigences du financement du développement ?

Il nécessite enfin la création d'un marché monétaire secondaire permettant une négociation libre et concurrentielle des titres.

2) - L'efficacité de la politique monétaire, par rapport à son objectif majeur, la mobilisation de l'épargne et sa canalisation vers les investissements productifs et efficaces, se heurte encore à la politique financière de l'Etat, celle-ci exerce un effet d'éviction des agents économiques privés du marché financier.

Depuis 1985, le Trésor sollicite régulièrement le marché interne des fonds prétables en consentant des avantages fiscaux appréciables : exonérations, taux d'intérêt précomptés, etc...

L'encours de la dette intérieure est passé de 17 à 60 milliards de DH de 1983 à 1990, soit un coefficient multiplicateur de l'ordre de 4, dont plus de 50 % sont à court terme. Les souscripteurs sont les banques à hauteur de 61 %, les particuliers 22 %, le reste est détenu par les compagnies d'assurances (8,3 %) et la CDG (8,7 %).

La cohérence de la politique monétaire et de la gestion de la dette publique, et partant la modernisation et la libéralisation des mécanismes financiers passe par l'assainissement des finances publiques. Cette tendance commence à être observée dans la mesure où le ratio déficit/PNB a été ramené à 3 % en 1991 année où a été observé un renversement de tendance entre les crédits à l'économie et les créances sur le Trésor, ces derniers ont représenté 37,3 % du total des contreparties de la masse monétaire alors qu'auparavant leur proportion dépassait les 50 %.

3) - La dynamisation du système financier est subordonnée au démantèlement du carcan réglementaire qui enserrait la politique d'emplois des banques. En effet, l'ensemble des emplois obligatoires, réserve monétaire, plancher d'effets publics, portefeuilles minima en bons CNCA, CIH et crédits à moyen terme, absorbent près des 2/3 des ressources bancaires. L'assouplissement de cette réglementation en vue de son élimination à terme a été entamé en 1991.

En définitive, le système financier et monétaire marocain est en pleine mutation, pour réussir la transition à une économie de marché avec une affectation optimale des ressources, il importe :

-de lever les contraintes liées au financement de l'Etat car la politique budgétaire et fiscale a lourdement pesé sur le fonctionnement du secteur financier,

-de développer des financements alternatifs au crédit bancaire en dynamisant les marchés des capitaux.

Au Maroc, la démarche a consisté à commencer par le marché monétaire avant de promouvoir le marché financier même si les textes relatifs à la réforme de la Bourse des valeurs ont été préparés, c'est dire qu'une démarche pragmatique a été adoptée respectant un certain ordre séquentiel : il est difficile d'avoir un marché financier jouant pleinement son rôle dans la

mobilisation de l'épargne à long terme si un fonctionnement convenable du marché monétaire n'est pas garanti, l'économie d'endettement s'estompe très lentement, la mise sur pied des financements de marché doit avoir des assises, un socle solide, et le marché monétaire fait partie des éléments de base.

Un autre aspect illustre cette attitude pragmatique, il concerne la répartition de l'effort d'innovation financière entre les produits relevant de l'intermédiation bancaire et les instruments négociables sur les marchés de capitaux.

Au Maroc, la priorité a été donnée à l'élargissement du "menu" des produits et services relevant des établissements bancaires avant de développer les titres du marché des capitaux.

Le respect des séquences, pour qu'elles soient vertueuses et non perverses, permet de proportionner la réforme financière au niveau du développement du pays. Le lancement des opérations de privatisation constitue une opportunité pour dynamiser la Bourse des valeurs de Casablanca et permettre l'émergence d'un actionnariat populaire, si un tel choix est retenu.

A ce niveau, il importe également de respecter certaines phases : par exemple la

nécessité pour le marché au comptant d'atteindre un seul suffisant d'activité et de liquidité avant de créer un marché à terme. Il importe d'éviter la sophistication et d'introduire des produits adaptés, les SICAV et les Fonds Communs de Placement à titre d'illustration, les textes relatifs à la réforme de la Bourse des valeurs semblent s'inscrire dans cette logique.

L'inexistence ou l'insuffisance des marchés de capitaux est sans aucun doute un handicap pour le financement, au moindre coût, des investissements productifs donc pour la croissance et l'emploi, mais leur promotion ne peut être décrétée, elle ne peut être que le fruit d'une longue maturation.

Il n'existe pas de recette toute faite pour la mise en œuvre d'une réforme financière, mais il est impératif de la réussir car si la finance n'est pas une condition suffisante, elle est nécessaire pour relever le défi de la croissance. □

(1) - 8,5 % pour les dépôts de 3 mois, 10,7 % pour les dépôts de 6 mois, 12 % pour les dépôts de 11 mois.

(2) - Le demandeur d'un crédit à moyen terme ou à long terme a le choix entre la fixité et la variabilité.

(3) - Coût moyen des dépôts et bons de caisse à 6 mois et à un an sur une période de 12 mois.