

# SOMMAIRE

## **REMERCIEMENTS**

## **RESUME ANALYTIQUE**

INTRODUCTION.....	1
<b>PARTIE I :.....</b>	<b>3</b>
<b>LES ESQUISSES THEORIQUES D'UN SYSTEME FINANCIER.....</b>	<b>3</b>
CHAPITRE 1.....	4
LIEN ENTRE ECONOMIE REELLE ET L'ECONOMIE MONETAIRE.....	4
<b>Section 1 : Du circuit réel au circuit monétaire et financier.....</b>	<b>4</b>
1.1. Les éléments des circuits réels.....	4
1.1.1. Les biens économiques.....	4
1.1.2. La production.....	5
1.1.3. La consommation.....	5
1.1.4. L'investissement.....	6
1.2. Les Constituants monétaires et financiers de l'économie.....	7
1.2.1. Les liaisons monétaires entre ressources et emplois réels.....	7
1.2.2. La monétisation de l'économie.....	8
1.2.3. La mesure des flux monétaires.....	9
1.2.4. Les agrégats économiques.....	10
1.3. Les agrégats monétaires.....	11
<b>Section 2 : Le financement de l'économie.....</b>	<b>12</b>
2.1. La notion d'épargne.....	12
2.1.1. Les motivations de l'épargne.....	12
2.1.2. Les origines de l'épargne.....	13
2.2. Les besoins de financement.....	13
<b>CHAPITRE 2.....</b>	<b>15</b>
<b>LES CONCEPTS DE BASE SUR LES MARCHES FINANCIERS.....</b>	<b>15</b>
<b>Section 1 : Les généralités sur le marché financier.....</b>	<b>15</b>
1.1. Définition du marché financier.....	15
1.2. Segmentation du marché financier.....	15
1.2.1 Le marché primaire.....	15
1.2.2. Le marché secondaire.....	16
1.3. Le financement du marché.....	16
1.3.1. La finance directe.....	16
1.3.2. La finance indirecte.....	17
<b>Section 2 : Rôle du mar ché financier dans une économie.....</b>	<b>19</b>
2.1. Les fonctions économiques du marché.....	19
2.1.1. Circuit de financement de l'économie nationale.....	19
2.1.2. Mobilité de l'épargne investie.....	19
2.1.3. Instrument de mesure de la valeur des actifs.....	19
2.1.4. Facilitation de regroupement des actifs.....	20
2.1.5. Lieu de négociation du risque.....	20
2.2. Les instruments financiers utilisés.....	20
2.2.1. Les actions.....	20
2.2.2. Les obligations.....	21
2.3. Les acteurs du marché financier.....	21
2.3.1. Les ménages.....	21
2.3.2. Les entreprises et les administrations.....	21
<b>Section 3 : Les imperfections du marché et le rationnement de crédit.....</b>	<b>22</b>

3.1. Les asymétries d'information.....	22
3.2. Le rationnement du crédit.....	22
3.2.1. L'antisélection.....	22
3.2.2. Le Hasard moral.....	23
3.2.3. La manifestation du rationnement de crédit.....	24
<b>Section 4 : L'intermédiation et les intermédiaires financiers.....</b>	<b>25</b>
4.1. Les arguments d'intermédiation financière.....	25
4.1.1. L'intermédiaire financier et les coûts de transaction.....	25
4.1.2. La banque et la gestion des risques.....	26
4.1.3. la banque et l'assurance de liquidité.....	26
4.2. Les intermédiaires financiers.....	27
4.2.1. Le Trésor public.....	27
4.2.2. Les institutions financières bancaires.....	27
4.2.3. Les institutions financières non – bancaires.....	27
<b>CHAPITRE 3.....</b>	<b>29</b>
<b>LES PARAMETRES DE ROBUSTESSE ET DE FRAGILITE D'UN SYSTEME FINANCIER.....</b>	<b>29</b>
<b>Section 1 : Les paramètres fondamentaux d'ensemble.....</b>	<b>29</b>
1.1. Les paramètres macro-économiques.....	29
1.2. Les paramètres macrofinanciers du secteur bancaire.....	30
1.2.1. Le risque de contrepartie.....	31
1.2.2. Le risque de liquidité.....	31
1.2.3. Les risques de marché.....	31
1.2.4. Le risque d'insolvabilité.....	32
1.2.5. Les outils de diagnostic.....	32
1.3. Le développement des marchés financiers.....	33
<b>Section 2: Les performances et la robustesse : nécessité pour la croissance économique.....</b>	<b>33</b>
2.1. Le renforcement de l'infrastructure financière .....	34
2.2. Les rôles des marchés monétaires et financiers.....	35
2.3. Les rôles des capitaux étrangers.....	36
<b>Section 3 : Les risques de change : crise systémique.....</b>	<b>37</b>
3.1. Instabilité liée à la fragilité macroéconomique.....	38
3.2. Causes d'instabilités liées aux structures financières.....	39
3.3. Causes d'instabilité liées aux activités bancaires proprement dites.....	41
CONCLUSION PARTIELLE .....	44
<b>PARTIE II :.....</b>	<b>45</b>
<b>QUELLES ORIENTATIONS DONNEES AU SYSTEME FINANCIER MALGACHE ?.....</b>	<b>45</b>
<b>CHAPITRE 1.....</b>	<b>46</b>
<b>L'EVOLUTION ET LES CARACTERISTIQUES DU SYSTEME FINANCIER MALGACHE.....</b>	<b>46</b>
Section 1 : L'évolution historique .....	46
1.1. L'époque coloniale.....	46
1.2. De l'indépendance à la révolution socialiste : les années 60-75.....	47
1.3. Les nationalisations des années 75-85.....	47
1.4. Les reformes des années 90.....	49
<b>Section 2 : Les caractéristiques.....</b>	<b>50</b>
2.1. Les fondamentaux macroéconomiques de Madagascar.....	51
2.1.1. Croissance et inflation.....	51
2.1.2. La consommation globale et les investissements.....	54

2.1.3. Les politiques budgétaires et monétaires.....	56
2.2. Le secteur bancaire à Madagascar.....	58
2.2.1. Les ressources des banques.....	59
2.2.2. Les emplois des banques.....	60
2.3. La réglementation prudentielle à Madagascar.....	61
2.3.1. La réglementation bancaire.....	61
2.3.2. L'évolution de la réglementation bancaire.....	61
2.3.3. Les objectifs de la réglementation prudentielle .....	63
2.3.4. L'organe de supervision.....	63
2.4. Les institutions financières non bancaires.....	64
2.4.1. Les établissements d'épargne contractuelle.....	64
2.4.2. Le crédit-bail.....	64
2.4.3. Le capital risque.....	64
2.4.3. La microfinance.....	65
2.5. Les marchés financiers.....	65
2.5.1. Le marché interbancaire.....	65
2.5.2. Le marché des bons de Trésor.....	65
2.5.2.1. Procédure d'émission des BTA.....	66
2.5.2.2. Processus d'adjudication.....	66
<b>CHAPITRE</b> .....	<b>2</b>
<b>EVALUATION DU SYSTEME FINANCIER A MADAGASCAR.....</b>	<b>69</b>
<b>Section 1 : Les principaux facteurs de l'insuffisance de financement.....</b>	<b>69</b>
1.2. L'épargne domestique médiocre.....	70
1.2. L'effet d'éviction d'endettement public.....	72
1.2.1 Les risques économiques.....	80
1.2.2. Les risques institutionnels.....	81
<b>Section 2 : Les conséquences d'un manque de financement.....</b>	<b>82</b>
2.1. Une pénurie de financement et une faible croissance économique.....	83
2.2. La discrimination des PME.....	84
2.2.1. En terme de financement.....	84
2.2.2. En terme de coûts.....	84
<b>CHAPITRE 3.....</b>	<b>87</b>
<b>LES ORIENTATIONS POSSIBLES DU SYSTEME FINANCIER MALAGASY... ..</b>	<b>87</b>
<b>Section 1 : Les initiatives et les reformes récentes .....</b>	<b>87</b>
1.1. Les initiatives de restructuration du système financier.....	87
1.1.1. Les initiatives privées : Madabourse.....	87
1.1.1.1. Constitution et création.....	87
1.1.1.2. Les objectifs et rôle de Madabourse.....	88
1.1.1.3. Structure.....	88
1.1.1.4. Les problèmes et échecs de Madabourse.....	88
1.1.2. Les initiatives gouvernementales.....	89
1.1.2.1. Installation à partir de fonds de portage.....	89
1.1.2.2. Rôles du fonds de portage.....	89
1.1.2.3. Les titres utilisés.....	89
1.2. Le bilan.....	89
1.3. Les restructurations des institutions financières.....	90
1.4. Les restructurations des lois et des règlements.....	91
<b>Section 2 : La mise en place d'une bourse de valeur : une recommandation pour Madagascar .....</b>	<b>92</b>
2.1. La nécessité de la mise en place d'une bourse des valeurs pour Madagascar.....	92
2.1.1. Mobilisation de l'épargne nationale.....	92

2.1.2. Financement de l'investissement.....	92
2.1.3. Déterminant significatif de la croissance économique .....	93
2.2. Les enseignements tirés d'expériences étrangères.....	94
2.3. Quelques caractéristiques des Marchés africains : Marchés frontières.....	95
2.3.1. Risques et rendements élevés.....	96
2.3.2. Bourses africaines surévaluées.....	97
2.3.3. Afflux limité de capitaux étrangers.....	98
2.4. Image de l'Afrique et de ses bourses.....	99
2.5. Les préalables à la mise en place d'une bourse des valeurs à Madagascar..	101
2.5.1. Mise en place des mécanismes et réformes probantes.....	101
2.5.2. Réformes du système juridique et judiciaire liées à l'environnement des entreprises	
.....	102
2.5.3. Les conditions liées aux caractéristiques des entreprises malgaches .....	103
2.5.4. Les mesures préparatoires de mise en place de la bourse.....	103
2.5.5. Cotations croisées.....	104
CONCLUSION PARTIELLE.....	106
CONCLUSION GENERALE.....	108

## **ANNEXES**

### **BIBLIOGRAPHIE**

## Liste des tableaux

Tableau n°01: Secteur institutionnel .....	5
Tableau n°02 : Les principaux agrégats.....	10
Tableau n°03 : Les soldes intermédiaires de gestion .....	32
Tableau n°04 : Clés du diagnostic financier.....	33
Tableau n° 05 : Contribution à la croissance du PIB (en points de pourcentage du PIB) ..	54
Tableau n°06 : Déficit budgétaire par rapport au PIB (en %)......	56
Tableau n°07 : Taux de pression fiscale (en %)......	56
Tableau n°08 : Variation de la masse monétaire en % sur la période Déc.05 à Sept.06.....	57
Tableau n°09 : Variation annuelle des contreparties de la masse monétaire (en pourcentage) .....	58
Tableau n°10 : Ressources bancaires par rapport au PIB.....	59
Tableau n°11 : Evolution des ressources bancaires collectées en 2004/2003 en milliards de FMG.....	60
Tableau n° 12 : Répartition des emplois du secteur bancaire (en%).....	60
Tableau n° 13 : Excès de réserves constituées par rapport aux réserves requises (en milliards d'ariary) .....	61
Tableau n°14 : Taux moyen annuel des BTA ( en %)......	67
Tableau n°15: Taux de croissance du PIB (en %)......	71
Tableau n°16: Taux d'inflation (en %)......	72
Tableau N° 17. Service de la dette extérieure .....	73
Tableau n°18. Encours de la dette extérieure (en millions de DTS) .....	74
Tableau n°19. Evolution des crédits bancaires par agent économique (en Milliards d'ariary) .....	75
Tableau n°20 : Réserves obligatoires de la BCM (en%).....	80
Tableau n°21: Présence et sophistication de marchés financiers .....	93
Tableau N°22: Indicateurs économiques.....	93
Tableau n°23 : Le ratio P/E des principales places boursières africaines.....	97

## Liste des figures

Figure n°01 : Circuits des flux réels.....	6
Figure n°02 : Circuits économiques.....	8
Figure n°03 : Flux monétaires.....	9
Figure n° 04: Le financement sur le marché financier.....	18
Figure n°05 : Présentation d'un Krach boursier asiatique.....	43
Figure n° 06 : Evolution de la consommation globale, privée et publique .....	55
Figure n° 07 : Evolution de l'épargne et des investissements (en milliards d'Ariary) .....	55
Figure n°08: Le stock de monnaie et sa croissance annuelle (en milliards d'Ariary) .....	57
Figure n°09: Evolution de taux de change (ARIARY contre EURO et USD).....	58
Figure n°10 : Répartition du crédit octroyé par secteur d'activité.....	70
Figure n°11 : Structure des crédits octroyés.....	70
Figure n 12: Taux d'épargne national par rapport au PIB.....	71
Figure n°13 : Répartition du crédit bancaire par branche d'activité.....	76
Figure n°14 : Répartition des crédits à l'économie par secteur d'activité .....	78
Figure n°15: Répartition des crédits par nationalité des bénéficiaires .....	79
Figure n°16 : Crédit bancaire au secteur privé en % du PIB en 2004.....	83

## LISTE DES ABREVIATIONS

**AEN** : Avoir Extérieur Net  
**AFD** : Agence Française de Développement  
**AON** : Appel d'Offres Négatifs  
**AOP** : Appel d'Offre Positif  
**APBEF** : Association Professionnelle des Banques et des Etablissements Financiers  
**APEC** : Association Professionnelle des Etablissements de Crédit  
**ASEA** : Association des Bourses Africaines  
**BAMES**: Banque Malgache d'Escompte et de Crédit  
**BCM** : Banque Centrale de Madagascar  
**BCRM** : Banque Centrale de la République Malgache  
**BEI** : Banque Européenne pour l'Investissement  
**BFV** : Banky Fampandrosoana ny Varotra  
**BIPE** : Bureau d'Information pour les Entreprises  
**BMC**: Banque de Madagascar et des Comores  
**BMOI** : Banque Malgache de l'Océan Indien  
**BNCOI-OI**: Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie de l'Océan Indien  
**BNI**: Banque Nationale de l'Industrie  
**BOA** : Bank Of Africa  
**BTA** : Bon de Trésor par Adjudication  
**BTM** : Bankin'ny Tantsaha Mpamokatra  
**BTP** : Bâtiment et Travaux Publics  
**CCBEF** : Commission de Contrôle des Banques et des Etablissements Financiers  
**CDLC** : Créances Douteuses, Litigieuses et Contentieuses  
**CGUB** : Comité de Gestion Unique de Banques  
**CNaPS** : Caisse Nationale de Prévoyance Sociale  
**CRDA** : Comité pour la Réforme du Droit des Affaires  
**CSBF** : Commission de Supervision Bancaire et Financière  
**DSRP** : Document Stratégique pour la Réduction de la Pauvreté  
**FBCF** : Formation Brute de Capital Fixe  
**FMI**: Fonds Monétaire International  
**IEM**: Institut d'Emission Malgache  
**INSTAT** : Institut National de la Statistique  
**IRCM** : Impôt sur le Revenu des Capitaux Mobiliers  
**JSE** : Bourse de Johannesburg  
**MCA** : Millenium Challenge Account  
**MEFB** : Ministère de l'Economie, des Finances et du Budget  
**MID** : Marché Interbancaire des Devises  
**NYSE**:Bourse de New York  
**OHADA** : Organisation pour l'Harmonisation Africaine du Droit des Affaires  
**OMEF** : Office Malgache pour l'Emploi et la Formation  
**PAS** : Politique d'Ajustement Structurel  
**PCG** : Plan Comptable Général  
**PIB** : Produit Intérieur Brut  
**PIN** : Produit Intérieur Net  
**PME** : Petite et Moyenne Entreprise  
**PNB** : Produit National Brut  
**PNN** : Produit National Net  
**PNUD** : Programme des Nations Unies pour le Développement  
**PPTE** : Pays Pauvres Très Endettés

**PROPARCO** : Promotion et de Participation pour la Coopération  
**RNF** : Revenu National des Facteurs  
**SBM**: State Bank of Mauritius  
**SFI** : Société Financière Internationale  
**SNI**: Société Nationale d'Investissement  
**UCB** : Union Commercial Bank  
**VA**: Valeur Ajoutée

## RESUME ANALYTIQUE

Le présent mémoire : « Le système financier et le développement économique de Madagascar » est consacré à l'analyse du système financier malgache en terme de participation de celui-ci à la stimulation de l'économie réelle. Il s'agit dans un premier temps de vérifier théoriquement le lien de causalité qui existe entre le secteur financier et le secteur réel et l'importance de l'efficience du système dans son ensemble (environnement macroéconomique favorable, infrastructure financière saine et marchés et institutions financiers robustes et performants) sur l'assurance du développement économique. Cependant, la prise en compte des préjudices majeurs qui peuvent survenir en cas de défaillance de ces sous systèmes retient aussi, de mêmes niveaux, notre attention. Sachant que toute perturbation majeure d'au moins un de ces éléments quelque soit son origine interne ou externe peut entraver le système tout entier par le biais d'une crise systémique sur l'ensemble de l'économie. Et cela nous amène à parler sans hésitation l'importance pour chaque pays d'instaurer un système financier robuste capable à absorber le choc interne ou externe et efficient favorable à l'épanouissement du secteur réel.

Au-delà des esquisses théoriques, nous projetons l'analyse sur le cas de Madagascar. Nous abordons deux questions complémentaires : Le système financier malgache : pourquoi si peu de financement alloué à l'économie surtout au secteur privé ? Et quelles sont les conditions nécessaires pour qu'il soit efficient en terme de développement économique ? A partir de ces questions notre étude se focalise d'abord sur les caractéristiques du système financier dans son ensemble avant d'aborder le diagnostic proprement dit de la situation. En effet, le secteur bancaire retient toute particulière notre attention vue le rôle clé que joue celui-ci dans l'ensemble de notre système financier. Comme tous autres pays émergents, à Madagascar, les banques dominant largement le système financier. Mais, malgré le renforcement de l'implication du secteur bancaire depuis leur privatisation des années 90, les banques sont très réticentes aux financements de l'économie et surtout du secteur privé. Le ratio de crédit au secteur privé sur le PIB n'est qu'en moyenne dans la période de 2001-2004 que 3,8%, ce qui est faible par rapport aux autres pays sous-développés.

Les causes du faible octroi de crédit aux entreprises sont à la fois du côté de l'offre et de la demande. Ainsi, du côté de l'offre, les banques sont réticentes à l'action de crédit aux entreprises privé, surtout les crédits à moyen et long terme. Ceci vient du fait qu'elles



jugent les risques économiques et institutionnels trop élevés inconnus par les entreprises malgaches fortement représentées par des entreprises individuelles de petite taille. Quant au côté de la demande de crédit, elle est contrainte par la stagnation de l'économie qui offrait peu d'opportunité en terme réel d'investissement des entreprises. De plus, les entreprises sont réticentes à la demande de crédit puisqu'elles jugent de leur côté le niveau des taux d'intérêt trop élevés. En somme, les principales sources de distance entre l'offre et la demande de crédit à Madagascar sont : la situation économique incertaine, les déséquilibres macroéconomiques, les informations asymétriques.

En conséquence, il existe une part importante des besoins de financement non satisfaite dans l'économie Malgache. Cependant, une alternative pourrait améliorer le financement de l'investissement à Madagascar : c'est l'installation d'une bourse de valeurs à Madagascar. En effet, d'après les expériences vécues par les autres pays africains concurrents directs de Madagascar, l'instauration d'une bourse des valeurs a permis de construire dans ces pays un cadre macroéconomique sain et performant avec une amélioration des principaux indicateurs économiques et une meilleure compétitivité des pays concernés. Tout de même, il ne faut pas trop se précipiter car la mise en place d'un marché boursier ne veut pas dire automatiquement une amélioration des principaux indicateurs économiques. Ainsi, les indicateurs de compétitivité ne se limitent pas seulement à voir si les niveaux des prix relatifs sont favorables à la promotion des exportations, mais aussi à considérer si la qualité de l'environnement économique, législatif et politique est favorable au développement des échanges et à l'afflux de capitaux. Tout d'abord, il faut mettre en place des mécanismes et réformes probants afin de s'assurer que les mesures incitatives considérées ont donné les effets attendus auprès des opérateurs. Ensuite, reformer le système juridique lié à l'environnement des entreprises pour instaurer la confiance voulue dans le système financier et faciliter la mise en place d'un marché boursier en accélérant la vitesse d'exécution de la réforme du système juridique et judiciaire. Et enfin, avant la mise en place effective de la bourse, les entreprises malagasy devront dans un premier temps être cotées à la bourse de l'île Maurice. Celles-ci constitueraient un embryon qui devenant plus consistant formerait le noyau d'une bourse à Madagascar.



## INTRODUCTION

Le système financier est un système vaste et complexe. Il se constitue des institutions et des marchés financiers, de l'infrastructure financière, des lois et du règlement qui les régissent et qui soutiennent leurs opérations et aussi d'un cadre macroéconomique dans lequel il évolue. D'une façon générale, il contribue au bien être de tous les agents économiques et entre dans le processus d'endogénéisation de la croissance à long terme en contribuant activement à l'accumulation du capital productif, à l'innovation technologique et en optimisant l'affectation des ressources à l'investissement.

L'expérience vécue de part le monde à montrer que toutes perturbations majeures d'au moins un de ces éléments qui le constitue peuvent avoir de graves répercussions sur le système financier tout entier et enfin de compte sur l'activité réelle. Ainsi, il est donc primordiale que les organismes financiers du secteur public et privé s'emploient à étayer solidement le système financier afin d'en assurer sa robustesse, sa performance et son bon fonctionnement. En d'autre terme, pour obtenir une meilleure compréhension de la place importante qu'occupe le système financier dans l'ensemble de l'économie, l'étude approfondie dans ce domaine et l'application des théories financières dans cette réalité s'avèrent nécessaires et fructueuses.

Dans le cadre de cette recherche : « le système financier et le développement économique de Madagascar », une analyse des impacts d'un comportement du secteur financier sur le développement du secteur réel s'avère nécessaire. Ainsi la question qui se pose est : pourquoi y a-t-il si peu de crédit alloué à l'économie et notamment au secteur privé et quelles sont les conditions nécessaires pour que le système financier soit efficient ? Ces deux questions complémentaires s'avèrent être importantes vu l'importance du système financier dans l'ensemble de l'économie et les préjudices importants qui peuvent apparaître en cas de perturbation d'au moins un de ces éléments. Le débat concernant le lien de causalité entre le secteur réel et le secteur financier est devenu au centre des débats économiques en ce moment. En effet, l'efficacité du système financier vise essentiellement à améliorer le bien être collectif et qu'avec un environnement vulnérable et volatile persistant comme le notre, le système financier n'arrive pas à se développer pour assurer le développement économique dans son ensemble.

Dans ce cas, le but de cette recherche étant de faire une analyse de l'importance du système financier sur le secteur réel, de diagnostiquer la situation financière malgache afin de pouvoir mettre en place un système financier robuste et performant compatible aux

besoins de l'économie malgache et capable d'absorber les chocs internes et externes qui peuvent entraver le bon fonctionnement de celui-ci.

Par conséquent, notre recherche se divisera en deux parties dont la première sera consacrée aux esquisses théoriques d'un système financier notamment sur le lien de causalité entre le secteur réel et le secteur financier en terme de croissance et en terme de crise systémique. Cette première partie sera présentée en trois chapitres : lien entre économie réelle et l'économie monétaire, les concepts de base sur le marché et les intermédiaires financiers et enfin les paramètres de robustesse et de fragilité d'un système financier. Dans la deuxième partie, l'étude se focalisera sur les orientations qu'on doit donner au système financier malgache. Elle se divisera en deux chapitres : le caractéristique du système financier ensuite d'aborder l'évaluation. Dans cette deuxième partie, le système bancaire retiendra toute particulièrement notre attention vu le rôle clé qu'elle joue dans l'ensemble de notre système financier. En effet, malgré les réformes appliquées à partir des années, le système financier malgache reste encore sous développé sur son ensemble et les banques pour de différentes raisons n'arrivent pas à répondre systématiquement aux besoins des agents économiques malgaches composés généralement dans la majorité par des petites et moyennes entreprises et des particuliers à faible revenus. Par conséquent, nous suggérons dans un dernier temps, de proposer des recommandations afin que le système financier malgache soit efficient et promoteur de développement économique pour Madagascar, notamment en installant un marché boursier proprement dit à Madagascar à partir de l'expérience d'autres pays africains notamment de l'île Maurice.

**PARTIE I :**  
**LES ESQUISSES THEORIQUES D'UN SYSTEME FINANCIER**

Cette première partie traitera théoriquement des liens de causalité entre le secteur réel et le secteur financier en terme de croissance et en terme de crise systémique. Pour cela, il faut identifier leur interrelation, ensuite pourquoi la nécessité d'une intermédiation financière sur le marché et enfin de mettre en évidence les paramètres qui font du système financier, un système robuste ou fragile.

**Chapitre 1:** Lien entre l'économie réelle et l'économie monétaire

**Chapitre 2:** Les concepts de base sur le marché et les intermédiaires financiers

**Chapitre 3:** Les paramètres de robustesse et de fragilité d'un système financier

# CHAPITRE 1

## LIEN ENTRE ECONOMIE REELLE ET L'ECONOMIE MONETAIRE

Ce présent chapitre aura pour objet de situer, décrire et expliquer le rôle et les modes de fonctionnement des circuits monétaires et financiers dans l'ensemble de l'économie. Il met en évidence la séparation théorique entre la sphère économique réelle et la sphère économique monétaire. Ensuite, ce chapitre analysera les sources de financements de l'économie.

### **Section 1 : Du circuit réel au circuit monétaire et financier**

« La production est l'acte originel de toute activité économique. En effet, nous pouvons considérer que l'économie réelle est l'objectif ultime de tous les mécanismes économiques puisqu'elle conditionne le niveau de vie des citoyens. Elle détermine le volume des biens économiques produits qui sont la seule réalité tangible, concrète et consommable »<sup>1</sup>. Dans ce postulat découle inévitablement un ensemble de questions dont la première ayant une liaison directe à la production et qui sont : Quoi produire ? Qui produit ? Et la deuxième c'est l'élargissement de l'analyse de l'acte de production qui nous amène à nous demander avec quels moyens sont assurés la production et comment elle se mesure. Les réponses à ces questions nous amènent à leur tour à analyser les éléments de la production et les moyens de la production.

### **1.1. Les éléments des circuits réels**

Dans ce domaine de l'économie réelle, notre étude se délimite uniquement dans les opérations sur « biens et services ». Sur cette base, il est possible de répondre aux questions précédemment posées : Quoi produire ? Qui produit ? Pour qui et comment produit-on ?

#### **1.1.1. Les biens économiques**

On appelle « bien » au sens économique du terme, tout ce qui contribue à satisfaire utilement les besoins humains. Les biens économiques sont très nombreux et très divers. D'après leurs caractères, d'après leurs modes de production, d'après leurs destinations, nous pouvons les classer en bien de consommation et bien de production.

Les biens de consommation sont des biens qui sont aptes à satisfaire directement et sans aucune transformation les besoins de l'homme. Les biens de production, par contre,

<sup>1</sup> D. DAUTRESME : « économie et marchés de capitaux ». COLLECTION ITB

sont des biens à des fins productives, c'est-à-dire, ce sont des biens servant à produire d'autres biens. Autrement dit, ils servent à produire des biens de consommation.

### 1.1.2. La production

« Par définition, la production est considérée comme l'activité socialement organisée consistant à créer des biens et services s'échangeant habituellement sur le marché ou obtenus à partir des facteurs de production s'échangeant sur le marché. »<sup>2</sup>

Elle est dite marchande lorsqu'elle s'échange ou est susceptible de s'échanger sur le marché à un prix donné. Et non marchande lorsqu'elle est mise à la disposition de l'utilisateur gratuitement.

En effet, **la production globale = consommation intermédiaire + production finale disponible**. Mais pour l'économie dans son ensemble, seule la production finale disponible est significative et qui correspond aux ventes de biens et de services produits par les entreprises moins les achats de produits à incorporer dans la production.

$$\text{Valeur Ajoutée (VA)} = \text{Chiffres d'affaire} - \text{Consommation intermédiaire.}$$

Enfin, pour décrire l'activité productive, la comptabilité nationale regroupe les flux réels autour d'un certain nombre de pôles ou centres de décision. Il s'agit de catégories d'agents économiques que l'on appelle les secteurs institutionnels.

Ces agents économiques sont regroupés en quatre secteurs institutionnels figurant dans le tableau ci-après :

**Tableau n°01: Secteur institutionnel**

<b>Secteur institutionnel</b>	<b>Fonctions principales</b>
Sociétés et quasi-sociétés non financières	Produire des biens et des services marchands non financiers
Administratives publiques et privées	Produire des services non marchands destinés à la collectivité et effectuer des opérations de redistribution du revenu et des richesses nationales
Ménages y compris entreprises individuelles	Consommer et en tant qu'entrepreneurs individuels, produire de biens et services marchands non financiers
Reste du monde	Importations, exportations de biens et services marchands

*Source : Cours de comptabilité nationale en 2<sup>ème</sup> année du premier cycle*

### 1.1.3. La consommation

<sup>2</sup> D. DAUTRESME : « économie et marchés de capitaux ». COLLECTION ITB

« La consommation est la quantité de biens ou services qui, par usure ou destruction permet de satisfaire directement les besoins. Dans l'opération de la consommation, les biens et les services sont censés être épuisés. »<sup>3</sup>

#### 1.1.4. L'investissement

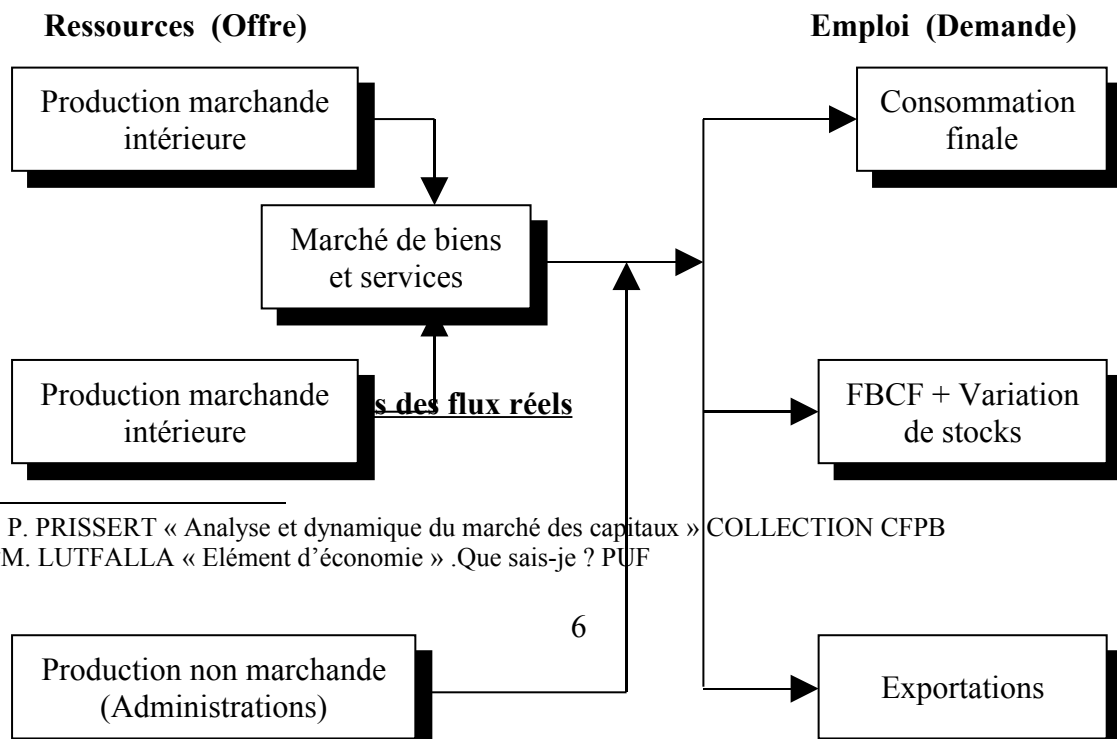
L'investissement ou formation brute de capital fixe (FBCF) est la quantité de biens qui, sans être incorporée à la production, permet de concourir à son accroissement.

La FBCF ne contribue réellement et directement à l'accroissement de la production que lorsqu'elle correspond à l'achat de biens de production par les entreprises. Il s'agit de l'investissement productif. Pour les administrations publiques, la FBCF ne concourt pas directement à l'augmentation de la production, c'est l'investissement public.

En faisant une synthèse sur les éléments énumérés ci-dessus et si on veut voir le rapport existant entre la production finale disponible et ses différentes utilisations (consommation, investissement, variation des stocks) il faut tenir compte aussi des importations et des exportations. Ainsi à l'équilibre, l'offre globale doit être égale à la demande globale pour une période donnée. D'où la naissance d'une équation fondamentale de la comptabilité nationale :

$$\text{« PIB + Importations de biens et services = Consommation finale + FBCF + variations de stocks + Exportations de biens et services. »}^4$$

Et à partir de cette équation, nous obtenons en définition les circuits réels de l'économie qui sont présentés dans un schéma global des flux de l'économie réelle. Ce schéma est fondé sur une analyse purement comptable et ne peut qu'être exactement équilibré pour une période donnée.



<sup>3</sup> P. PRISSERT « Analyse et dynamique du marché des capitaux » COLLECTION CFPB

<sup>4</sup>M. LUTFALLA « Elément d'économie » .Que sais-je ? PUF



*Source : Analyse et dynamique du marché des capitaux (P. PRISSERT)*

## **1.2. Les Constituants monétaires et financiers de l'économie**

Aucune considération n'a été faite de la monnaie, des actifs financiers ou du secteur institutionnel que constituent les opérations financières dans la première sous section. Aussi dans les circuits réels, les flux décrits et leur égalité pourraient-ils parfaitement s'adapter à une économie primitive de troc dans laquelle les échanges sur le marché de biens et services se feraient sans intermédiation monétaire. Certes, ceci n'a guère de sens de nos jours et il devient impossible car le développement des échanges exige de la souplesse. Dans ce cas, nous constatons immédiatement que l'économie réelle exige indispensablement un support monétaire et financier à plusieurs niveaux. Par conséquent, il paraît indispensable la nécessité de relier les ressources réelles aux emplois finaux par des circuits monétaires et financiers et qui forment en fait une réponse à la question : « Avec quels moyens est assurée la production ? ».

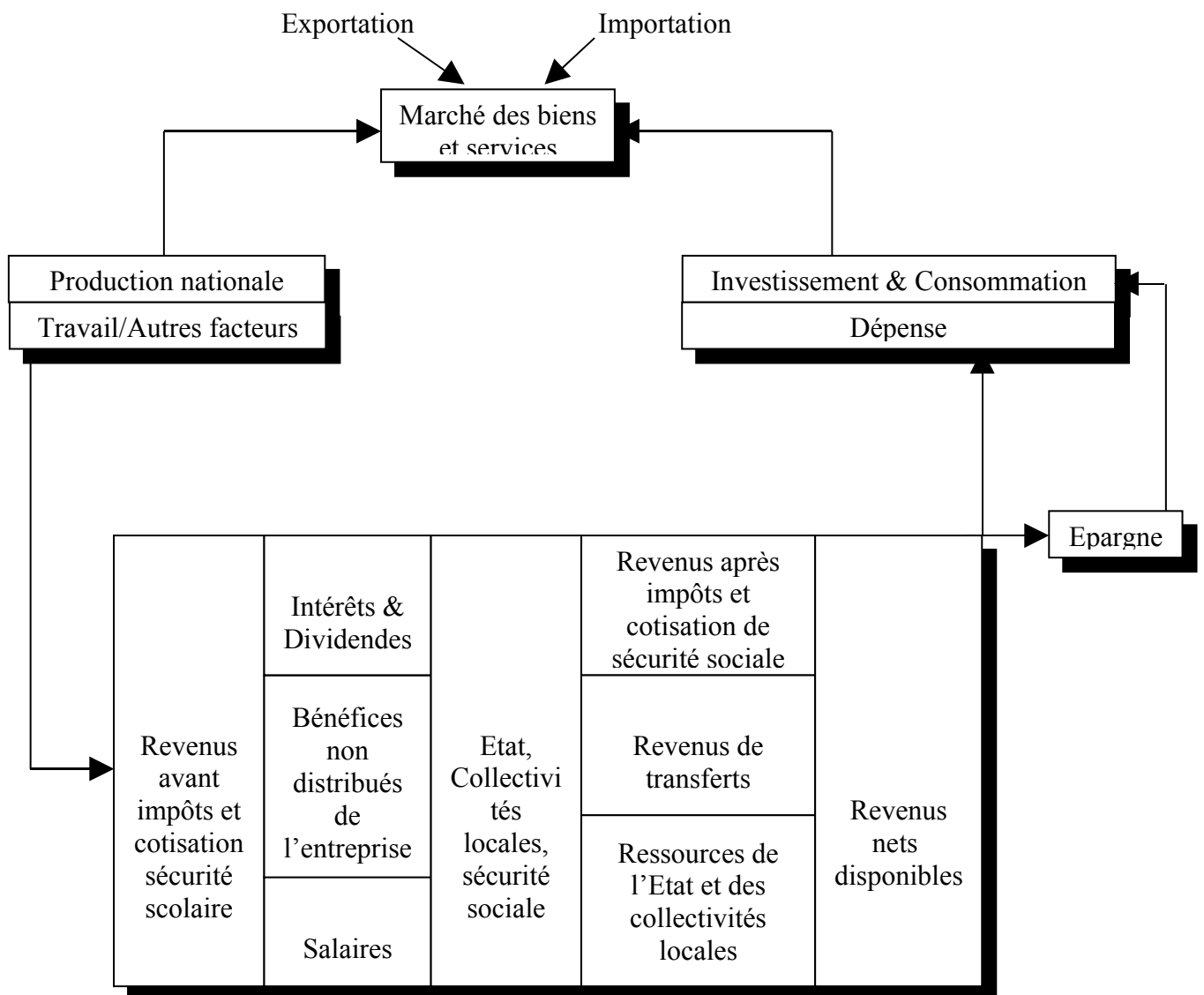
### **1.2.1. Les liaisons monétaires entre ressources et emplois réels**

Dans les circuits des flux réels que nous venons de tracer à la figure 1, ils n'apparaissent pas les rapports entre les agents économiques producteurs et les agents économiques consommateurs. Mais, dans l'ensemble de l'économie, il existe de circuits entre les ressources et les emplois dans lesquels vont s'effectuer des opérations de répartition et d'affectation des résultats des activités fonctionnelles des secteurs

économiques institutionnels. Et ces circuits fonctionnent à deux niveaux : celui de la distribution et de la répartition des revenus d'une part, celui de l'affectation des revenus nets disponibles d'autre part. La répartition, les transferts et les affectations des revenus disponibles sont des opérations particulièrement complexes dans une économie moderne et ne sauraient se concevoir sans une « monétisation » des circuits qui peuvent être maintenant représentés par le schéma ci-après :

Selon la présentation simplifiée de P. PRISSERT, « les circuits peuvent se présenter comme suit »<sup>5</sup> :

**Figure n°02 : Circuits économiques**



*1.2.2. La monétisation de l'économie*

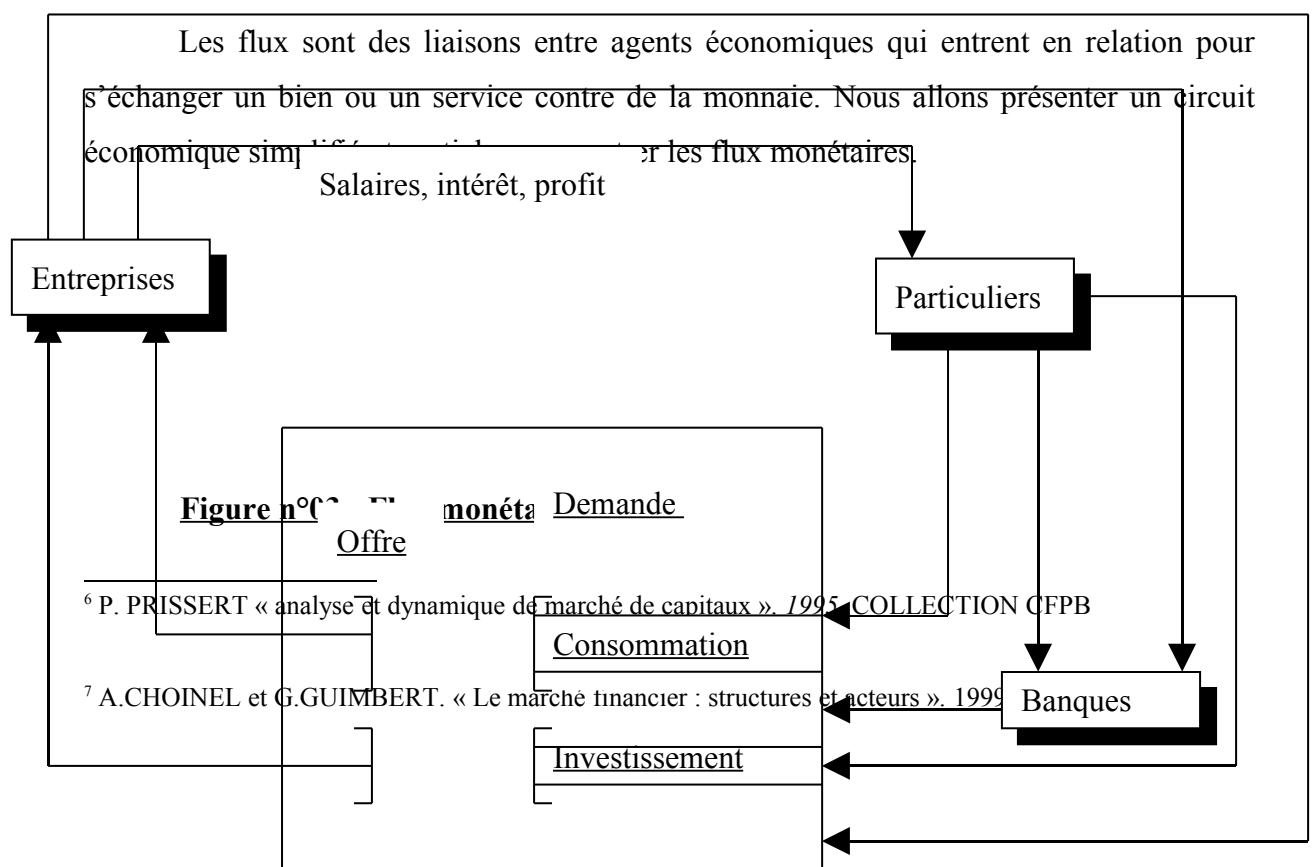
<sup>5</sup> P. PRISSERT « Analyse et dynamique de marchés de capitaux ». Collection CFPB

La monétisation de l'économie, entendue au sens de la mise à disposition des agents constituant les secteurs économiques institutionnels, de signes monétaires, est indispensable au fonctionnement cohérent des circuits économiques qui ont été précédemment décrits. La monnaie est tout d'abord, d'après la définition de P. PRISSERT : « l'instrument qui permettra de façon homogène et mesurable objectivement la rémunération des facteurs de production, la répartition définitive des revenus entre les agents économiques, afin de satisfaire les décisions de ceux-ci en ce qui concerne l'affectation de leur revenu en épargne ou dépense »<sup>6</sup>. Mais son rôle ne s'arrête pas à celui d'un simple support indispensable, certes, mais purement utilitaire, des activités réelles. « La monnaie participe dans l'essence même de l'économie de marché par son rôle d'intermédiaire des échanges sur les marchés eux-mêmes. La monnaie est donc essentielle à la mise en œuvre d'une économie de marché en tant que support d'expression de l'offre et de la demande de biens et services. »

Ensuite, la monnaie est encore indispensable au niveau des décisions financières prises par les agents économiques dans le cadre d'une économie de marché.

Ainsi, la monnaie introduite dans l'économie sous forme de crédits par les institutions financières sert d'une part au fonctionnement homogène et substantiel des circuits économiques, mais en conditionne également d'autre part, les capacités de croissance et de mutation en alimentant les opérations financières au travers de l'épargne et de l'investissement.

### 1.2.3. La mesure des flux monétaires



## Le Marché

*Source : D. DAUTRESME : « économie et marchés de capitaux ». COLLECTION ITB*

Ici, chaque flèche représente à la fois le paiement qui a été effectué et la chose qui a été payée. Par ailleurs, il s'agira d'une comptabilité à partie double, c'est à dire quand il y aura emploi pour un agent, il y aura nécessairement ressource pour un autre agent et vice-versa. Et chaque circuit est équilibré.

### 1.2.4. Les agrégats économiques

Les agrégats sont des quantités globales significatives de l'activité économique obtenues par addition de flux. Les plus importants sont les suivants :

$$* \text{ PIB} = \Sigma \text{ VA}$$

$$* \text{ PIB} - \text{Amortissement} = \text{Produit Intérieur Net (PIN)}$$

\*  $\text{PNB} = \text{PIB} + \text{revenus du travail, de la propriété et de l'entreprise reçus du reste du monde} - \text{déduction faite des revenus de même nature versés au reste du monde.}$

$$* \text{ PNN} = \text{PIB} - \text{Amortissement}$$

Et les relations entre les principaux agrégats de la comptabilité nationale sont présentées dans le tableau ci-dessous :

### **Tableau n°02 : Les principaux agrégats**

---

PIB  
+ Revenus du travail, de la propriété et de l'entreprise reçus du reste du monde  
- Revenus de même nature versés au reste du monde  
= PNB  
- Consommation de capital fixe  
= PNN  
- Impôts liés à la production perçus par les administrations publiques  
+ Subventions d'exploitation versées par les administrations publiques  
= **RNF (Revenu National des Facteurs)**

---

PNB  
+ Transferts courant autres que les revenus primaires reçus du reste du monde  
- Transferts de mêmes natures versées au reste du monde  
= Revenu National Brut (RNB)  
= **CONSOMMATION + EPARGNE BRUTE**

---

Epargne brute  
- Consommation de capital fixe  
= **EPARGNE NETTE**

---

*Source : Cours de comptabilité nationale 2<sup>ème</sup> année du premier cycle*

### **1.3. Les agrégats monétaires**

Chacun de ces agrégats est désigné par un sigle  $M_i$  ( $i=0, \dots, n$ ) et sa définition exacte est avant tout une question de convention qui peut être différente d'un pays à l'autre selon la structure de ses circuits financiers. Et ici, nous allons considérer la définition de D. DAUTRESME in « économie et marché de capitaux nationaux ». Et elle est inspirée à la réalité française.

\* «  $M_1$  : les disponibilités monétaires proprement dites. Ainsi  $M_1$  comprend essentiellement les billets de banque en circulation et les dépôts à vue auprès des institutions financières.

\*  $M_2$  : Les disponibilités monétaires et quasi-monétaires. Ainsi  $M_2 = M_1 +$  certain nombre de placements liquides gérés par les institutions financières et par le trésor public.

\*  $M_3$  : l'ensemble des liquidités de l'économie. Il regroupe tous les actifs financiers qui sont à la fois :

- détenus par les agents non financiers ;
- gérés par des agents financiers ( $M_3 = M_2 +$  obligations) et susceptibles d'être émis à long terme.

\* Enfin  $M_0$  : « base monétaire » qui est constituée de la monnaie banque centrale émise par celle-ci et figurant au passif de son bilan »<sup>8</sup>.

## **Section 2 : Le financement de l'économie**

La monnaie est donc créée essentiellement par les institutions financières à l'occasion d'accords de crédits dans les conditions rapportées dans la section précédente. Elle se transforme directement ou indirectement en revenus monétaires qui sont à leur tour consommés ou épargnés. Et juxtaposément à cela, la monnaie est introduite à l'économie sous forme de crédit. Ainsi pour se créer, se développer et assurer ses échéances, c'est à dire pour assurer le financement de ses investissements et de son exploitation, l'entreprise est conduite à faire appel au crédit, au-delà de son propre autofinancement. Ainsi cette section va traiter la notion de l'épargne et les besoins de financement

### **2.1. La notion d'épargne**

Posons :  $Y$  = revenu,  $C$  = consommation et  $S$  = épargne alors  $S = Y - C$ . C'est à dire l'épargne est la partie du revenu qui n'est pas consommée. Elle pourrait être liquide c'est à dire elle sera déposée à vue dans une banque, ou une caisse d'épargne ou même gardée en billets (thésaurisation). Mais elle pourrait aussi être durable, dans ce cas l'épargnant entend se priver de consommer pendant une longue durée alors il fait un placement moins facilement cessible (actions, obligations, terrains et immeubles).

Mais ce qui nous intéresse, c'est connaître les facteurs qui motivent les agents économiques de procéder à l'épargne puis les origines de l'épargne.

#### **2.1.1. Les motivations de l'épargne**

« Pour les économistes libéraux de l'école classique, le facteur essentiel qui détermine le montant de l'offre de capitaux est le prix qui est payé par les demandeurs de capitaux, c'est-à-dire le taux d'intérêt versé par ceux qui désirent emprunter »<sup>9</sup>. Donc, la thèse classique consistait à soutenir que dans ce domaine comme dans les autres, l'équilibre entre l'offre et la demande se réalisait automatiquement grâce aux prix.. Il était pensé que le taux d'intérêt était l'élément essentiel qui déterminait le niveau de l'épargne et de l'endettement. Mais cette théorie a été partiellement abandonnée à partir de 1930 car depuis les analyses effectuées par l'économiste anglais J.M. KEYNES, on s'est en effet aperçu que le montant de l'épargne est peu lié au taux d'intérêt. Mais il dépend d'un

<sup>8</sup> D.DAUTRESME « économie et marché de capitaux ». COLLECTION ITB

<sup>9</sup> J. MASSON « Les crédits bancaires aux entreprises » Collection ITB

ensemble de facteurs psychologiques et sociaux complexes qui n'ont que peu de rapports avec le taux d'intérêt. Au contraire, si le revenu est élevé il y a excédents de revenu consacrés à l'épargne alors on dit que la propension à épargner est proportionnelle au niveau du revenu. Ensuite, les facteurs dont dépend l'épargne individuelle sont multiples mais les importants sont les suivants : le niveau de revenu, l'importance du patrimoine, le taux d'intérêt, l'évolution des prix et la stabilité de la monnaie, le niveau de la fiscalité et le degré de stabilité sociale.

### 2.1.2. Les origines de l'épargne

Dans l'ensemble de l'économie, deux agents économiques dégagent une épargne à savoir les entreprises et les ménages :

- « L'épargne des entreprises : c'est l'autofinancement qui est constitué par les ressources que l'entreprise peut consacrer à ses besoins de financement après rémunération de ses salariés, de ses créanciers et de ses propriétaires.

CAF= Résultat + Amortissement – Distributions – Impôts

- L'épargne des ménages ( S ) =Revenu ( R ) – Consommation ( C ) »<sup>10</sup>.

### **2.2. Les besoins de financement**

Dans l'ensemble de l'économie, certains agents économiques ne consomment pas l'intégralité de leur revenu et dégagent une épargne qu'ils cherchent à placer. Ils ont donc une capacité de financement. D'autres agents, par contre, dépensent davantage que leur revenu. Ils ont un besoin de financement.

En effet, les besoins de financement, de capitaux, émanent de tous les secteurs non financiers de l'économie c'est-à-dire des entreprises, des ménages, de l'Etat et même de l'étranger. Mais chacun de ses secteurs a sa propre source de besoin.

- Pour les entreprises, les besoins de financement se manifestent lors de leur création, de leur extension et pour combler les creux passagers de trésorerie ;

- Pour les particuliers les besoins découlent du décalage qui existe entre le niveau de leurs revenus et le niveau des dépenses auxquelles ils doivent faire face ;

- Les besoins de financement de l'Etat peuvent être analysés comme la somme des éléments suivants : le déficit budgétaire, le déficit des régimes sociaux et les besoins d'emprunts des collectivités locales ;

- enfin pour l'étranger, ils sont équivalents à des sorties de capitaux.

---

<sup>10</sup> A.CHOINEL et G.GUIMBERT « Le marché financier : structures et acteurs » 1999. Collection ITB

Sur cette base, les agents qui ont des besoins de financement s'adressent aux agents à capacité de financement afin de leur emprunter leur excédent de revenu.

Pour résumer, ce chapitre, l'introduction de la monnaie dans le circuit économique est apparue logiquement par les besoins émanés de l'économie réelle pour se développer. Ensuite elle s'est introduite dans l'économie sous forme de crédits et se transforme en revenus monétaires puis assurent la capacité de financement des agents. Parallèlement à cela, les agents qui ont de projets d'investissement émanent de besoins de financement pour faire face à ces besoins, ils vont emprunter directement ou indirectement à des agents à capacité de financement. Et l'analyse de ce système de financement nous amène au deuxième chapitre pour analyser la structure des échanges de capitaux.



## CHAPITRE 2

### LES CONCEPTS DE BASE SUR LES MARCHES FINANCIERS

Nous avons développé dans le premier chapitre que les capitaux créés, à l'origine sous forme de monnaie pour répondre aux besoins des échanges, proviennent de revenus dont une partie n'a pas donné lieu à des dépenses directes de consommation et constituent l'épargne. En effet, le plus souvent, mais non pas forcément parce qu'il y a toujours une fuite de capitaux (thésaurisation), les disponibilités des agents économiques sont mises à la disposition des demandeurs de capitaux. Donc, au regard de la demande de capitaux, il existe une offre de capitaux, c'est le marché de capitaux. Pour son analyse, nous allons voir ses généralités, son rôle dans l'économie puis ses caractéristiques marquées par les imperfections des informations.

#### **Section 1 : Les généralités sur le marché financier**

Dans cette section, nous nous identifierons la définition du marché financier, ensuite, la segmentation de ce marché et enfin, les financements du marché.

##### **1.1. Définition du marché financier**

Pour se procurer des financements nécessaires, les agents économiques effectuent des transactions sur le marché des capitaux. « Le marché financier est le marché des capitaux à long terme par opposition au marché monétaire qui est celui des capitaux à court terme »<sup>11</sup>. En d'autre terme, le marché de capitaux est le lieu où s'échangent la monnaie ou les contrats monétaires conditionnels (les produits dérivés). En effet, les agents économiques effectuent des emprunts et des placements à long terme sur le marché financier.

##### **1.2. Segmentation du marché financier**

Le marché financier a deux compartiments : d'abord, il y a le marché primaire et ensuite le marché secondaire.

###### *1.2.1 Le marché primaire*

Sur le marché primaire, les agents économiques qui ont besoin de capitaux émettent des titres. Ces agents font appel à l'épargne disponible en émettant des titres. En contrepartie, les agents économiques qui ont une capacité de financement vont acheter ces titres, ceux qui les ont émis reçoivent les liquidités nécessaires.

---

<sup>11</sup> A.CHOINEL et G.GUIMBERT « Le marché financier : structures et acteurs » 1999. Collection ITB

Le marché primaire est donc le marché neuf. Sa fonction est de drainer des capitaux à long terme pour satisfaire les besoins de financement de ceux qui en demandent. Pour être actif, le marché primaire doit s'appuyer sur le marché secondaire actif.

### 1.2.2. Le marché secondaire

Le marché secondaire est un marché d'occasion sur le quel s'échangent des titres déjà émis sur le marché primaire. C'est le lieu de rencontre des propriétaires des titres et d'investisseurs souhaitant acquérir le même titre. Elle est également connue sous le nom de bourse des valeurs.

Mais il est annoté que le marché financier ne saurait pouvoir fonctionner tout seul. Il aura besoin nécessairement d'un moyen de financement.

## **1.3. Le financement du marché**

Le système de financement du marché se compose essentiellement en deux grandes catégories : la finance directe et la finance indirecte.

### 1.3.1. La finance directe

Appelée également finance désintermédiée ou économie de marchés de capitaux. « C'est un marché sur lequel sont souscrits et s'échangent directement des titres (valeurs mobilières ou titres négociables) représentatifs de participations ou de créances émis par les entreprises financières et non financières privées ou publiques »<sup>12</sup>. Avec la finance directe donc, les agents en besoin et en capacité de financement entrent directement en relation en se présentant sur des marchés dits marchés de capitaux. Les deux parties concluent un contrat sur le marché des capitaux, ce qui signifie qu'ils se sont mis d'accord sur un montant, une date de remboursement et un prix, le taux d'intérêt.

Par ailleurs, « d'une façon générale, l'apport direct de fonds d'épargne aux emprunteurs concerne surtout les opérations à long terme avec émission de valeurs mobilières sous forme de constitution ou d'augmentations de capital d'une part de prêts à long terme d'autre part. Il s'agit du *marché financier* classique qui comporte obligatoirement un marché dit secondaire qui est constitué par les *bourses de valeurs mobilières* »<sup>13</sup>.

De plus, il faut préciser que les titres en cause sont essentiellement des actions (valeurs à revenu variable) dont la durée de vie est indéterminée, des obligations (valeurs à

<sup>12</sup> S. DE COUSSERGUES « gestion de la banque : du diagnostic à la stratégie ». 1999. DUNOD

<sup>13</sup> A. CHOINEL et G. GUIMBERT « Le marché financier : structures et acteurs » 1999. Collection ITB

revenu fixe) dont la durée de vie peut aller de 5 à 25 ans et enfin des titres négociables de quelques jours à 5 ans. Et chaque catégorie de titres constitue un compartiment du marché.

« Par conséquent, on distingue le marché financier primaire sur lequel sont émis les titres neufs. Mais ce marché financier primaire ne saurait se développer sans la présence d'un marché secondaire sur lequel les souscripteurs de valeurs mobilières et des titres négociables peuvent vendre leurs titres et retrouver leur liquidité »<sup>14</sup>.

Ces considérations expliquent l'existence des « bourses de valeurs mobilières » qui constituent précisément ce marché secondaire indispensable. Ceci explique également les rigidités des règles de cotations et de l'organisation des bourses qui sont administrées par une catégorie particulière d'intermédiaires dont le statut varie selon les pays. De plus le fonctionnement des bourses est généralement contrôlé et surveillé par un organisme public spécialement créé à cet effet.

Et notons également que l'existence de la finance directe ne signifie pas pour autant absence ou atrophie du système bancaire. Dans les économies de marché de capitaux, les deux processus coexistent et les systèmes bancaires sont également présents.

### 1.3.2. La finance indirecte

Appelée également finance intermédiée ou économie d'endettement. Avec cette forme, un intermédiaire financier vient s'intercaler entre les agents à capacité aux agents à besoin de financement. Cet intermédiaire emprunte aux agents à capacité de financement leur épargne en leur proposant des contrats de dépôts, ce faisant l'intermédiaire collecte des capitaux. Puis, il va prêter les capitaux ainsi collectés aux agents à besoin de financement en leur proposant des contrats de crédit. Donc c'est avec cette façon que la situation est dite finance indirecte

Par ailleurs, il n'y a plus de face-à-face entre les prêteurs et les emprunteurs. L'allocation de ressources financières transite par des organismes que l'on appelle intermédiaires financiers, d'où l'appellation d'économie d'endettement, les projets d'investissement étant financés par des crédits bancaires.

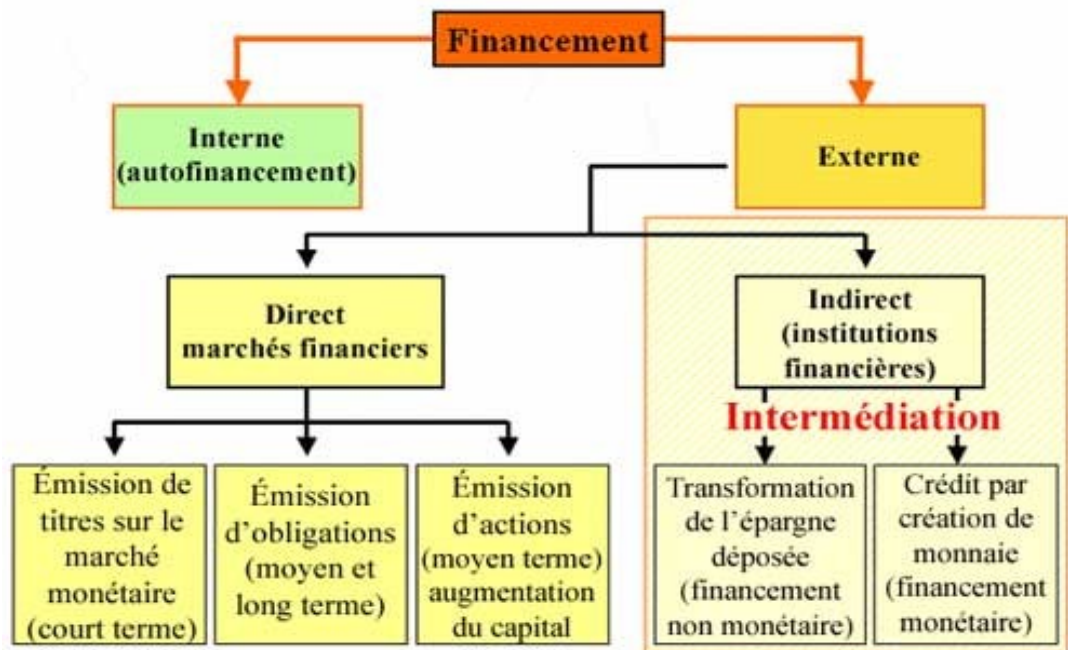
Et la question qui se pose c'est pourquoi la finance directe n'arrive pas à éliminer la finance indirecte puisque des intermédiaires financiers, en s'intercalant entre prêteurs et emprunteurs, renchérissent l'allocation des ressources en prélevant une marge nécessaire à l'équilibre de leur exploitation. Répondre à cette question nous amène à la suite d'analyser les structures du marché de capitaux.

---

<sup>14</sup> A.CHOINEL et G.GUIMBERT « Le marché financier : structures et acteurs » 1999. Collection ITB

La figure ci après montre le financement sur le marché financier.

**Figure n° 04: Le financement sur le marché financier**



L'opposition la plus utilisée par les économistes est celle qui distingue le financement de marché du financement intermédié :



Si le système bancaire permet aux agents économiques de se procurer le financement nécessaire, on serait tenté de dire que le marché financier ne sert pas à grand-chose. Nous allons voir le rôle du marché financier dans l'économie.

## **Section 2 : Rôle du marché financier dans une économie**

Dans une économie, deux catégories d'agents existent, ceux qui ont un besoin de financement et ceux qui ont des excédents, et le marché financier assure une intermédiation entre ces deux catégories.

### **2.1. Les fonctions économiques du marché**

Les différentes fonctions du marché peuvent être regroupées en cinq thèmes :

- Circuit de financement de l'économie nationale
- Mobilité de l'épargne investie
- Instrument de mesure de la valeur des actifs
- Facilitation de regroupement des actifs
- Lieu de négociation du risque

#### **2.1.1. Circuit de financement de l'économie nationale**

La fonction première du marché financier est de drainer une partie de l'épargne en vue de contribuer au financement de l'économie. Il collecte des capitaux auprès des agents économiques qui disposent de capacités de financement, procure aux entreprises et administrations publiques de longues ressources. De plus, les capitaux qu'il collecte constituent un financement important pour compléter l'autofinancement.

Le marché joue donc le rôle d'intermédiaire financier. Non seulement le marché financier assure le financement de l'économie mais il contribue également à assurer la mobilité de l'épargne investie.

#### **2.1.2. Mobilité de l'épargne investie**

Les épargnants qui achètent les titres sur le marché financier ont la possibilité de vendre. Tout investisseur qui n'a pas confiance dans l'entreprise dont il a acheté un titre peut investir dans une autre société plus rentable et revendre son titre. L'épargne investie peut donc devenir liquide et la transaction s'effectuera sur le marché secondaire ou la Bourse des valeurs.

Quand la transaction des titres déjà émis s'effectue sur la bourse des valeurs, il y a à chaque séance un cours donné pour chaque titre. De ce fait, c'est un instrument de mesure irremplaçable de la valeur d'une entreprise.

#### **2.1.3. Instrument de mesure de la valeur des actifs**

La cotation sur le marché secondaire, à côté des autres techniques d'évaluation des patrimoines des entreprises entre autre l'analyse du bilan ou les comptes de résultats,

permet de diffuser des informations auprès du public. En effet, le système bancaire et les établissements publics auront des informations sur la valeur des entreprises. Les créateurs d'entreprises pourront diffuser le capital de leurs sociétés et permettra ainsi la vente et les cessions d'entreprise.

#### 2.1.4. Facilitation de regroupement des actifs

Le marché financier joue un rôle important dans le processus de concentration et de regroupement des entreprises. Il permet de réaliser des économies d'échelle et de lutter contre la concurrence. Dans ce processus, l'émergence des grands groupements d'entreprises permet d'affronter la concurrence internationale et de conquérir une part plus substantielle du marché mondial. De ce fait, le marché financier facilite la fusion d'entreprise dans la mesure où la bourse des valeurs offre aux sociétés cotées la possibilité d'achat de filiales, ou faire une simple prise de participation.

#### 2.1.5. Lieu de négociation du risque

L'innovation financière rendue possible par la déréglementation des produits et la création de marchés dits « dérivés » a mis en évidence le rôle que joue le marché des capitaux et en particulier la marché financier dans la gestion par les agents économiques de leurs risques. Couvrir une exposition au risque, spéculer, procéder à des arbitrages, occupent aujourd'hui nombre d'opération dans les salles de marchés, car l'interconnexion des différents compartiments du marché des capitaux et les variations plus erratiques des cours accentuent l'importance de cette fonction.

Comme tout marché, il est nécessaire de savoir quels sont les produits et les instruments financiers qui se traitent au niveau du neuf (marché primaire) et sur le marché d'occasion (la bourse).

### 2.2. Les instruments financiers utilisés<sup>15</sup>

Le marché financier est tout d'abord un marché de valeurs mobilières. Par définition, « les valeurs mobilières sont des documents représentatifs d'une participation (action) ou d'une créance (obligation) qui sont susceptibles de procurer des revenus à leurs détenteurs ».

#### 2.2.1. Les actions

Une action est un titre délivré par une société anonyme qui confère à ses détenteurs (l'actionnaire) la propriété d'une partie du capital. L'action confère à son détenteur le droit

---

<sup>15</sup> A.CHOINEL et G.GUIMBERT « Le marché financier : structures et acteurs » 1999. Collection ITB

de vote qui lui permet d'intervenir dans la gestion de l'entreprise en participant aux assemblés généraux. Elle confère également à son détenteur la vocation de recevoir une partie des bénéfices qui est le dividende.

### 2.2.2. Les obligations

Une obligation est un titre représentatif d'emprunt contracté par une personne morale pour un montant et une durée indéterminée auprès d'une personne physique qui l'a souscrit. Le titulaire de l'obligation perçoit un intérêt fixe contrairement aux dividendes des actions qui sont des revenus variables.

Dans les pays en voie de développement, la distinction entre ces deux titres s'est progressivement estompée avec l'apparition de titre plus sophistiqués, entre autres les obligations convertibles et les autres innovations financières telles les certificats d'investissement ou les actions à dividendes prioritaires sans droit de vote.

L'étude du marché financier dont le rôle principal est d'assurer le financement de l'économie revient à maximiser les agents économiques sur le marché financier.

## 2.3. Les acteurs du marché financier

Le marché assure le financement de l'économie. Il met en relation les besoins et les capacités de financements des agents économiques. Les ménages sont structurellement prêteurs c'est-à-dire ayant une capacité de financement et les entreprises et les administrations sont emprunteuses.

### 2.3.1. Les ménages

Le revenu joue un rôle dans la décision financière des ménages. Les économistes accordent à dire qu'à chaque fois que le revenu augmente de 1%, l'épargne augmente de 1,35% et que les comportements de consommation assez rigides font qu'une hausse du revenu est absorbée par l'épargne.

La motivation d'épargne des ménages est la précaution, c'est-à-dire qu'ils épargnent dans le but de payer les dépenses imprévues mais aussi assurer l'avenir. Les ménages effectuent donc des placements financiers c'est-à-dire qu'ils achètent des valeurs mobilières pour pouvoir obtenir par la suite des dividendes ou intérêts. Ils vont intervenir sur le marché financier pour placer leurs épargnes dans les titres.

### 2.3.2. Les entreprises et les administrations

Pour pallier l'insuffisance de leur autofinancement, les entreprises font appel à l'épargne publique en émettant des actions sur le marché primaire. En contrepartie des actions offertes, l'entreprise perçoit les liquidités équivalentes à la valeur du titre.

Il en est de même pour les administrations publiques qui, pour financer le déficit budgétaire, émettent des titres sur le marché primaire. Cela peut être des titres de créances comme les bons de trésors mais également des actions des sociétés d'Etats.

### **Section 3 : Les imperfections du marché et le rationnement de crédit**

Le rôle de l'intermédiation ne peut se comprendre qu'en réponse aux caractéristiques de marché de capitaux. Il est donc clair qu'en supposant, dans la lignée des travaux d'Arrow Debreu l'efficacité des marchés (marché complet) et une information symétrique des différents agents, l'intermédiation est inutile. Le financement peut s'opérer directement sur les marchés financiers à partir d'opérations d'émission de titres. Mais dans les marchés de capitaux, l'efficacité et l'information symétrique sont loin d'être prouvées même avec des anticipations rationnelles des acteurs.

#### **3.1. Les asymétries d'information**

Les marchés financiers, dans de nombreux cas, sont caractérisés par les différences informationnelles entre acheteurs et vendeurs. Si les emprunteurs connaissent leur assiduité, leur rectitude morale ainsi que toute information intrinsèque à leurs projets, les prêteurs de leur côté ne peuvent prétendre à une connaissance exhaustive des caractéristiques réelles des emprunteurs. Donc la caractéristique principale de marchés de capitaux est l'asymétrie d'information. Et l'existence de cette asymétrie d'information oblige les institutions de crédit à rationner le crédit pour mieux se prémunir des risques de non remboursements.

#### **3.2. Le rationnement du crédit**

Le rationnement de crédit est un fruit de travail de J. Stiglitz et A. Weiss et est une suite logique de travaux de recherche effectuée par G. Akerlof en 1970. Il est fondé sur les asymétries d'information entre prêteurs et emprunteurs. Deux aspects directs de l'asymétrie d'information sont habituellement identifiés: l'antisélection et le risque moral.

##### *3.2.1. L'antisélection*



L'antisélection, appelé aussi sélection adverse représente l'incapacité à obtenir une information exhaustive sur les caractéristiques de biens apparemment identiques. Il s'agit d'un problème d'opportunisme précontractuel résultant du fait que les individus détiennent des informations privées non accessibles au cocontractant. Sur le secteur bancaire, le phénomène d'antisélection apparaît lorsque l'emprunteur conserve, même après examen attentif par le créancier des informations disponibles, un avantage informationnel sur son partenaire. Le partage inéquitable du savoir concernant le risque de défaillance attaché aux crédits rend problématique l'identification des bons emprunteurs. Ainsi, à défaut de pouvoir fixer un taux d'intérêt qui correspond au risque effectif du projet à financer, la banque applique un taux reflétant la qualité moyenne des emprunteurs. Une telle pratique conduit alors à pénaliser les individus dans le projet peu risqué en leur faisant payer une prime de risque plus élevé que leur risque effectif et avantage, inversement les agents détenant des projets risqués, la prime de risque facturée étant inférieure au risque réel de l'emprunteur. Ainsi, les bons risques vont quitter le marché: il y a antisélection. Cet effet engendre potentiellement un phénomène de rationnement du crédit qu'il est possible d'analyser comme une situation imparfaite au manque de transparence et à l'hétérogénéité des différents projets d'emprunt.

### 3.2.2. *Le Hasard moral*

« Le hasard moral ou aléa moral, est une situation où l'incompétence de l'information provient des actions et comportements non observables susceptibles d'être entrepris par les agents après signature du contrat. C'est donc une forme d'opportunisme post contractuel. Ainsi, les individus sont susceptibles de poursuivre leurs intérêts personnels aux dépenses d'autrui »<sup>16</sup>. Donc, les problèmes liés à l'aléa moral apparaissent lorsqu'un individu entreprend une action inefficace ou procure une information inexacte parce que ses intérêts individuels ne sont pas compatibles avec les intérêts collectifs et parce que ni les informations données ni les actions entreprises ne peuvent être contrôlées.

« La notion de risque moral conduit à mettre l'accent sur les comportements stratégiques résultant de l'inobservabilité de certaines actions et se traduisant par le non respect des engagements »<sup>17</sup>.

Dans ce contexte, ce manque de contrôle est le résultat des comportements des créanciers vis-à-vis des coûts de contrôle. Donc, le marché risque de ne pas pouvoir mettre en place un système de contrôle efficace car le financement par émission d'actions ou

---

<sup>16</sup> P. MILGROM et J. ROBERTS in N. GARDES « des cours et des ressources sur les théories financières »

<sup>17</sup> K. ARROW in F. RICCI « économie de l'incertain et de l'information »

d'obligations, qui conduit à diluer la fonction de contrôle entre les mains d'un grand nombre de personnes, est susceptible de faire apparaître des comportements de « free rider ». L'école du « public choice », en terme de théories de jeu, a en effet mis en évidence la possibilité pour les individus, à l'équilibre, d'adopter un comportement de cavalier libre lorsque ceux-ci savent que leurs choix n'affectent pas de manière sensible et mesurable le résultat final. Ainsi, certains créanciers, pourront préférer laisser le coût du contrôle aux autres, tout en bénéficiant des effets de celui-ci. En somme, l'aléa moral est un problème d'information. Ce sont donc les difficultés et les coûts de détection et de contrôle du comportement approprié qui génèrent le problème de l'aléa moral et il devient un facteur qui rend le marché d'être imparfait.

### 3.2.3. La manifestation du rationnement de crédit

Plusieurs auteurs ont essayé de modéliser le rationnement du crédit mais le modèle qui sert généralement de référence au sein de la littérature du rationnement de crédit est celui présenté par J. Stiglitz et A. Weiss. Ils présentent un modèle de rationnement de crédit dans lequel, parmi des emprunteurs identiques, certains ont de prêts et d'autres non: « we reserve the term credit rationing for circumstances in which either (a) among loan applicants who appear to be identical some receive a loan and others do not, and the rejected applicants would not receive a loan even if they offered to pay a higher interest rate; even though with a larger supply of credit they would<sup>18</sup> .

Dans cette théorie, le taux d'intérêts qu'un individu accepte de payer agit comme un moyen de discrimination car seules les entreprises dont le projet est à haut risque accepteraient d'emprunter à de telles conditions. Par conséquent, l'accroissement du taux d'intérêt peut accroître le risque du portefeuille de prêt du prêteur en provoquant une dégradation de la qualité et de la rentabilité des actifs financiers, dans la mesure où elle se traduit par un accroissement de la proportion de mauvais emprunteurs ou elle incite un développement de projets plus risqués qui ont d'ailleurs une probabilité de succès plus faible mais des rendements plus élevés en cas de succès.

« Ainsi, un taux d'intérêt ne peut équilibrer le marché du crédit. S'il est trop bas, la rentabilité des prêts n'est pas assurée, s'il est trop haut les projets les moins risqués seront dissuadés. Donc, les emprunteurs qui semblent les plus risqués sont rationnés »<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> J.E.STIGLITZ et A.WEISS « Macroeconomic equilibrium and credit » NBER Working paper n°2164

<sup>19</sup> P.GOSHE D.MOOKHERJEE D.RAY « credit rationing in developing countries : An overview of the theory »

En conclusion de cette section, lorsqu'il n'est pas possible d'évaluer la probabilité de défaillance associée aux demandes de capitaux des emprunteurs potentiels (asymétrie d'information), les prêteurs risquent, en augmentant leurs primes du risque, de sélectionner les projets les plus risqués (antisélection) ou bien d'inciter les emprunteurs, après l'obtention de leur financement, à choisir des projets plus hasardeux pour accroître leur gain en cas de réussite (aléa moral). Dans ce cas, les contributions récentes sur la théorie de l'intermédiation financière affirment que l'intermédiation bancaire se révèle être la voie la plus efficace pour résoudre ces problèmes de particularité des marchés de capitaux.

#### **Section 4 : L'intermédiation et les intermédiaires financiers**

L'objet de cette section est de donner les arguments qui justifient la nécessité des intermédiaires financiers dans l'allocation de ressources et ainsi citer les différentes institutions financières dans l'économie.

##### **4.1. Les arguments d'intermédiation financières**

Les intermédiaires financières, surtout les banques occupent des places importantes dans l'allocation des ressources. Cette importance peut se justifier sur trois arguments majeurs.

###### *4.1.1. L'intermédiaire financier et les coûts de transaction*

D'après ce que nous avons expliqué dans la section précédente le marché de capitaux est caractérisé par l'asymétrie d'information entre acheteurs et vendeurs. Et les théories de l'intermédiation affirment que l'intermédiation bancaire se révèle être la voie la plus efficace pour résoudre les problèmes d'incitations qui affectent le marché des crédits dans le cadre d'une information symétrique.

« Seuls les intermédiaires financiers seraient aptes à résoudre les problèmes inhérents aux asymétries informationnelles des marchés financiers »<sup>20</sup>. Ils sont dotés d'une meilleure information que le reste du marché grâce à la durabilité de la relation client, ces intermédiaires seraient à même de diversifier leur portefeuille et ainsi réduire le risque global : « l'émergence de l'intermédiation résulte donc des économies de coûts de transaction d'information liés à la surveillance de la qualité des projets »<sup>21</sup>

<sup>20</sup> H.E Leland et D.H Pyle in H. DE LA BRUSLERIE « Analyse financière et risque de crédit », 2001, Dunod

<sup>21</sup> D.W Diamond in N. Gardes « Des Cours et des sources sur les théories financières » 2001

Dans ce cas, l'intermédiaire financier internalise les coûts supportés par les prêteurs et emprunteurs sur le marché de capitaux et se forge une véritable compétence dans le traitement de l'information. Les banques et leurs clients, particuliers et entreprises, entretiennent des relations de long terme ce qui signifie que la relation banque client est une relation durable. En effet, les deux parties ont tout intérêt à la stabilité de cette relation car outre les raisons évidentes de commodité, crédit signifie confiance et cette confiance ne peut se manifester qu'à l'issue d'une longue période de contacts fréquents.

#### 4.1.2. La banque et la gestion des risques

Le risque de crédit est le fruit de la présence d'aléa moral sur le marché de capitaux. Comme déjà défini dans la section précédente, l'aléa moral est une situation par laquelle l'emprunteur a intérêt de dévier les actions entreprises après la signature de contrat. Dans ce cas, seul l'intermédiaire financier, de par sa dimension et de par le montant élevé de la créance, disposera à la fois des moyens et de la motivation nécessaire pour exercer une fonction de contrôle. Car, le problème de l'aléa moral est généré par les difficultés et coûts de détection et de contrôle du comportement approprié par l'emprunteur. Les activités de sélection des risques nécessitent en effet un investissement spécifique comme l'expertise financière, *l'outil de scoring* et la connaissance des secteurs.

Ainsi, les banques ont développé une véritable expertise dans l'évaluation et le suivi du risque de crédit qu'elles mettent au service des agents à capacité de financement. Elles maîtrisent tous les outils d'analyse du risque de crédit, elles savent rédiger des contrats de crédit avec des clauses incitant les emprunteurs à honorer leurs engagements et assortis de prises de garantie, elles assurent le suivi quotidien des dossiers de crédit et prennent les mesures nécessaires en cas de défaillance de la contrepartie, ce que des prêteurs non qualifiés ne sont pas en mesure de faire.

Enfin, la banque assure directement le risque de crédit qu'elle gère grâce à la division des risques.

#### 4.1.3. la banque et l'assurance de liquidité

Les contrats de dépôts, comme ceux de crédits, fournissent aux clients une assurance de liquidité.

Les dépôts bancaires : les ménages font preuve d'une préférence pour la liquidité et d'une aversion plus ou moins moniste pour le risque. Or, le dépôt bancaire est un actif parfaitement liquide. Il est accepté par tous comme moyen de paiement d'autant plus que lui sont associés des modes de transfert commodes comme le chèque, le virement ou le

paiement par carte bancaire. Des systèmes de compensation assurent la transférabilité entre les banques des dépôts collectés.

Les crédits bancaires : le contrat de crédit garantit à l'emprunteur une fourniture immédiate de liquide pour engager sous délai des dépenses.

Et, seuls les organismes financiers possèdent le privilège de créer la monnaie scripturale.

## **4.2. Les intermédiaires financiers**

D'une façon plus générale, les intermédiaires financiers sont constitués de trois catégories d'institutions : le trésor public, les institutions financières bancaires et les institutions financières non bancaires.

### 4.2.1. Le Trésor public

Il joue un rôle essentiel dans le financement de l'Etat et de ses satellites. La banque centrale assure, à titre exclusif et gratuitement, en contrepartie du privilège d'émission, les fonctions du banquier du trésor public. La fonction essentielle du trésor public consiste à financer, par les avances de la banque centrale et le déficit budgétaire, les besoins de trésorerie de l'Etat.

### 4.2.2. Les institutions financières bancaires

Les institutions bancaires dont la caractéristique essentielle est de recevoir des dépôts du public et de consentir des crédits peuvent comprendre de nombreuses catégories d'établissements.

Nous pouvons distinguer essentiellement :

- les banques de droit commun ;
- les établissements publics ou privés de crédit à caractère mutualiste.

### 4.2.3. Les institutions financières non – bancaires

Les institutions financières non – bancaires sont ceux qui : soit ne reçoivent pas de dépôts, du public, soit ne consentent pas directement des crédits. Leur rôle est donc asymétrique. Il s'agit notamment des sociétés financières non bancaires publiques, semi-publiques ou privées qui se distinguent des banques par le fait qu'elles ne reçoivent des dépôts du public ou que ces dépôts, lorsqu'elles en reçoivent, sont assignés à des emplois particuliers. A ces établissements font partie parfois : les compagnies d'assurances, les

organismes d'assurance sociale et de retraite et les institutions de gestion collective d'épargne.

En somme, le marché de capitaux se manifeste sur deux aspects à savoir le marché direct et le marché intermédié. Et il est, en tout état de cause, marqué par l'existence d'asymétrie informationnelle qui le conduit à l'imperfection. Ainsi, c'est l'imperfection des marchés qui explique l'existence d'intermédiaires financiers et la spécificité de l'un d'eux, la banque, qui réduit les coûts et l'incertitude la transformation de l'information et des risques en liquidités.

## CHAPITRE 3

### LES PARAMETRES DE ROBUSTESSE ET DE FRAGILITE D'UN SYSTEME FINANCIER

Les acteurs économiques à savoir : les ménages, toutes les sociétés et les institutions qui constituent le cadre permettant d'effectuer les opérations de canalisation d'épargne vers l'investissement sont réunis dans un système plus vaste et de plus en plus complexe qui est le système financier. D'une façon générale, il se compose des institutions financières (banques, compagnie d'assurance, firmes de courtage) ; des marchés financiers, sur lesquels les prix sont fixés et les actifs sont négociés et des systèmes de compensation et de règlement qui permettent les échanges d'actifs entre les entreprises et les particuliers. En effet, le système financier solide est essentiel pour la croissance économique. « Mais, l'expérience vécue de par le monde a montré que toute perturbation majeure d'au moins un de ces trois éléments, qu'elle trouve son origine au pays même ou à l'étranger, peut avoir de graves répercussions sur le système financier tout entier et enfin de compte, sur l'ensemble de l'économie »<sup>22</sup>. Dans ce propos, nous allons analyser d'abord, les paramètres fondamentaux du système financier. Ensuite, nous parlerons les impacts de la solidité avant d'entamer les conséquences de la fragilité du système financier.

#### **Section 1 : Les paramètres fondamentaux d'ensemble**

« L'infrastructure financière, qui englobe la législation financière, le système juridique, les pratiques financiers, le cadre de réglementation et de surveillance ainsi que le cadre de conduite des politiques macroéconomiques, a une grande incidence sur la façon dont les chocs sont transmis au système financier et à la macroéconomie »<sup>23</sup>. Par conséquent, l'évaluation est axée, tout d'abord, sur les contextes macroéconomiques. Ensuite elle est axée sur une attention particulière : le secteur bancaire, en raison du rôle clé que joue celui-ci et enfin sur l'efficacité du marché financier.

#### **1.1. Les paramètres macro-économiques**

Dans un premier temps, notre évaluation est axée sur les vulnérabilités du système financier en général, et non sur celles des institutions, des entreprises ou des ménages individuels. Nous nous focalisons sur les facteurs de risque et les vulnérabilités qui

---

<sup>22</sup> Revue du système financier: Banque de Canada

<sup>23</sup> R. CHANG ,A.VELASCO « Liquidity crises in emerging markets : Theory and policy » working paper, july 1999

pourraient avoir des répercussions systémiques, c'est à dire qui pourraient entraîner des problèmes importants pour l'ensemble du système et en définitive, pour l'économie.

« Pour chaque pays, les problèmes du système financier peuvent diminuer l'efficacité de la politique monétaire, peser lourdement sur le budget en raison du renflouement des institutions financières en difficulté, provoquer la fuite des capitaux et aggraver les récessions économiques. Et, symétriquement, la non crédibilité de la politique budgétaire et monétaire d'un pays nuit les performances de son système financier. »<sup>24</sup>

En effet, « le déficit budgétaire excessif et récurrent, la forte endettement public, la politique monétaire excessivement expansionniste suivie d'une perte excessive de la valeur de la monnaie domestique par rapport aux autres devises et l'inflation persistante sont des paramètres jugeant la non crédibilité de la politique budgétaire et monétaire. Dans ce cas, lorsque l'inflation est devenue plus stable ( à moins de 4%) et prévisible puis la volatilité d'autres variables macroéconomiques (perte de change, endettement public) a diminué et l'équilibre budgétaire est maintenu alors, ces facteurs ont des répercussions importants sur l'amélioration du bilan des ménages, des entreprises et des institutions financières. Donc, la santé de l'ensemble de l'économie est vérifiée par le biais de l'amélioration du PIB réel »<sup>25</sup>.

En d'autre terme, l'effet de la crédibilité de la politique budgétaire et monétaire est transmis à la croissance réelle de l'économie à travers d'une amélioration du bilan de chaque acteurs économique et, en définitive, d'une rentabilité d'investissement.

Les paramètres clés du système financier sont donc le taux d'inflation, le déficit budgétaire, le taux de la dette publique par rapport au PIB, la volatilité du cours de change, le taux d'épargne domestique mobilisable, le déficit ou l'excédent de la balance de paiement et le taux de croissance réel. Tous ces éléments sont liés avec des maillons de l'un à l'autre.

## **1.2. Les paramètres macrofinanciers du secteur bancaire**

Une attention particulière est accordée au secteur des institutions de dépôt, en raison du rôle clé que joue celui-ci dans la facilitation des transactions financières, dont les paiements, et des rapports qu'il entretient avec de nombreux autres acteurs du système

---

<sup>24</sup> FMI « solidité du système financier » Fiche technique

<sup>25</sup> R.LEVINE in revue de banque de SFI« Financial development and economic growth : views and agenda ».Journal of economic litterature, vol 35



financier. Par exemple, ces institutions supportent le risque de crédit que présentent les emprunteurs tels que les ménages et les sociétés non financières.

Dans ce paragraphe, le diagnostic des risques est effectué et l'objectif est d'identifier et d'apprécier les risques auxquels une banque est exposée. « Ces risques ont diverses origines et on distingue fréquemment les risques de l'activité bancaire qui sont le risque de contrepartie, le risque de liquidité, les risques de marché et les risques communs à toute activité économique avec les risques opérationnels qui englobent les risques de fraude, informatique, juridique »<sup>26</sup>.

La mauvaise gestion de l'un de ces risques peut alors mettre en cause la pérennité de la firme bancaire, qui insolvable, sera conduite à disparaître.

### 1.2.1. Le risque de contrepartie

Il s'agit d'un risque inhérent à l'activité d'intermédiaire traditionnelle et qui correspond à la défaillance de la contrepartie sur laquelle une créance ou un engagement est détenu. Dans ce fait, la banque subit une perte en capital (créance non remboursée) et en revenu (intérêts non perçus), perte qui est considérablement plus importante que le profit réalisé sur cette même contrepartie non défaillante. Dans ce risque, également désigné sous l'appellation de risque de crédit ou de risque de signature et on inclura le risque – pays.

### 1.2.2. Le risque de liquidité

Il s'agit également d'un risque inhérent à l'activité d'intermédiaire traditionnelle puisque la tenue des emplois est toujours plus longue que celui des ressources, surtout lorsqu'il s'agit de dépôts de la clientèle. La banque incapable de faire face à une demande massive et imprévue de retraits de fonds émanant de sa clientèle ou d'autres établissements de crédits est dite illiquide et les effets de contagion que l'illiquidité d'un établissement fait peser sur l'ensemble du secteur. La réglementation bancaire encadre ce risque grâce au rapport de liquidité.

### 1.2.3. Les risques de marché

Les risques de marché sont issus d'une évolution défavorable du prix d'un actif en général négocié sur un marché et qui n'a pas comme origine la détérioration de la solvabilité de l'émetteur de l'actif. On distingue trois catégories de risques de marché correspondant aux actifs détenus par une banque : le risque de taux d'intérêt, le risque de

---

<sup>26</sup> BOA MADAGASCAR

change et le risque de position sur actions qui est lié à l'évolution défavorable du cours des actions figurant dans le portefeuille – titres de la banque.

#### 1.2.4. Le risque d'insolvabilité

Il concerne la survie de la firme bancaire et il est en général la conséquence de la manifestation d'un ou plusieurs des risques ci – dessus et que la banque n'a pu prévenir. Il débute classiquement par une crise de liquidité car dès que les marchés commencent à se défier d'un établissement sur la foi d'informations vérifiées ou non sur des pertes élevées, celui-ci ne peut plus se refinancer.

#### 1.2.5. Les outils de diagnostic

Ces outils découlent des informations figurant dans le compte de résultat et le calcul des ratios. « Les soldes intermédiaires de gestion d'une banque peuvent se présenter comme suit.

#### **Tableau n°03 : Les soldes intermédiaires de gestion**

Produits d'exploitation bancaire
- Charges d'exploitation bancaire
= Produit net bancaire
- Frais généraux
= Résultat brut d'exploitation
- Coût du risque
= Résultat d'exploitation
+/- Autres produits et charges
= Résultat net » <sup>27</sup>

- Source : S. DE COUSSERGUES « gestion de la banque : du diagnostic à la stratégie » 1999. DUNOD<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> BOA MADAGASCAR

<sup>28</sup> S. DE COUSSERGUES « gestion de la banque : du diagnostic à la stratégie ». 1999. DUNOD

Et les ratios de rentabilité sont:

**Tableau n°04 : Clés du diagnostic financier**

<b>Paramètres (ratios)</b>	<b>Formule de calcul</b>	<b>Norme souhaitable</b>
Ratio de rentabilité financière	= résultat brut/fonds propres	> 15%
Ratio de rendement	= Résultat net/fonds propres	> 1%
Ratio de surface financière	= fonds propre /total du bilan	> 8%
Ratio de solvabilité	= fonds propres /Engagements pondérés	> 10%
Ratio de maîtrise du risque	= créances douteuses/créances totales	< 5%
Coefficient d'exploitation	= Frais généraux/ Produit net bancaire	< 65%

*Source : Ratio prudentiel édité par la Banque Réglementation Internationale*

### **1.3. Le développement des marchés financiers**

Le développement des marchés financiers est généralement favorisé par la poursuite d'une politique macroéconomique saine dans un environnement politique favorable. Il est toutefois possible de promouvoir l'intermédiaire financier par le secteur privé, même lorsque les obstacles macroéconomiques et politiques semblent insurmontables. Des entreprises financières privées ont été créées, souvent avec beaucoup de succès, dans des pays en proie à d'importants déséquilibres macro-économiques. Selon une école de pensée traditionnelle, « pour établir un marché financier, il faut procéder dans un ordre établi en passant de la création de banques commerciales au développement des opérations du marché monétaire, puis au financement à plus long terme, avant d'établir un marché des valeurs mobilières et, pour fournir, mettre en place des investisseurs institutionnels à capital variable, des compagnies d'assurances et des fonds de pension »<sup>29</sup>.

Mais la réalité actuelle est plus encourageante et est toutefois beaucoup plus confuse, comme à Madagascar les compagnies d'assurances sont déjà nées depuis long temps mais le marché financier ne fonctionne pas encore jusqu'à maintenant. D'après ce qui précède, l'infrastructure financière, les institutions financières et les marchés financiers sont les trois pôles complémentaires dans la mise en œuvre du développement du secteur financier et qui à son tour assure la croissance économique.

## **Section 2: Les performances et la robustesse : nécessité pour la croissance économique**

<sup>29</sup> Revue économique du SFI « Développement du secteur financier », 2004

Comme nous avons avancé dans la section précédente, les liens étroits qui unissent les diverses composantes de ce système sont mis en évidence par l'adoption d'une perspective large qui englobe les marchés, les institutions financières et les infrastructures financières. De plus de nombreuses économies émergentes reçoivent des conseils et une aide, qui vise à leur permettre d'instaurer un système financier performant et robuste.

Dans cette optique, la présente section a pour but d'analyser le renforcement de l'infrastructure financière, les rôles des marchés monétaire et financier et l'attraction des capitaux étrangers.

### **2.1. Le renforcement de l'infrastructure financière**

D'après la directive de FMI, après les crises récentes en Amérique Latine et en Asie du Sud-Est durant les années 90, le renforcement d'une infrastructure financière semble indispensable pour assurer la cohérence du système financier. Il est donc nécessaire de poursuivre différentes actions et notamment, de promouvoir les institutions financières du secteur privé; structurer des fonds de placement; fournir des crédits à des intermédiaires, engager un dialogue avec les autorités locales sur les mesures à prendre pour développer le secteur, sur le rôle que doivent jouer les agents du secteur privé, et sur les réglementations qui doivent leur être appliquées, et fournir une assistance et des conseils sur l'action à mener pour créer ou améliorer les systèmes et les institutions du marché.

En effet, dans le contexte du renforcement de l'architecture du système monétaire et financier, le code de bonnes pratiques pour la transparence de la politique monétaire et financière a été adopté par le comité intérimaire le 26 Septembre 1999.

Par ailleurs, l'argumentaire en faveur de la transparence des politiques monétaire et financière repose sur deux principes fondamentaux dont le premier est que l'efficacité des politiques monétaire et financière peut être renforcée si leurs objectifs et les instruments utilisés sont connus du public et si les autorités peuvent s'engager de manière crédible à les respecter. Deuxièmement, la bonne gestion des affaires publiques exige que la banque centrale et les organes financiers soient tenus de rendre compte. Les objectifs fondamentaux de l'adoption de ce code sont :

- la mise à disposition d'informations publiques fiables permet au public de mieux comprendre à ce que la banque centrale anticipe et guide les anticipations du public pour que la politique monétaire soit crédible. Dans ce cas, la banque centrale

peut mettre en place un mécanisme lui permettant de renforcer sa crédibilité en faisant correspondre son action à ses annonces publiques ;

- la transparence des organes financiers, devrait aussi contribuer à l'efficacité de la politique en permettant aux participants du marché de mieux évaluer le contexte de la politique financière, et donc en réduisant l'incertitude dans leur processus de prise de décision. Le fait de rendre les organes financiers comptables de leurs décisions peut réduire l'aléa moral.

- enfin, les causes du renforcement réside sur une seule confiance en sachant que la politique monétaire et la politique financière sont liées l'une à l'autre et se renforcent mutuellement, la santé du système financier influant sur la conduite de la politique monétaire, et vice versa.

## **2.2. Les rôles des marchés monétaires et financiers**

Sous sa forme la plus simple, l'infrastructure financière se compose de deux éléments : les banques et autres établissements de crédit, d'une part, et les marchés des valeurs mobilières, d'autre part. Les liens entre le secteur financier et la croissance économique sont décrits dans de récentes études effectuées par « Ross LEVINE et Sara ZERVOS sur 69 pays en développement durant la période 1960-1990<sup>30</sup>» et celles effectuées par la Banque Mondiale « sur le 41 pays durant la période 1976 à 1993<sup>31</sup>» Ces études aboutissent à une même conclusion.

En effet, R..LEVINE et R.S.ZERVOS ont effectué un test de corrélation entre l'intermédiation financière et la croissance économique à l'aide de régressions en coupe instantanée et de données en panel de 69 pays en développement. Les principaux résultats sont : (i) le développement du secteur financier est un déterminant significatif de la croissance économique, tel que montré par les régressions en coupe instantanée; (ii) les marchés financiers cessent d'exercer tout effet sur l'activité réelle quand la dimension temporelle est introduite dans les régressions. Ce paradoxe peut être expliqué, dans le cas des pays en développement, par le manque d'un secteur entrepreneurial privé capable de transformer les fonds disponibles en projets profitables ; (iii) l'effet du développement financier sur la croissance économique est transmis, principalement à travers une augmentation de la productivité des investissements.

<sup>30</sup> R. LEVINE et S.ZERVOS « Stock Markets and Banks : Riving the Engines of Growth », Janvier 1995.

<sup>31</sup> Banque Mondiale « International Capital Flow Liberalization and Stock Market Development : A Cross-Country Event Study », décembre 1994.

Les études de la Banque Mondiale en décembre 1994 ont fait ressortir l'importance de la contribution des marchés financiers et du secteur bancaire à la croissance et au développement. Selon les études consacrées à 41 pays sur la période 1976 à 1993, il existe une corrélation entre le développement du secteur bancaire et du marché des valeurs mobilières, d'une part, et la croissance économique, l'accumulation de capital et l'amélioration de la productivité, d'autre part.

Enfin, nous, à notre tour, en considérant toutes ces études et leurs résultats, nous pouvons avancer que les banques (marchés monétaires) et les marchés financiers sont des éléments complémentaires mais non pas substituables, et que les marchés des valeurs mobilières, et surtout avec leur liquidité, contribuent à la croissance par habitant indépendamment du marché bancaire.

Et l'analyse nous montre aussi que la libéralisation des mouvements de capitaux et l'ouverture de l'économie à l'investissement étranger renforcent le développement du marché boursier et accroissent sa liquidité.

### **2.3. Les rôles des capitaux étrangers**

« Les capitaux étrangers revêtissent depuis longtemps de l'importance pour de nombreux pays en développement en raison de l'insuffisance de l'épargne intérieure face aux besoins de financement domestiques. En effet, outre que l'épargne étrangère est parfois l'unique source de capitaux, elle réduit aussi souvent le coût du capital pour les entreprises privées dont elle encourage, en outre, l'émergence et la croissance »<sup>32</sup>.

L'arrivée sur les marchés de capitaux étrangers a souvent un impact disproportionné à leur montant sur l'efficacité des marchés, en question et sur le développement ; en général, les financiers étrangers, et surtout les investisseurs de portefeuille, apportent des compétences techniques et exigent le respect des normes internationales en matière d'information, de réglementation et de systèmes. Il est utile lorsque l'on constitue de nouvelles institutions financières de faire appel à des partenaires techniques étrangers qui peuvent faire bénéficier les entreprises dans lesquelles ils investiront non seulement de leurs ressources financières mais aussi de leur expertise en matière de gestion.

Dans ce cas, les investisseurs étrangers sont les premiers à insister pour obtenir des délais de règlement plus courts, des services de dépositaire plus fiables, un mécanisme de compensation efficace et une meilleure application des réglementations relatives aux

<sup>32</sup> Revue économique de la SFI « développement du secteur financier ».2004

valeurs mobilières. L'entrée des capitaux étrangers est considérée comme un vecteur directeur de l'orientation du système financier des pays émergents, vers l'efficacité et les performances. Nous pouvons résumer ce mécanisme par un phénomène suivant : « lorsqu'un marché connaît un essor d'entrée de capitaux étrangers, les nouveaux investisseurs exigent, et finissent par obtenir, un certain nombre d'amélioration, notamment en ce qui concerne :

- l'information et les normes comptables ;
- le nombre et la compétence des courtiers ;
- les coûts de transaction et la fourniture de services supplémentaires dans le domaine »<sup>33</sup>.

Notons toutefois que l'impact des entrées importantes de capitaux étrangers reste indéterminé. Dans certains cas, les fortes entrées de capitaux étrangers peuvent entraîner une bulle spéculative par la suite de la fuite de ces capitaux de façon brutale.

### **Section 3 : Les risques de change : crise systémique**

Au cours de la deuxième moitié des années 90, les crises économiques comprenaient souvent une dimension financière et bancaire. Les années 90 auront vu se multiplier les crises de change, constituées de brusques variations des taux de change, accompagnées de pertes massives de réserves en devise et se traduisant par une forte dévaluation ou par une dépréciation d'une monnaie.

Plusieurs pays sont frappés par ces crises de change notamment les pays émergents d'Amérique Latine et Asie du Sud Est. Dans ce contexte, et surtout en réponse aux deux crises majeurs qui ont touché l'Amérique latine en 1994 et l'Asie du Sud-est en 1997, des modélisations théoriques consacrées aux crises de change sont devenues considérables. « Ces modèles ont essayé d'estimer économétriquement des facteurs ou des indicateurs des crises. Puisque les modèles de crises de change traitent des situations dans lesquelles une attaque spéculative provoque une dévaluation, en changes fixes ou une forte dépréciation du taux de change, en changes flexibles, malgré les interventions massives des banques centrales et il était naturel d'associer ces crises aux déséquilibres de balances des paiements et à la situation macroéconomique d'un pays donné »<sup>34</sup>. Mais la naissance récente des crises jumelées, qui associent des turbulences sur le marché des changes et des défaillances au sein des institutions bancaires et financières, a provoqué une réorientation des analyses. « Les crises financières peuvent être d'origines diverses, c'est

<sup>33</sup> BOA MADAGASCAR

<sup>34</sup> P. DOOLEY « A model of crises in emerging markets ». NBER Working paper 6300, 1997

d'ailleurs ce qui rend la prévention et la gestion difficiles. Nous nous efforcerons ici de les classer en trois générations de modèles :

- Celles qui relèvent directement de la situation macroéconomique qui échappent donc à la compétence des superviseurs et engagent pleinement la responsabilité des autorités gouvernementales ;

- Celles qui relèvent des infrastructures financières, domaines qui ne relèvent pas toujours de la compétence directe des organismes financiers mais sur lesquelles elles peuvent exercer souvent une influence ;

- Et celle qui relèvent de la pleine compétence des organismes financiers »<sup>35</sup>

### **3.1. Instabilité liée à la fragilité macroéconomique.**

Par la nature même de leur activité, les banques sont particulièrement sensibles aux conditions macroéconomiques dans lesquelles elles opèrent et plus encore aux changements affectant ces conditions.

La qualité de crédits qu'elles accordent et les flux de revenus qu'elles en tirent dépendent largement de la situation financière de leurs clients, elle-même largement influencée par la conjoncture économique. De plus, l'effet de levier résultant du rapport entre leurs fonds propres et leurs engagements sont par nature fort, même dans le cadre des normes du ratio de capital ; elles sont donc vulnérables à un déclin prolongé de leur rentabilité et de la qualité de leurs crédits. En général, les banques empruntent à court terme et prêtent à long terme ; elles sont donc très sensibles à la structure des taux et à ses changements. Enfin, les dépôts qu'elles collectent peuvent donner lieu à des demandes de remboursement instantanées, ce qui rend le système bancaire vulnérable aux retraits de masse provoqués par une perte de confiance collective sur la tendance de l'économie.

« Le choc peut avoir une origine interne et affecter soit le rythme de croissance, soit le niveau de l'inflation, soit les deux. Evaluer les risques, lorsque ces données essentielles sont instables, peut devenir un exercice difficile. Il demeure statistiquement prouvé que les pays dont l'environnement macroéconomique est le moins stable sont ceux qui connaissent la plus grande volatilité des dépôts et des crédits bancaires.

Une multitude de chocs peut aussi avoir une origine externe. Des cas fréquemment rencontrés au cours des dix dernières années ont été les changements de tendance en matière de taux d'intérêt internationaux, qui ont influencé les flux internationaux de capitaux

---

<sup>35</sup> A. CARTAPANIS « Le déclenchement des crises de change : Qu'avons-nous appris depuis dix ans ? ». La revue du CEPII, 2002. Economie internationale.



privés vers les pays émergents et par voie de conséquence la capacité d'emprunt en devises étrangères et son coût »<sup>36</sup>. Ce facteur a joué un rôle primordial dans le développement excessif du crédit dans plusieurs pays asiatiques durant les années 90, suivi d'une crise financière à partir de 1997 quand les flux de financement extérieurs se sont inversés. La politique de change souvent trop fixiste a été un facteur aggravant de la situation, comme elle peut être un élément général de vulnérabilité du système financier, lorsqu'elle est mal conduite.

« Tout d'abord, le régime de change peut rendre le système financier plus ou moins vulnérable aux chocs extérieurs si, par une trop grande fixité, il conduit à un déficit des échanges courants, à un déclin de l'offre de monnaie et à des taux intérieurs plus élevés. De même, une appréciation marquée du taux de change réel a dans certains cas, en Asie comme en Amérique latine, été associée à des crises bancaires. Le change exerce aussi une influence directe sur les termes de l'échange, qui est un élément important de l'environnement pour toute politique de crédit »<sup>37</sup>.

Il est clair que ces différents facteurs, liés à l'environnement macroéconomique ou à la politique des changes, relèvent de la compétence gouvernementale ou monétaire et constituent un facteur exogène pour la supervision bancaire. Il n'en va pas forcément de même pour les causes de fragilités liées aux structures financières sur lesquelles un contrôle prudentiel bien conçu peut avoir une influence, au moins partielle.

### **3.2. Causes d'instabilités liées aux structures financières**

Des structures inadaptées aux conditions d'exercice de l'activité financière ont souvent été à l'origine de crises majeures. Il s'agit là d'un domaine qui, la plupart du temps, échappe plus ou moins au pouvoir décisionnel des superviseurs, mais qui conditionne pourtant largement l'efficacité de leurs travaux et dans lequel, du fait de leur connaissance des réalités, ils peuvent exercer une influence bénéfique, pour peu qu'ils bénéficient d'un degré d'indépendance et d'autonomie suffisant, comme le recommandent les standards internationaux.

« Les difficultés les plus fréquemment rencontrées touchent à un cadre institutionnel inadapté, à une influence trop marquée des choix politiques dans la gestion

---

<sup>36</sup> P. DOOLEY « A model of crises in emerging markets ». NBER Working paper 6300, 1997

<sup>37</sup> A. CARTAPANIS « Le déclenchement des crises de change : Qu'avons-nous appris depuis dix ans ? ». La revue du CEPII, 2002. Economie internationale.

des banques en encore à un manque de préparation face à une ouverture financière vers l'extérieur »<sup>38</sup>.

Le cadre institutionnel dans lequel opèrent les banques influence considérablement leur activité et leur solidité. Le système comptable, les règles de transparence, l'environnement juridique et réglementaire conditionnent un contrôle bancaire efficace et un bon exercice de l'activité financière, au travers d'une saine discipline de marchés. « En effet, ni les investisseurs privés (actionnaires, déposant, participants au marché interbancaire), ni les superviseurs bancaires ne peuvent différencier les bonnes banques des mauvaises sans une bonne information sur la situation financière de celles-ci ainsi que de leurs clients. La qualité et la fiabilité des documents publiés à cet égard sont essentielles »<sup>39</sup>.

La clarté du statut légal des banques, des opérations qu'elles peuvent faire et des outils financiers à leur disposition est aussi un élément majeur du bon fonctionnement du système financier. De même, le cadre dans lequel les superviseurs peuvent agir, exercer leurs contrôles, juger des risques encourus et influencer le sort des banques défailtantes constitue un des piliers de la stabilité financière.

Dans le même ordre d'idée, la prévention des risques financiers passe par de bons critères de fonctionnement des établissements bancaires et de leurs différents organes. Dans ce domaine, la réglementation peut jouer un rôle primordial. Les actionnaires devront assurer un niveau de capital adéquat, en fonction des engagements et, dans un cadre réglementaire adapté, la direction doit être incitée par le conseil, comme par les superviseurs, à maintenir un bon système d'évaluation et de gestion des différents risques encourus : risque de crédit, risque de marché, risque de liquidité et risque opérationnel.

Les relations entre le système de crédit et les autorités politiques sont souvent à l'origine de vulnérabilités, particulièrement dans les pays émergents. Une large influence gouvernementale sur les choix décisionnels des banques peut conduire à des situations désastreuses pour la robustesse et la rentabilité des établissements concernés. Ceci peut se produire dans des banques publiques où les décisions de prêts peuvent être dictées directement ou indirectement par le pouvoir exécutif. Souvent, d'ailleurs, ces banques à capitaux publics ont été créées dans le but de faciliter l'accès au crédit de secteurs particuliers de l'économie. Toutefois, une insuffisante attention portée à la qualité des crédits consentis, peut transformer les financements bancaires en véritables subventions

---

<sup>38</sup> P. DOOLEY « A model of crises in emerging markets ». NBER Working paper 6300, 1997

<sup>39</sup> BOA MADAGASCAR

gouvernementales vers des secteurs peu performants, minant à long terme la solvabilité de l'établissement prêteur.

Mais l'influence gouvernementale peut s'étendre au-delà du secteur financier public et toucher des banques privées qui peuvent être fortement incitées à prêter à certains emprunteurs de qualité médiocre ou, au contraire, à ne pas s'engager dans des activités économiquement rentables mais peu en ligne avec les orientations politiques des pouvoirs publics.

« Avant la libéralisation des marchés financiers, il est donc important que les établissements bancaires se dotent des structures de décision et de contrôles adaptées à l'environnement nouveau dans lequel elles vont opérer. Les autorités de surveillance et de réglementation ont un rôle à jouer dans cette préparation, mais elles devront elles-mêmes, au préalable, se doter des ressources intellectuelles et techniques permettant de contrôler les évaluations à venir et évaluer les risques liés aux nouvelles activités »<sup>40</sup>.

### **3.3. Causes d'instabilité liées aux activités bancaires proprement dites**

C'est dans ce domaine que les responsabilités des autorités de supervision se trouvent les plus engagées car il relève de leur champ de compétence exclusif.

Trois risques particuliers méritent l'attention : une insuffisance d'attention portée au cycle économique dans l'évaluation des risques financiers, l'apparition et le maintien d'un déséquilibre en matière d'échéances et de devises entre l'actif et le passif, une excessive concentration des financements.

Il est couramment admis que les crises bancaires sont souvent causées par l'éclatement d'une « bulle » provenant d'un excès de crédit et de financements risqués durant la phase d'expansion du cycle économique. De ce fait, des phases d'expansion trop rapides du crédit ont souvent été précédé par les faillites bancaires et les pays émergents qui, dans les années 90 ont enregistré les entrées de capitaux les plus importantes, sont ceux qui ont connu le plus fort accroissement des activités bancaires, avant de connaître des ajustement douloureux lorsque les flux de financement extérieur se sont inversés. Faire la différence entre les bons crédits et les mauvais et un exercice plus délicat lorsque l'économie est liquide et en phase d'expansion rapide car de nombreux emprunteurs apparaissent, au moins temporairement, profitables et en bonne situation financière. En un mot, les risques s'accumulent durant les phases de prospérité économique et se

---

<sup>40</sup> FMI « codes de bonne pratique des politique financière et monétaire »

matérialisent durant les phases de régression. Il appartient donc aux autorités de surveillance et de réglementation de ne pas céder aux effets de mode dans la phase ascendante et haute du cycle et de profiter de ces circonstances favorables pour renforcer les structures financières des banques, en prévision de jours moins heureux.

Si les actifs bancaires diffèrent sensiblement des engagements en matière de liquidité, d'échéances et de devises, de dénomination et si le capital économique n'a pas une taille suffisante pour couvrir correctement les risques de marché, le système financier se trouve placé en état de vulnérabilité. La situation est aggravée si les engagements bancaires croissent rapidement et si l'économie est susceptible de faire l'objet de mouvements de défiance, comme c'est souvent le cas des pays émergents.

Les crises de change ne sauraient seulement s'interpréter comme la sanction d'une situation macroéconomique insoutenable. Elles peuvent être également associées aux fragilités de caractère microéconomique qui apparaissent au sein des systèmes bancaires et financiers

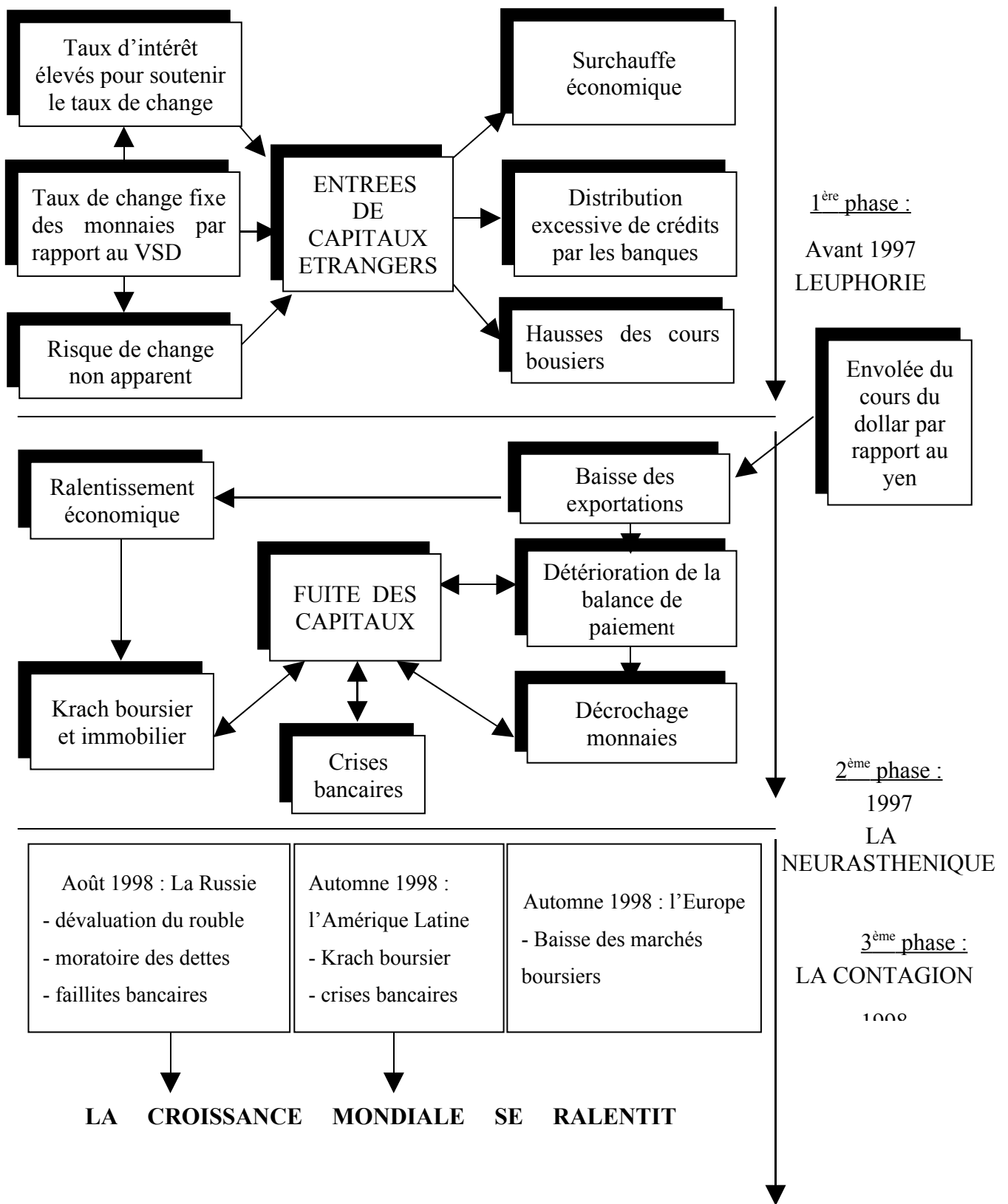
La manifestation du risque systémique est la crise systémique. Le déséquilibre initial de l'un des sous – systèmes, par le jeu de réaction en chaîne, se propage à l'ensemble du système financier. Puis, le déséquilibre de la sphère financière s'étend à l'ensemble de l'économie. Dans la mesure où les banques sont parties prenantes des trois sous-systèmes, elles sont au cœur du risque systématique. Dans ce cas, les banques sont concernées par le déclenchement d'une crise systématique : initiatrices et agents de propagation. A titre d'exemple, « les crises asiatiques sont présentées comme suit ; il y d'abord une phase « euphorique » : un optimisme des banquiers par l'entrée massive de capitaux étrangers, conduisant à des situations de sur financement au delà des besoins liés aux déficits courants et aux écarts réels entre investissement et épargne domestiques, provoquant tout à la fois un boom du crédit avec sélections adverses et risque moral, une rentabilité bancaire élevée mais précaire, un choc d'investissement et un boom d'activité, des bulles sur les marchés d'actifs... Puis une phase « neurasthénique » qui provoque une inversion de toutes ces séquences : détérioration, pessimisme excessif, chute de cours boursiers, faillites bancaires, étranglement de crédit et crise réelle, diffusion de la panique, attaque spéculative, sorties de capitaux, crise de change... »<sup>41</sup>

Nous pouvons décrire ce phénomène par un schéma ci – après.

---

<sup>41</sup> A. CARTAPANIS « Le déclenchement des crises de change : Qu'avons-nous appris depuis dix ans ? ». La revue du CEPII, 2002. Economie internationale.

**Figure n°05 : Présentation d'un Krach boursier asiatique**



*Source : A CARTAPANIS « Le déclenchement des crises de change : Qu'avons-nous appris depuis dix ans ? ». La revue du CEPII, 2002. Economie internationale.*

## CONCLUSION PARTIELLE

Dans cette première partie, il est vérifié le lien de causalité qui existe entre le secteur financier et le secteur réel. De plus, après une longue processus de développement des moyens de paiement allant du lingot d'or jusqu'aux règlements par écriture, les échanges deviennent de plus en plus complexes et souples. A ce niveau, le système financier occupe une place très importante dans l'ensemble de l'économie.

De plus, il est aussi vérifié que le développement du secteur financier stimule le développement du secteur réel. En effet, l'impact du développement financier sur la croissance économique est transmis à travers une augmentation des investissements et l'accumulation de capital. Donc, avec l'efficacité du système financier, les agents économiques arrivent à canaliser l'épargne vers les investissements les plus productifs possibles et au moindre coût.

Notons toutefois, que toute perturbation majeure d'au moins un des éléments du système financier peut entraver le système financier dans son ensemble par le biais d'une transmission systémique et en fin du compte sur l'ensemble de l'économie. Les crises financières peuvent être d'origines diverses mais, ici nous nous efforcerons de les regrouper en trois grandes catégories à savoir les déséquilibres macroéconomiques persistants qui ont trouvé leurs sources au choix des marchés financiers dues à des informations asymétriques trop élevées, les fragilités bancaires résultées par la concurrence non réglementée et les normes prudentiels non respectés et caractérisées par des risques de crédits trop élevés.

Par conséquent, un système financier est dit efficace lorsqu'il est capable de s'imposer devant les différents chocs économiques et institutionnels. Ainsi, tous les organes financiers publics et privés devront étayer solidement le système financier d'un pays pour qu'il soit efficace.

**PARTIE II :**  
**QUELLES ORIENTATIONS DONNEES AU SYSTEME**  
**FINANCIER MALGACHE ?**

Cette deuxième partie sera consacrée à l'étude du système financier malagasy notamment aux orientations qu'il va suivre. Pour cela, l'analyse de l'évolution et des caractéristiques du système financier malagasy permettra de nous situer dans notre analyse pour ainsi l'évaluer et donner les orientations possible du système financier malagasy.

**Chapitre 1:** L'évolution et les caractéristiques du Système Financier  
Malgache

**Chapitre 2:** Evaluation du système financier à Madagascar

**Chapitre 3:** Les orientations possibles du système financier malgache.

# **CHAPITRE 1**

## **L'EVOLUTION ET LES CARACTERISTIQUES DU SYSTEME FINANCIER MALGACHE**

Le système financier malgache a évolué au gré des orientations économiques du pays. Il évoluait au dépend de la situation socio – économique et culturelle du pays. Cette évolution peut être classée en quatre grandes étapes à savoir : à partir de l'époque coloniale, de l'indépendance à la révolution socialiste des années 60 - 75, les nationalisations des banques des années 75 - 85 et enfin, les réformes de libéralisation financière des années 90.

En général, le système financier malgache est caractérisé par la domination du secteur bancaire avec des taux d'intérêts très élevés. Pourtant, dans le cadre de la libéralisation financière et des réformes institutionnelles initiées par la Banque Centrale de Madagascar dans les années 90, les obstacles macroéconomiques n'ont pas empêché les institutions financières du pays à promouvoir une intermédiation financière.

Ainsi, l'objectif de ce chapitre étant de donner les évolutions et les caractéristiques du système financier malgache à partir de ces longues années d'expériences.

### **Section 1 : L'évolution historique**

L'évolution historique du système financier malgache peut être classée en quatre grandes étapes à savoir : l'époque coloniale, de l'indépendance à la révolution socialiste des années 60 - 75, les nationalisations des banques des années 75 - 85 et enfin, les réformes de libéralisation financière des années 90.

#### **1.1. L'époque coloniale**

En Janvier 1900, les billets de la banque de France obtiennent Cours légal à Madagascar. A côté de ces billets et jusqu'en 1922 circulait aussi une monnaie locale émise par l'autorité locale d'une valeur allant de 5 centimes à 2 francs.

En Décembre 1925, fut créée la banque de Madagascar qui obtient immédiatement le privilège d'émission des billets avec un retrait parallèle des billets de la banque de France.

A partir de 1950, les filiales de banques françaises s'installent à Madagascar :

- la Banque de Madagascar et des Comores (BMC) ;



- la Banque Nationale pour le Commerce et l'Industrie de l'Océan Indien (BNCOI-OI), filiale de la BNI et la Banque Malgache d'Escompte et de Crédit (BAMES) ;
- en 1950, il y a également une naissance de 2 organismes financiers ;
- et la Société Nationale d'Investissement (SNI), banque spécialisée dans la gestion de portefeuilles et dans les prises de participation.

### **1.2. De l'indépendance à la révolution socialiste : les années 60-75**

« Le système financier de Madagascar ne fonctionnait pas de manière autonome. Il dépendait du système financier français car Madagascar faisait partie de la *Zone Franc*. En effet, aux termes des accords de 1960, le franc demeure la monnaie des Etats membres de la Communauté. Sa dénomination peut-être modifiée, mais sa parité reste inchangée par rapport au Franc Français (1FF = 50 francs) »<sup>42</sup>. La politique monétaire et financière était menée par la Banque de France. Mais, Madagascar, à partir d'un décret du 30 juin 1963, créait l'Institut d'Emission Malgache (IEM) et dénommait son unité monétaire Franc Malgache (Fmg), monnaie garantie par l'encaisse de métal et de devises de la Zone franc. L'IEM a défini la politique monétaire et élaboré de nouvelles techniques bancaires en faisant le nouveau statut des banques commerciales. Sa gestion était paritaire franco-malgache à concurrence de 50 % chacune.

Le système financier était composé de six banques commerciales (BAMES, BNCOI-OI, BMC, BFC, BNM, SNI) qui pour la plupart était des filiales de banques françaises. Les compagnies d'assurances étaient des filiales de compagnies françaises.

Nous pouvons dire que lors de cette période, le système financier satisfaisait les besoins de l'économie qui soutenait à l'époque les échanges commerciaux des anciens comptoirs coloniaux et, dans une moindre mesure, les quelques industries implantées sur place.

### **1.3. Les nationalisations des années 75-85**<sup>43</sup>

La sortie de Madagascar de la Zone Franc a rendu la prise en main par le pays de sa politique monétaire et financière. En même temps, toutes les institutions financières étaient nationalisées. En effet, en Juin 1975, l'Etat s'attribuait la propriété des banques commerciales et désignait les membres du Comité de Gestion Unique de Banques (CGUB)

<sup>42</sup> MEFB « le système financier malgache ».Revue d'information économique n °16-avril 2004

<sup>43</sup> MEFB « le système financier malgache ».Revue d'information économique n °16-avril 2004

d'où la naissance des trois banques nationales, la BFV (Banky Fampanandrosoana ny Varotra) ; la BTM ( Bankin'ny Tantsaha Mpamokatra) et la BNI ( Banque Nationale de l'Industrie).

Par ailleurs, les orientations de la politique du gouvernement étaient fondamentalement différentes de celles de la période précédente. La politique d'investissement à outrance combinée à la dégradation des termes de l'échange et à la stagnation des recettes intérieures, a creusé considérablement le déficit budgétaire, a alimenté l'inflation et a engendré un lourd endettement extérieur qui a par la suite freiné la croissance économique. C'est à partir de cette période que les fondamentaux macro-économiques de Madagascar ont connu des déséquilibres importants.

Et cette situation n'a pas été sans conséquence sur le système financier malgache. Elle l'a fragilisée en compromettant l'équilibre monétaire et financier et en dépréciant les actifs monétaires. Ce qui a accentué la méfiance et l'instabilité vis-à-vis de ce dernier.

Les objectifs de la mise en place d'une PAS (Politique d'Ajustement Structurel) étaient : la réduction du déficit budgétaire, la limitation de la masse monétaire, la maîtrise de l'inflation et la réduction du déficit du commerce extérieur.

Les contenus du PAS prévoient :

- le désengagement de l'Etat des secteurs d'activité en faveur d'une politique de promotion de l'initiative privée ;
- la restructuration en profondeur du marché financier, visant au développement d'actionnariat populaire et à une gestion plus rigoureuse des établissements bancaires ;
- la mise en place d'une politique saine de gestion de la demande c'est-à-dire la réduction du déficit budgétaire et la modération de la croissance monétaire ;
- l'ajustement de la politique de taux d'intérêt et une amélioration de l'environnement financier afin de mobiliser l'épargne nette et d'assurer une répartition efficace des rares ressources d'investissement ;
- et la libéralisation de la politique des changes et du commerce extérieur en vue de réduire les distorsions économiques et de stimuler la concurrence.

Par conséquent, des réformes ont été étendues à partir de 1988 à la gestion du secteur public et au secteur financier pour permettre l'entrée de capitaux privés dans le système bancaire. D'où, en 1988, l'ordonnance 88/005, transforme les statuts des trois

banques nationales (BNI, BTM et BFV) en Sociétés Anonymes à Capital fixe et met fin au monopole de l'Etat dans le secteur bancaire en autorisant l'agrément de banques étrangères qui par conséquent, le maintien du taux de change réel jusqu'en 1982, dans une partie fixe a favorisé la production de biens à destination locale et le recours à des importations massives des biens d'équipement.

En ce qui concerne le secteur extérieur, le taux de change réel était fortement surévalué car, bien que Madagascar ait quitté la Zone Franc, la parité entre franc français et franc malgache était restée la même jusqu'en 1982. Cette situation a favorisé la production de biens ne faisant pas l'objet d'échanges internationaux et le recours à des intrants importés. Une large part des ressources des institutions financières était ainsi affectée à ce type de production, les entreprises publiques y étant les plus actives (SOTEMA, SIRAMA, JIRAMA,...).

La situation de ces dernières a fait peser un risque important sur le portefeuille des banques commerciales, au moment où les autorités entreprenaient un programme d'ajustement économique, comportant notamment la libéralisation des échanges commerciaux, la dévaluation du FMG et l'adoption, à partir de 1984 d'un taux de change flexible. Les dévaluations qui s'ensuivirent affectaient le système financier de deux façons. D'une part, le bilan de la Banque centrale a accusé un accroissement de ses pertes de change cumulées, rendant sa structure financière plus fragile et contribuant à la création de monnaie, ce qui rendait plus difficile la conduite de la politique monétaire. D'autre part, les banques commerciales étaient peu endettées en devises mais ont indirectement souffert du fait de la dégradation de la situation financière de leurs clients pour la plupart des entreprises publiques.

#### **1.4. Les reformes des années 90**

La Politique d'Ajustement Structurel (PAS) menée par le gouvernement malgache à partir de 1985 a engagé l'Etat sur la voie d'une politique de stabilisation financière centrée sur l'ajustement de la demande.

A partir de 1985, les efforts d'ajustement portaient sur l'offre. Les réformes ont été étendues à partir de 1988 à la gestion du secteur public et au secteur financier pour permettre l'entrée de capitaux privés dans le système bancaire.

Et c'est ainsi que la Banque Malgache de l'Océan Indien (BMOI) est née en 27 octobre 1988, l'Union Commercial Bank (UCB) en 1994 et la State Bank of Mauritius (SBM) en 1998.

Ensuite, la mise en œuvre de la loi bancaire de 1988 et de 1996 a permis d'aboutir à la présente situation en introduisant des innovations, notamment :

- la nouvelle classification des institutions de crédit
- la définition d'un cadre réglementaire à finalité prudentielle à tous les établissements de crédit.
- la création de la Commission de Supervision Bancaire et Financière (CSBF) investie de pouvoirs plus étendus que l'ancienne Commission de Contrôle des Banques et des Etablissements Financiers (CCBEF). Certaines compétences dévolues antérieurement au ministre des finances lui sont désormais attribuées.
- la mise en place de l'Association Professionnelle des Etablissements de Crédit (APEC) en remplacement de l'Association Professionnelle des Banques et des Etablissements Financiers (APBEF)
- l'organisation des opérations de crédit-bail mobilier et immobilier par la définition d'un cadre légal susceptible de stimuler le développement de cette activité
- l'instauration de la solidarité interprofessionnelle en cas de difficulté d'un établissement de crédit.

Pour conclure cette première section, nous avons montré que le système financier malgache n'a cessé d'évoluer suivant le contexte économique, politique et financière menée par la France. Et depuis Juin 1977 jusqu'en 1988, tout le réseau bancaire était entre les mains de l'Etat Malgache. Mais cette décision n'améliorait pas du tout la situation financière de Madagascar. Au contraire, tous les fondamentaux macroéconomiques et macrofinanciers n'ont pas cessé de s'aggraver. Ce phénomène est dû à des facteurs internes (mauvaises gestions, financement de projet insuffisamment étudiés, fausses appréciations des risques...) et des facteurs externes (hausse du prix du pétrole, détérioration des termes de l'échange...). Dans ce cas, la monnaie malgache n'a cessé de se détériorer et la situation économique de s'aggraver. C'est pourquoi, le FMI est venu en introduisant la politique d'ajustement structurel et qui à son tour oriente le changement total d'une direction de la politique économique malgache.

## **Section 2 : Les caractéristiques**

Les banques dominent largement le système financier de Madagascar. Leurs actifs ne sont pourtant pas considérables en pourcentage du PIB en comparaison avec les besoins

de l'économie et leurs offres ne sont adaptées aux besoins de la population malgache à faible revenu. Par ailleurs, elles ne disposent non plus d'une gamme d'institutions financières larges par rapport aux autres pays d'Afrique dotés, par exemple, de sociétés de crédit bail, de banques d'affaires et de marchés de capitaux directs en bonne marche. Pour de plus amples détails à cette situation, nous allons voir les situations macroéconomiques de Madagascar avant de parler des caractéristiques du secteur bancaire et ceux des autres institutions non bancaires et enfin, la situation des marchés financiers à Madagascar.

## **2.1. Les fondamentaux macroéconomiques de Madagascar<sup>44</sup>**

Madagascar a pu maintenir durant la période post crise de 2002, une croissance économique au dessus de l'accroissement de la population. Une croissance réelle positive se traduisant, en terme simple, par le recul de la pauvreté. Par contre, l'économie malgache reste toujours sensible aux chocs tels que le démantèlement de l'Accord Multifibre sur le textile, les délestages et la hausse du prix de l'électricité sinon, la hausse des prix mondiaux du pétrole. La situation macroéconomique semble vulnérable et volatile dans sa réalité par rapport aux prévisions officielles annoncées par les autorités publiques. En effet, malgré les initiatives prises par le Gouvernement (Etat de droit, bonne gouvernance et Document Stratégique pour la Réduction de la Pauvreté: DSRP), Madagascar figure encore dans les pays pauvres très endettés (PPTE).

Toutefois, malgré ces éléments perturbateurs et d'une manière générale, les principaux agrégats macroéconomiques affichent des résultats encourageants pour 2005.

### **2.1.1. Croissance et inflation**

Malgré la conjoncture difficile traversée par le pays depuis le début de l'année 2005, la prévision de croissance du PIB table sur une croissance soutenue mais révisée à 5.1%. Cela est dû par:

- le démantèlement de l'Accord Multifibre ayant perturbé l'industrie de la confection,
- la baisse des captures de la pêche,
- les bas prix internationaux de la vanille, des produits de la pêche et de l'aquaculture,
- le ralentissement d'activités industrielles causé par les délestages d'électricité,

---

<sup>44</sup> BCM : « l'évolution économique et financière 2005 »

- la hausse du prix de l'électricité en plusieurs vagues successives (environ 76% sur l'année)
- la hausse des prix des produits pétroliers,
- des taux d'intérêt élevés.

En 2005, le PIB est estimé à 4 Milliards d'Euro. Le taux de croissance économique a été évalué à 4,6%, soit en baisse par rapport aux prévisions de début d'année. Le PIB par habitant est estimé à 288 USD.

La production du secteur primaire a enregistré une bonne performance avec une hausse légèrement inférieure à celle de l'année précédente (2,5% après 3,1% en 2004). Sa contribution à la croissance du PIB a suivi également cette évolution en passant de 19,1% en 2004 à 17,5% en 2005. La croissance du secteur a été essentiellement tirée par la vigueur de l'expansion de la production agricole.

Ce sont les activités du secteur industriel qui ont le plus souffert des coupures fréquentes survenues dans la fourniture d'électricité dues aux difficultés financières rencontrées par la JIRAMA, l'unique compagnie des eaux et électricité. Ainsi, la croissance du secteur secondaire n'a été que de 3,0%, soit moins de la moitié de celle de 2004 (6,5 %). Sa part contributive à la croissance du PIB s'est également effritée dans la même proportion (7,6 % au lieu de 14,5 %). La croissance du secteur industriel a été impulsée principalement par les branches concurrentes de la JIRAMA, ensuite par les branches travaillant dans les domaines de la construction en général. C'est ainsi que la production de l'industrie des corps gras (bougies) a fait des bonds de 12,5%, au lieu de 1,9 % seulement en 2004, grâce à une forte demande. De même, la branche des matériaux de construction a dégagé un bon résultat (13,3 % après 11,1 % en 2004), en raison de la vigueur de l'activité du secteur du bâtiment et travaux publics, tandis que l'industrie métallique a connu une croissance plus faible de 4,5 pour cent contre 7,3% en 2004. En 2005, pour les entreprises franches, après le rythme rapide et ininterrompu des années précédentes, la croissance s'est essoufflée (0,0% contre +25,4% en 2004). En effet, l'intensification de la concurrence chinoise inéluctable depuis le démantèlement des Accords multifibres a commencé à entamer les marchés des entreprises franches malgaches. Ainsi, au cours de l'année 2005, 10 entreprises ont dû cesser leurs activités du fait de l'absence de commandes. La valeur ajoutée de cette branche a représenté 1,6% du PIB après 1,7% en 2004.

Le secteur tertiaire est resté le plus dynamique et a progressé à un rythme soutenu (6,1 % après 6,0 % en 2004). La croissance du PIB en 2005 a été essentiellement tirée de la

vigueur de ce secteur dont la contribution s'est avérée ainsi la plus importante (63,2 % après 54,1 % en 2004). La croissance du secteur tertiaire a touché la quasi-totalité de ses branches. En effet, hormis l'Assurance dont l'activité a stagné, tous les autres sous secteurs ont affiché une production en hausse. Parmi les branches qui ont enregistré la croissance la plus forte se distingue celle du bâtiment et des travaux publics dont la contribution à la croissance du secteur a été de 17,2 % contre 22,6% en 2004. C'est le secteur qui a le plus contribué à la croissance de l'année mais il a été frappé par les blocages de crédits, la hausse des cours des matières premières et des consommables et l'augmentation des tarifs des unités d'ouvrages BTP et ouvrages d'art en 2005. Même si le taux d'engagement est de 124,0% pour l'aménagement du territoire, seulement 60,0% ont été décaissés pour le financement intérieur et 87,0% pour l'ensemble. En 2005, le secteur tourisme est parvenu à attirer des visiteurs qui ont vu leur nombre augmenter de 21,0% par rapport à 2004. Les recettes ont suivi avec une croissance de 19,0% par rapport à 2004, passant de 104,3 millions de DTS à 124,4 millions de DTS. Quant aux marchandises transportées par voie ferrée, leur quantité a progressé considérablement de 30%, contrairement à l'évolution modeste du transport terrestre frappé par la hausse des carburants et le ralentissement des activités du secteur secondaire, et à la contre performance du transport maritime qui a reculé de 11,0% par rapport à 2004 concernant les tonnages transportés. Par ailleurs, les branches Banque et Assurance continuent à réaliser des bonnes performances, mais il faut noter que les encours de BTA détenus par le système bancaire ont diminué de 96,3 milliards d'Ariary en 2005 suite aux mesures restrictives prises pour maîtriser l'expansion monétaire et ralentir l'inflation. L'augmentation du taux de pénétration des ménages dans les institutions de micro finances, évalué au 31 Décembre 2005 à 7,6% contre 4% cinq ans auparavant, n'a pas ralenti la croissance de la branche Banque. Pour ce qui est de l'utilisation des nouvelles technologies de l'information et de la télécommunication, Madagascar s'est montré favorable surtout dans le secteur de la téléphonie comme l'indique le taux de pénétration téléphonique FIXE-MOBILE de 3,2% et l'augmentation de 50% du nombre d'abonné par rapport au 2004.

Pour le secteur social, la faiblesse du taux de prévalence du VIH/SIDA (1,0%) à Madagascar n'empêche pas les efforts déployés aussi bien pour la prévention qu'en matière de prise en charge des patients pour lutter contre cette pandémie. L'approvisionnement des SSD en vaccins et leur dotation en matériels de vaccination ont marqué la volonté de l'Etat à améliorer la couverture vaccinale et à préserver la santé.

En ce qui concerne l'emploi, les 93,2% des offres ont été placées et 6,8% seulement ne sont pas satisfaites. L'ouverture de 78 nouveaux établissements contribue pour une bonne part à cette situation. Avec la contribution de l'OMEF, 9 800 emplois ont été créés en 2005 dont 2 300 dans le secteur public. Par rapport à la prévision, cette réalisation est de l'ordre de 140,0%.

**Tableau n° 05 : Contribution à la croissance du PIB (en points de pourcentage du PIB)**

<i>Année</i>	<i>2004</i>	<i>2005</i>
<b>CROISSANCE DU PIB (%)</b>	<b>5.3</b>	<b>4.6</b>
- Secteur Primaire	1.0	0.8
- Secteur Secondaire	0.8	0.4
- Secteur Tertiaire	2.8	2.9
- taxes indirectes	0.6	0.7
- Charges non imputées	-0.1	-0.1

*Source : BCM*

Par ailleurs, le taux d'inflation a pu être contenu à 11,4% en terme de glissement annuelle grâce la baisse du prix du riz suite à l'accroissement de l'offre venant de l'importation.

### 2.1.2. La consommation globale et les investissements

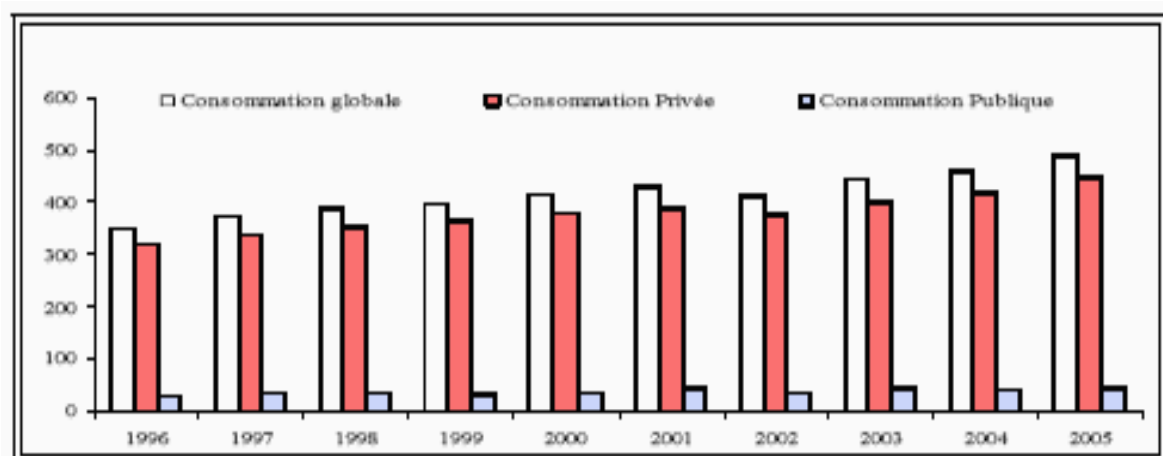
En 2005, la croissance de la consommation globale a montré une reprise conséquente (6,9 % au lieu de 3,2 % en 2004). En outre, cette situation a été marquée par le rééquilibrage des évolutions de ses composantes. Aussi, la première composante c'est-à-dire la consommation des ménages, dont la contribution à la croissance du PIB s'est renforcée (5,5 points après 3,7 points en 2004), s'est située à 7,4 %, soit le taux le plus élevé des trois dernières années, au lieu de 4,7%et 5,6%, respectivement en 2004 et 2003. Divers facteurs sont à l'origine du dynamisme de la consommation privée. En 2005, le revenu disponible a continué d'être orienté favorablement (19,4 % après 19,2 % en 2004). Ensuite, le développement de différents types de crédits à la consommation accordés aussi bien par les commerçants que par les banques, et l'imminence de la retaxation, ont fait naître une propension à consommer plus grande. La deuxième composante, à savoir la consommation publique, qui avait fortement baissé en 2004, a repris en 2005 (+3,4 % contre -10,9 %).

Suite à l'accélération de la consommation, l'épargne a accusé une baisse importante en 2005 (-21,5 % contre 35,4 %). En ce qui concerne le financement des investissements,



le taux de couverture de l'investissement brut par l'épargne s'est contracté (27,8 % contre 40,5 % en 2004).

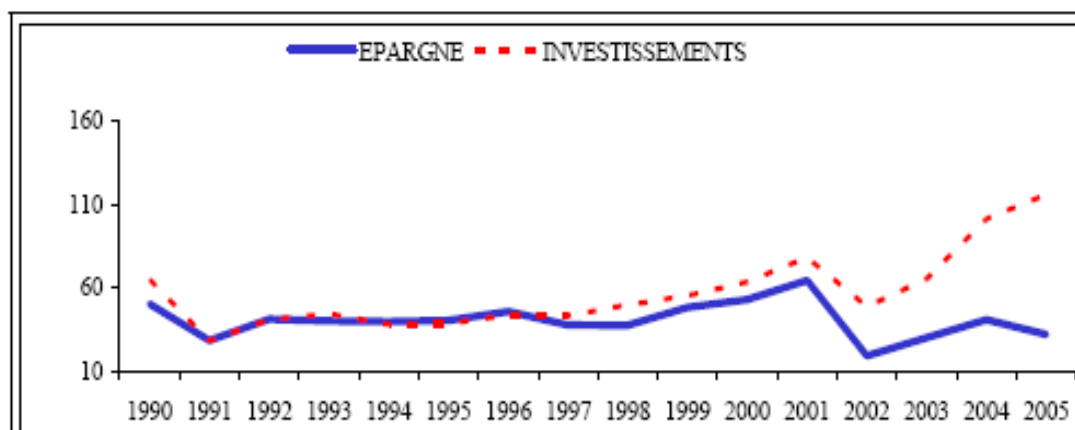
**Figure n° 06 : Evolution de la consommation globale, privée et publique**



*Source : BCM*

En ce qui concerne l'investissement total, il a progressé à un rythme ralenti de 14,3%, soit largement inférieur à celui de 2004 (54,9 %), fait exceptionnel par rapport aux statistiques des dix dernières années. Néanmoins, le taux d'investissement a évolué progressivement à la hausse avec 22,2% du PIB contre 20,4% en 2004. L'investissement privé a augmenté de 20,5% contre 33,5% en 2004 et a contribué à hauteur de 2,1 points à la croissance. Cela provient de l'ouverture du marché des crédits aux particuliers et du développement des prêts immobiliers d'une part, et d'autre part, de la baisse du taux minimum des crédits bancaires à moyen et long terme. La progression des investissements publics s'est nettement ralentie du fait des amputations budgétaires : + 6,2% seulement contre + 95,7% en 2004.

**Figure n° 07 : Evolution de l'épargne et des investissements (en milliards d'Ariary)**



Source : BCM

### 2.1.3. Les politiques budgétaires et monétaires

Pour les finances publiques, les recettes ont augmenté de 1,7% par rapport à l'année 2004 mais le taux de pression fiscale restait à 10,1% contrairement à la prévision de 11,8% du PIB. Avec les blocages des crédits, les dépenses publiques n'ont atteint que 21,2% du PIB en 2005 contre 25,1% en 2004, ce qui se traduit par une amélioration certaine du déficit budgétaire qui est passé de 5,7% en 2004 à 4,3% du PIB en 2005. Les investissements bruts de l'année 2005 ont enregistré également une baisse par rapport à l'année précédente à cause de la compression des dépenses qui s'est répercutée sur le taux d'investissement public, et du léger recul des investissements privés.

Par contre, le déficit de la balance commerciale s'est accentué en 2005 avec 385,9 millions de DTS contre 296,0 millions de DTS en 2004.

**Tableau n°06 : Déficit budgétaire par rapport au PIB (en %)**

	2002	2003	2004	2005
Déficit	6,2	4,2	3,4	0,2

Source : INSTAT

**Tableau n°07 : Taux de pression fiscale (en %)**

	2002	2003	2004	2005
Taux de pression fiscale	7,5	10,0	11,2	11,6

Source : MEFB -INSTAT

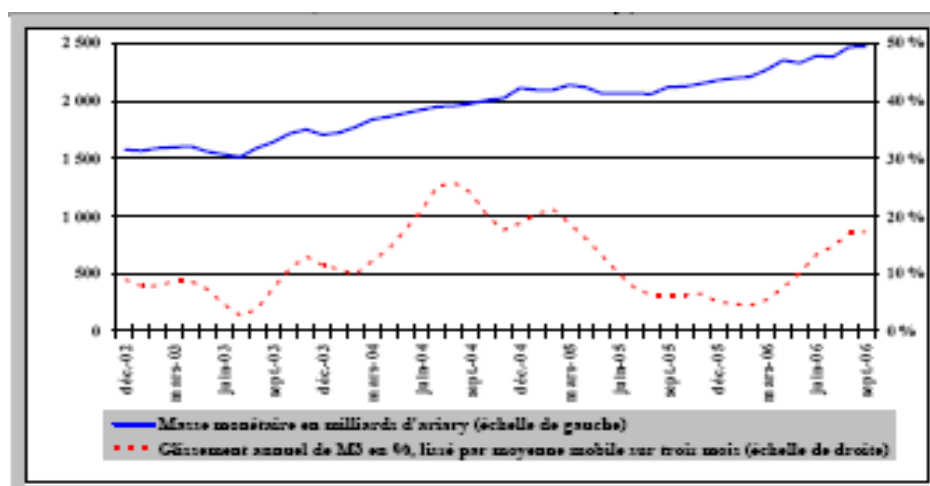
Quant à la politique monétaire, l'instabilité peut être caractérisée par une politique expansionniste avec une part élevée de crédit net à l'Etat.

#### -Les agrégats monétaires

Comme l'agrégat monétaire  $M_3$  est composé de la masse monétaire  $M_2$ , de dépôt en devise des résidents et des obligations, alors notre analyse va rester à l'étude de la masse monétaire  $M_2$ . En effet, l'agrégat  $M_3$  a baissé entre 2004-2005 par ricochet de la volatilité des AEN. Et cette tendance par effet de logique, est liée à la masse monétaire  $M_2$ . Pour 2006, la masse monétaire a augmenté de 13,6 % sur les neuf premiers mois de l'année. A fin septembre 2006, la variation annuelle de  $M_3$  a atteint 16,7 %, après avoir été de 15,9 % en juin et contre 7,4 % il y a un an. Cette expansion de la masse monétaire est beaucoup

plus importante que celle de la base monétaire qui a été limitée à 6,9% sur les dix premiers mois de l'année. Cette maîtrise résulte des interventions régulières de la Banque Centrale sur le marché monétaire. Au cours du troisième trimestre, ces interventions visaient la neutralisation de la tendance à la hausse des liquidités bancaires à partir du mois d'août, et consistaient en un lancement régulier d'appels d'offres négatifs (AON). Par contre, au cours du trimestre précédent, les AON étaient plus espacés et étaient alternés à des prises en pension de titres sur demande des banques, lesquelles éprouvaient alors des problèmes de trésorerie.

**Figure n°08: Le stock de monnaie et sa croissance annuelle (en milliards d'Ariary)**



*Source : Banque Centrale de Madagascar*

**Tableau n°08 : Variation de la masse monétaire en % sur la période Déc.05 à Sept.06**

	Annuelle		Sur la période de déc.05 à Sept.06	
	déc-04	déc-05	yc IADM	Hors IADM
<b>Croissance de M3</b>	<b>23,8</b>	<b>3,1</b>	<b>13,6</b>	<b>13,6</b>
<b>Position Extérieure nette</b>	80,1	4,5	66,1	23,6
<b>Avoirs intérieurs nets</b>	0,8	2,1	-21,7	6,1
<b>Crédit intérieur</b>	1,8	7,2	-23,5	2,1
- Créances nette sur l'Etat	-28,1	-20,5	-118,6	-27,9
- Crédit à l'économie	36,7	23,8	13,9	13,9
<b>Autres postes nets</b>	16,7	65,4	-6,7	27,5

*Source : Banque Centrale de Madagascar*

-Contreparties de la masse monétaires

Dans les contreparties de la masse monétaire, ce sont les crédits à l'économie et, dans une moindre mesure, la position extérieure nette qui ont imprimé l'évolution de M3 au cours de l'année. Par contre, les créances nettes sur l'Etat ont enregistré une baisse sensible.

**Tableau n°09 : Variation annuelle des contreparties de la masse monétaire (en pourcentage)**

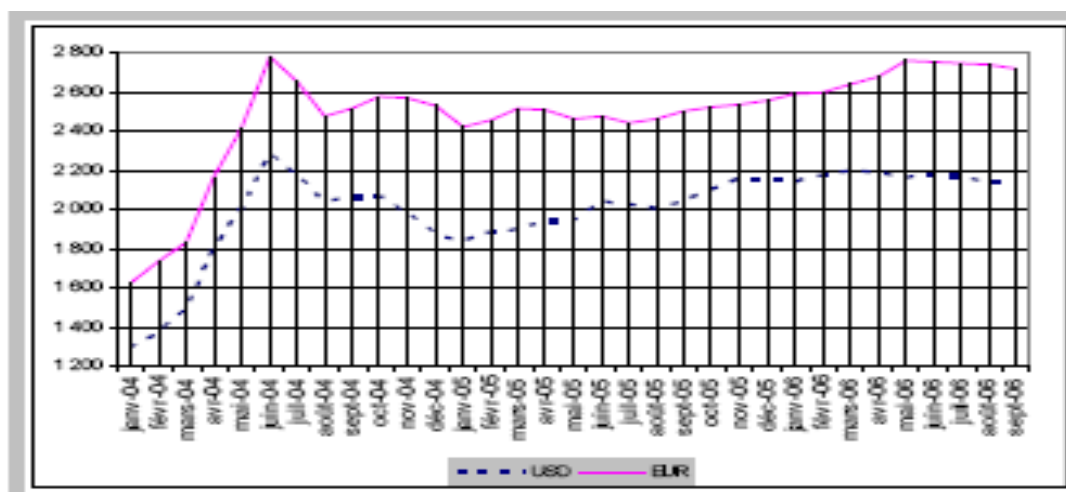
	2003	2004	2005			
	déc.	déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
<b>Croissance annuelle de M3</b>	<b>802</b>	<b>23,8</b>	<b>16,3</b>	<b>7,4</b>	<b>7,4</b>	<b>3,1</b>
Position Extérieure nette	14,9	80,1	27,2	11,2	2,5	4,5
Avoirs intérieurs nets	5,7	0,8	8,7	4,5	11,9	2,1
- Crédit intérieur	9,6	1,8	2	-0,3	5,1	7
Créances nettes sur l'Etat	12,1	-28,1	-30,9	-29,7	-23,7	-20,5
Crédit à l'économie	6,8	36,7	38,6	27	25,9	23,8
- Autres postes nets	124,1	16,7	-33,3	-27,3	-20,7	65,4

Source : BCM- INSTAT

-Evolution de taux de change

Par rapport aux monnaies pivot, la monnaie nationale a connu une certaine stabilité malgré de forte dépréciation au cours de l'année 2006.

**Figure n°09: Evolution de taux de change (ARIARY contre EURO et USD)**



Source : BCM

**2.2. Le secteur bancaire à Madagascar**

Le système bancaire malgache est composé actuellement de 7 banques privées dont 6 banques commerciales à savoir :

- la BFV- Société Générale, filiale de la Société Générale
- la BNI- Crédit agricole

- la Banque Malgache de l'Océan Indien (BMOI), filiale du Groupe BNP Paribas
- l'Union Commercial Bank (UCB), filiale de la Mauritius Commercial Bank (Maurice) et de la Standard Bank
- la SBM- Madagascar (SBMM), filiale de la State Bank of Mauritius (Maurice)
- la BOA Madagascar filiale du Groupe Bank of Africa /African Financial Holding
- et une banque d'affaires : la Southern Investment Bancorp INVESTCO dont les principaux actionnaires sont des nationaux.

Madagascar est classé parmi les pays à faible revenu. Par conséquent, son taux de bancarisation est encore très bas. Il apparaît évident que la faiblesse des dépôts bancaires représente une forte contrainte sur l'octroi du crédit.

### 2.2.1. Les ressources des banques

Elles sont essentiellement composées de dépôts à vue qui constituent 80% des dépôts et 20% de placements à très court terme.

La collecte des ressources par les banques commerciales provient des dépôts de la clientèle qui représente en moyenne 77% du total du bilan de l'ensemble du secteur. En effet, le niveau et les caractéristiques de dépôts bancaires à Madagascar sont expliqués par plusieurs causes :

- le faible niveau des ressources mobilisables car le niveau de l'épargne publique ne présente que 4% du PIB en moyenne ;
- la pression inflationniste qui rend le taux créditeur réel à -5% et qui limite la capacité de mobilisation de l'épargne face à des taux débiteurs aux alentours de 20% ;
- les dépôts à terme tendent à diminuer. La principale cause se situe au niveau de la concurrence avec les BTA émis par l'Etat. Les plus gros déposants ont naturellement cherché à bénéficier de leur rémunération très élevée et de leur fiscalité privilégiée.

**Tableau n°10 : Ressources bancaires par rapport au PIB**

	2000	2001	2002	2003	2004
Epargne publique	4,9	1,8	-0,2	0,7	1,2
Dépôts à vue	8,9	10,9	11,4	10,6	10,9
Dépôts à terme	3,0	3,3	3,5	4,2	3,7

Source : Banque Centrale de Madagascar

**Tableau n°11 : Evolution des ressources bancaires collectées en 2004/2003 en milliards de FMG**

	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>Variation</b>
Dépôts à vue	5326,2	6922,6	+29,97%
Compte d'épargne	834,5	1076,5	+28,99%
compte à terme	1226,8	1219,2	-0,6%
Dépôts en devises	446,5	756,4	+69,31%

*Source : CSBF Madagascar*

### 2.2.2. Les emplois des banques

« Le système bancaire malgache peut être classé dans une situation de forte surliquidité. En effet, 80% du total du bilan en moyenne sont des emplois liquides. Et plus de la moitié constituent des placements de trésorerie, surtout en BTA. Donc, les crédits alloués aux secteurs privés ne constituent que de moins de 40% des bilans des banques en moyenne »<sup>45</sup>.

**Tableau n° 12 : Répartition des emplois du secteur bancaire (en%)**

Libellé	Importance
-Emplois stables	5
-Réserves obligatoires	15
-Emplois liquides dont :	80
*placement en BTA	34
*autres placements	9
*crédits nets à l'économie	37

Source : CSBF/Masse bilancielle des Banques à Madagascar

Les réserves des banques sont généralement supérieures aux réserves requises par la banque centrale. Cette situation de surliquidité est due à la politique de prudence adoptée par les banques afin de redresser leurs situations financières depuis leur privatisation. Par ailleurs, une grande partie des ressources disponibles s'est orientée vers le BTA, au détriment du secteur privé car la rémunération des BTA semble profitable et leurs émissions périodiques poussent les taux vers le haut.

<sup>45</sup> BCM « Revue d'information économique ».Avril 2004-N°16

**Tableau n° 13 : Excès de réserves constituées par rapport aux réserves  
requis (en milliards d'ariary)**

	2003	2004				2005			
	déc.	mars	juin	sept	déc.	mars	juin	Sept.	déc.
Réserves requises	113,1	122,7	174,4	22	233,7	241,5	243,3	243,4	258,8
Réserves constituées	184	213,6	176,3	224	254,6	263,9	247,5	253,9	299,5
Exs/Insuf (-) des réserves	70,9	87,9	1,5	40	20,9	22,5	4,2	10,8	30,7
Exc/Insuf (-) en % RO	12,5	14,3	0,2	0,4	1,8	1,9	1,7	4,4	11,9

*Source : BCM*

### 2.3. La réglementation prudentielle à Madagascar

Comme bien d'autres professions, la banque est réglementée et les dispositions qui encadrent l'activité bancaire ont des conséquences sur le fonctionnement et la gestion des établissements de crédit, d'où la nécessité de connaître les principaux aspects de cette réglementation.

#### 2.3.1. La réglementation bancaire

Elle se présente sous deux formes : Loi bancaire et Textes d'application.

- loi bancaire : texte de base définissant le cadre général de l'activité bancaire ;
- textes d'application : ensemble de règles de jeu composé par des normes quantitatives dites « ratios prudentiels » et de celles qualitatives appelées « ratios de bonnes gestions ».

#### 2.3.2. L'évolution de la réglementation bancaire

- De 1964 à 1977 : Premiers pas de la Banque Centrale :
  - Loi n° 64-25 relative à l'organisation, au contrôle bancaire et à la réglementation du crédit.
  - Ordonnance du 12 Juin 1973 portant création et statuts de la Banque Centrale de la République Malgache (BCRM), modifiant la loi de 1964.
- De 1977 à 1988 : Nationalisation des banques. Le secteur bancaire est un domaine réservé à l'Etat.

Restructuration des cinq banques nationalisées par grand secteur économique. Trois banques nationales régies par leurs statuts respectifs. Abrogation de facto de la loi de 1964.

- De 1988 à 1996 : libéralisation du secteur bancaire.

Ordonnance 88-005 du 18 Avril 1988 portant réglementation bancaire. Et les grandes reformes sont :

- \* Redéfinitions du régime légal des activités bancaires à Madagascar : réouverture de la profession bancaire aux investisseurs privés nationaux et étrangers, introduction du statut d'établissement financier.

- \* Procédure d'agrément ;

- \* Règles prudentielles

- \* Institution d'un organe de contrôle : Commission de Contrôle des Banques et Etablissements Financiers (CCBEF), chargée de définir la réglementation, de contrôler et de sanctionner les manquements constatés.

- Depuis 1996 : Loi n° 95-030 du 22 Février 1996 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit.

Les principales reformes sont :

- \* Extension du champ d'application à l'ensemble des institutions à vocation bancaire non régies dans le passé par l'ordonnance de 1988 : banques offshore, institutions financières mutualistes, institutions financières spécialisées. D'où le terme générique « établissement de crédit »

- \* Elargissement des compétences de l'institution de contrôle dont l'indépendance est consacrée par la loi : agrément des établissements de crédit, extension du pouvoir de sanction au retrait d'agrément et attribution à la commission de la pleine responsabilité de la définition, par voie d'instructions, des normes de prudence et de gestions fixées dans le passé par l'ordonnance bancaire.

- \* Intégration de nouvelles opérations : Cas du Crédit-bail

- \* Fixation d'une procédure spéciale pour la liquidation des établissements de crédit ;

- \* Protection de la clientèle par l'institution d'un droit au compte et une réglementation des ruptures de crédit.

- loi n° 96-020 du 4 Septembre 1996 portant réglementation des activités et organisation des institutions financières mutualistes.

Institutions Financières mutualistes régies par :

- la loi 95-030 : cadre commun à tous les établissements de crédit ;

- la loi 96-020 : cadre spécifique en raison des particularités de leurs opérations.



### 2.3.3. Les objectifs de la réglementation prudentielle

Au cours de la deuxième moitié des années 90, les crises économiques comprenaient souvent une dimension financière et bancaire. « Les pouvoirs publics ont alors constaté le rôle amplificateur des crises bancaires sur la conjoncture économique et la réglementation bancaire trouve là ses fondements :

- assurer la protection des déposants par l'institution des normes de gestion et de prudence,
- prévenir le risque systémique : la défaillance d'un établissement de crédit peut entraîner, par effet de domino, une défaillance du secteur financier en général ;
- instaurer une concurrence saine et loyale dans le domaine de la distribution de services financiers, par la définition de « règles de jeu » claires et homogènes relatives à la fiabilité et à la sincérité des déclarations, à la transparence financière, ainsi qu'à la limitation des engagements par rapports aux fonds propres »<sup>46</sup>.

### 2.3.4. L'organe de supervision

« La Commission de Supervision Bancaire et Financière (CSBF) est une autorité indépendante de supervision et de contrôle instituée par la loi bancaire »<sup>47</sup>.

Elle comprend deux organes : décisionnel et exécutif

\* Organe décisionnel est composé de huit membres :

- Gouverneur de la Banque Centrale de Madagascar, Président,
- Directeur Général du Trésor,
- Un membre désigné par le Ministre chargé des Finances,
- Directeur Général de la Banque Centrale,
- Un magistrat, ayant au moins rang de conseiller à la cour suprême, désigné par le premier Président de la cour,
- Trois membres désignés en raison de leurs compétences en matière bancaire et financière et de leur honorabilité, sur proposition conjointe du Ministère chargé des Finances et du Gouverneur de la Banque Centrale.

\* Organe exécutif :

- peut prononcer des sanctions administratives : avertissement, blâme, interdiction d'effectuer certaines opérations.... ;

---

<sup>46</sup> CSBF « lois et réglementations bancaires et financières »

<sup>47</sup>BOA MADAGASCAR

- peut infliger des sanctions pécuniaires ;
- peut poursuivre en justice par l'inobservation de certaines dispositions de la loi bancaire.

## **2.4. Les institutions financières non bancaires**

Leurs actifs financiers ne présentent qu'une part très faible dans l'ensemble du système financière.

### **2.4.1. Les établissements d'épargne contractuelle**

La Caisse Nationale de Prévoyance Sociale (CNaPS) ne couvre qu'environ 5% de la population active. Elle manque d'autonomie par rapport à l'Etat et souffre d'insuffisances administratives. Elle a un portefeuille d'investissement constitué par des dépôts dans les banques locales et des participations dans les sociétés d'Etats. Compte tenu de sa large implantation, cet organisme pourrait devenir un important instrument de mobilisation de l'épargne mais la faible qualité de ses services et les intérêts créditeurs servis (4,25 à 4,75%) limitent son expansion. Le secteur des assurances malgaches quant à lui est en situation oligopolistique avec deux compagnies étatiques (Ny Havana et ARO) qui ont une politique très prudente. Les compagnies d'assurance ont une fonction de mobilisation de l'épargne et d'orientation de celle – ci vers le secteur productif par ses investissements en portefeuille. Mais, à Madagascar, ce secteur ne contrôle qu'environ 16,65%<sup>48</sup> des ressources du système financier du pays.

### **2.4.2. Le crédit-bail**

Ce secteur est en situation monopolistique puisque seule l'EQUIPBAIL, filiale de la BOA – Madagascar, a démarré ses activités en 2000 jusqu'à maintenant. La création répond aux besoins d'investissement en équipement productif, mais, l'accès à ses activités ne semble pas encore habituel à des entreprises malgaches.

### **2.4.3. Le capital risque**

Les principaux établissements qui fournissent des fonds propres aux entreprises sont la FIARO et la SONAPAR.

FIARO bénéficie de l'appui de la Société Financière Internationale (SFI), de la Société de Promotion et de Participation pour la Coopération (PROPARCO) qui est une filiale de l'Agence Française de Développement (AFD) et de la Banque Européenne pour l'Investissement (BEI) et exerce tous les métiers du Capital investissement (la création, le

---

<sup>48</sup> Bulletin statistique de la banque centrale de 2004

développement et la transmission d'entreprise). La SONAPAR a également pour vocation de prendre des parts dans certaines sociétés pour appuyer le développement de certains secteurs. Elle a repris le portefeuille de participations de la BNI – CLM lors de la privatisation de cette dernière.

« Ces activités constituent un complément appréciable à l'activité des banques, mais leur envergure est encore trop limitée (inférieur à 1 million d'euros d'investissement au total) »<sup>49</sup>.

### 2.4.3. La microfinance

La CECAM, l'OTIV, l'AECA et l'ADEFI sont des institutions mutualistes de micro-finance à Madagascar. Elles constituent 90 000 membres et comprenant 300 caisses d'épargne et de crédit. Elles ont collecté environ 4 millions d'Ariary (MGA) d'épargne pour un concours total de crédit de 5 millions d'Ariary en 2004.

La micro-finance est un élément central de la politique financière du gouvernement malgache. Elle est considérée comme étant l'un des instruments les plus appropriés pour la réduction de la pauvreté par l'amélioration de l'accès de la population aux services financiers, leur permette aussi de développer leurs revenus et de créer des emplois.

## • **2.5. Les marchés financiers**

Les marchés financiers sont encore souffrants à Madagascar. Ils sont représentés par le marché interbancaire, le marché de change et le marché de bons de Trésor.

### 2.5.1. Le marché interbancaire

La suppression du système d'encadrement du crédit permettant une utilisation exclusive des instruments indirects de la politique monétaire et favorisant une plus grande responsabilisation des banques a permis la Banque centrale de faire : un Appel d'Offre Négatif en cas de surliquidité de l'économie et un Appel d'Offre Positif (AOP) en cas de récession monétaire.

### 2.5.2. Le marché des bons de Trésor

Il a été institué à Madagascar depuis 1997. C'est un titre de placement à court terme émis par l'Etat pour satisfaire son besoin de financement. Sa procédure est fixée par le décret n° 97-656 du 07 Mai 1997.

---

<sup>49</sup> MEFB « revue d'information économique » Avril 2004

### 2.5.2.1. Procédure d'émission des BTA

- le trésor publie à l'avance un calendrier trimestriel d'émission avec annonce des échéances et des montants à collecter par quinzaine ;

- les émissions se font par quinzaine et tous les vendredis. Et le lancement d'appel d'offres est effectué 2 jours ouvrables avant l'émission en mentionnant les montants à collecter par échéance, les dates d'échéance, l'heure du dépouillement, la date et l'heure limite de réception des offres ;

- les offres de soumission doivent être transmises à la BCM sous pli fermé. Et elles doivent préciser pour échéances voulues, la valeur nominale et le taux proposé. Après l'heure limite de réception des offres, aucune offre ne peut être retirée ou modifiée ;

- pour les souscripteurs éligibles au marché primaire autres que les établissements de crédit, la recevabilité des offres est conditionnée par : l'approvisionnement préalable de leur compte d'opérations à concurrence du montant adjugé de leurs offres et/ou la production d'un ordre de virement signé par leur banque ou toute autre forme de caution bancaire, à concurrence d'au moins le prix de leurs offres.

En cas d'insuffisance de provision au moment du dépouillement, toutes les offres du titulaire du compte sont rejetées et une sanction est calculée automatiquement correspondant à une date de 28 jours et en fonction des offres et du solde compte, au taux de pénalité en vigueur à la Banque Centrale (= taux directeur + 15 points). Il est débité automatiquement du compte du titulaire sans aucune autre notification.

### 2.5.2.2. Processus d'adjudication<sup>50</sup>

- Les bons sont émis selon le système d'adjudication « à la hollandaise ». Suivant ce système chaque soumissionnaire est servi au prix qu'il a demandé si son offre est retenue ;

- Et les offres dont les taux sont les plus bas sont servies en premiers, celles de niveau supérieur le sont ensuite, jusqu'à concurrence du montant annoncé par le Trésor. Au taux limite, la tranche marginale est répartie au prorata des offres ;

- les soumissions s'effectuent par tranchant de 20 millions d'Ariary avec un montant minimum de 200 millions d'Ariary. Les bons de trésor sont émis avec un intérêt précompté et le règlement s'effectue le jour même de l'adjudication ;

---

<sup>50</sup>BCM « marché des bons du trésor à court terme ». Guide pratique de l'investisseur

- les résultats des adjudications sont communiqués immédiatement à l'issue du dépouillement et affiché en permanence par la BCM jusqu'à la prochaine émission ;

- conformément aux dispositions des articles 02/08/01 et du code général des Impôts, les intérêts des emprunts émis par l'Etat ne sont pas passibles de l'Impôt sur le Revenu des Capitaux Mobiliers (IRCM) ;

-Actuellement, les échéances des BTA sont de 4, 12, 24 et 52 semaines.

**Tableau n°14 : Taux moyen annuel des BTA ( en %)**

Année	04 semaines	12 semaines	24 semaines	52 semaines
2004	12.62	14.63	14.98	16.22
2005	19.12	19.88	20.19	20.44
2006	20.6	21.47	21.17	22.56

*Source : BCM*

## **2.6. Le marché interbancaire de devises**

Ce marché a connu une évolution en passant par le marché à la criée à huit clos vers le MID en continu.

« Pendant le marché à la criée, les opérateurs transmettent à leur banque des ordres de négociation de devises qui seront traitées chaque jour lors d'une séance de 10h à 12h. Les banques procèdent à la confrontation des ordres d'achats et de ventes aux fins d'exécution sur un cours indiqué par le client. Les ordres doivent porter les mentions *au mieux* ou *au cours limite* »<sup>51</sup>.

Il s'agit donc d'un mécanisme pour rechercher de contrepartie sur un cours d'équilibre satisfaisant l'offre et la demande. Et chaque séance s'achève par une publication du cours moyen indicatif des transactions.

A partir du mois d'août 2004 le MID devient, un MID en continu. Il n'y a plus de réunion dans un lieu unique mais il suffit que chaque cambiste soit en connexion continu de 9 h 30 mn à 15 h 30 mn. Le principal est la fixation du cours de change par un libre mécanisme de l'offre et de la demande. Chaque banque est dotée d'une salle de marché. Actuellement 2 devises sont cotées sur le marché : l'euro et le dollar américain.

D'après ce qui précède le système financier malgache est dominé par le secteur bancaire et celui-ci a fortement évolué suivant le contexte économique. Il est composé

<sup>51</sup> BOA MADAGASACR

principalement jusqu'à maintenant de sept banques commerciales, cinq institutions financières mutualistes de microfinance, une société à capital risque, trois compagnies d'assurance et d'autres institutions non bancaires. Toutefois, l'offre potentielle du secteur bancaire reste encore insuffisante pour le financement de l'économie et elle n'est pas adaptée aux revenus de la population malgache. Les types d'instruments et d'institutions financières sont très restreints, et les PME sont victimes d'exclusion aux crédits bancaires. De même, le marché de capitaux est en phase de gestation et n'est pas encore capable de répondre aux besoins de l'économie malgache. Ainsi, le chapitre suivant traitera des causes de l'insuffisance de crédit alloué au secteur privé et dans l'économie malgache et d'identifier ainsi les conséquences d'un manque de financement sur l'économie malgache.

## CHAPITRE 2

### EVALUATION DU SYSTEME FINANCIER A MADAGASCAR

Ce chapitre traitera des causes et des conséquences de l'insuffisance de financement (seul 5% des besoins de financement ressenti par le PME sont financés par les banques et 28% pour l'ensemble de l'économie) du secteur privé par le secteur bancaire à Madagascar. Les banques retiennent, tout particulièrement notre attention vue le rôle qu'elles jouent sur le développement du secteur réel.

#### **Section 1 : Les principaux facteurs de l'insuffisance de financement**

Les principales sources de financement du secteur privé sont les crédits octroyés par les banques à Madagascar. Notons toutefois que les ressources bancaires sont limitées principalement par l'épargne domestique médiocre, l'effet d'éviction engendré par le fort endettement du secteur public et la gestion des risques par les banques.

##### **1.1. L'offre bancaire limitée**

Les crédits accordés par les banques sont à 80% des crédits à court terme et concentrés sur le secteur commercial. Le financement de l'investissement et de la production est donc très limité. Les crédits à long terme ne représentent en effet en moyenne que 25% des crédits à l'économie.

Ces difficultés sont liées en générales à deux facteurs :

- les garanties exigées par les banques trop élevées qui varient de 100 à 300% des crédits accordées. Par exemple, pour les hypothèques notariées<sup>52</sup>, les garanties réelles sont évaluées à 150% et pour les nantissements matériels, elles sont équivalentes au encours demandés.

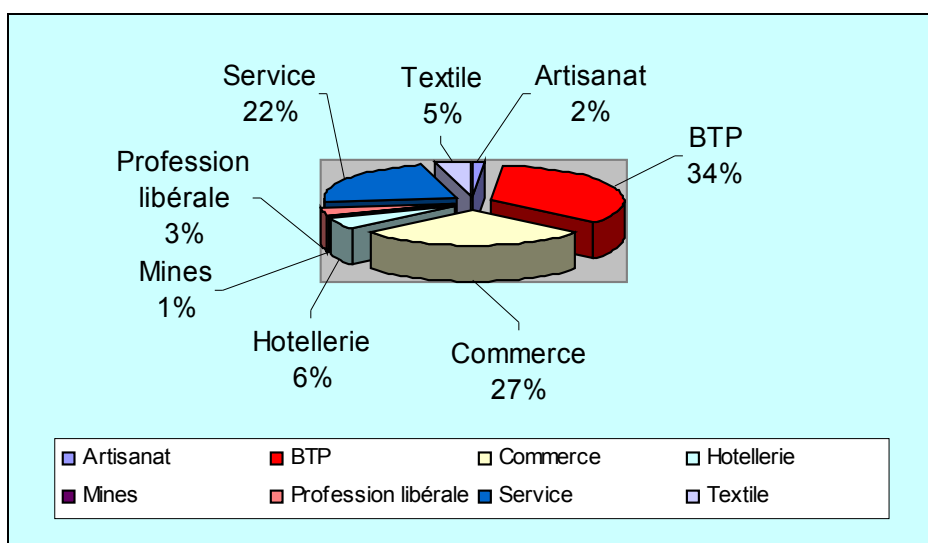
- la nationalité des demandeurs de crédits qui interdit les étrangers d'être propriétaire de bien immobilier.

Une étude sur 200 PME, clients de la banque BNI Crédit Agricole à montrer que les secteurs du commerce, du BTP et des services sont ceux qui ont acquis le plus de crédit au niveau de la banque avec 87% du crédit. Et les autres secteurs n'ont pu se partager que les 13% restant. La structure des crédits octroyés ont aussi montré que 71% sont de court terme et 29% de moyen et long terme.

---

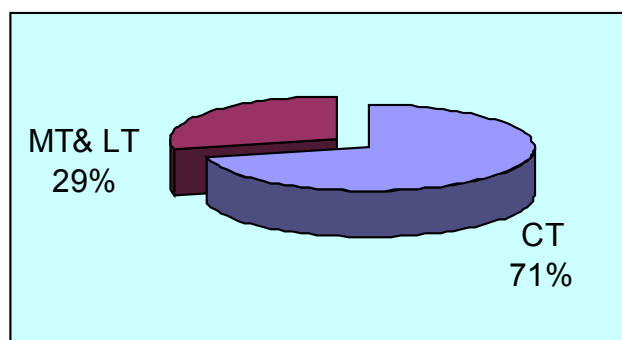
<sup>52</sup> BNI - Crédit Agricole

**Figure n°10 : Répartition du crédit octroyé par secteur d'activité**



*Source : BCM*

**Figure n°11 : Structure des crédits octroyés**



*Source : BCM*

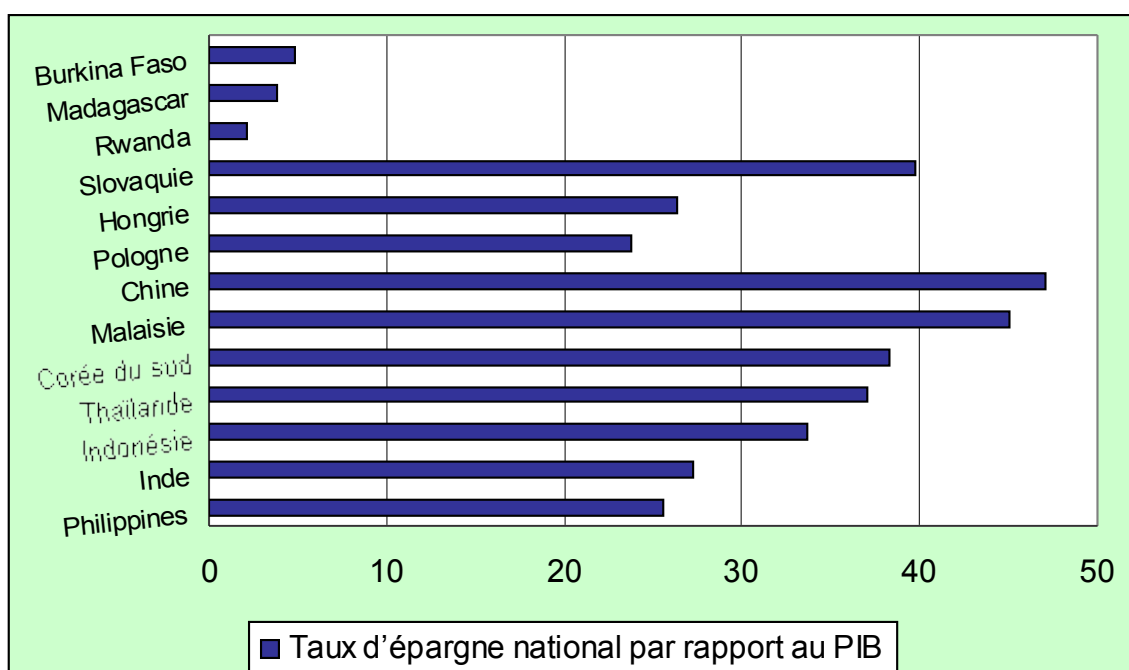
### **1.2. L'épargne domestique médiocre**

A Madagascar, le taux d'épargne nationale se situe généralement en moyenne entre 0,5 à 5% du PIB. Suite à l'accélération de la consommation, l'épargne a accusé une baisse importante en 2005 (-21,5 % contre 35,4 %). En ce qui concerne le financement des investissements, le taux de couverture de l'investissement brut par l'épargne s'est contracté (27,8 % contre 40,5 % en 2004).

Le taux moyen de l'épargne nationale sur la période 2000-2005 est de 2.8%, soit un niveau très faible en comparaison avec d'autres pays en développement comme les zones d'Asie – Pacifique (32%) ou d'Europe centrale (22%).



**Figure n 12: Taux d'épargne national par rapport au PIB**



*Source : BCM*

L'insuffisance d'épargne d'après ces chiffres s'est expliquée par l'incapacité du secteur public à dégager une épargne nette positive et par les bas niveaux d'épargne des ménages, laissant alors les entreprises privées à être les principales contributives à l'épargne nationale, notamment sous forme d'autofinancement.

« Ce point faible du pays est la conséquence et à la fois la cause de facteurs économiques (croissance lente et volatile) et sociaux : pauvreté, inégalité des revenus, taux de change volatil et absence d'une moyenne satisfaisante avec un taux de croissance moyenne du PIB est de **5,2%** et un taux d'inflation moyen est de **19,45%** entre 2002-2005 »<sup>53</sup>.

**Tableau n°15: Taux de croissance du PIB (en %)**

Secteur	2002	2003	2004	2005	2006 (prev)
Primaire	-2,6	6,2	3,1	3,3	2,1
Secondaire	-18,7	11,4	6,3	3	5,5
Tertiaire	-24,5	12,6	6,0	6,1	6,8
<b>PIB</b>	<b>-12,7</b>	<b>9,6</b>	<b>5,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>

*Source : INSTAT*

<sup>53</sup> INSTAT/DSY <http://www.instat.mg>

**Tableau n°16: Taux d'inflation (en %)**

	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
Taux d'inflation	16,5	-1,7	27,0	10.9

*Source : INSTAT*

Cette situation d'accès envers le système bancaire a été perturbée par la dégradation périodique du pouvoir d'achat et la persistance de l'inflation. Une inflation élevée et volatile, rendant incertains les rendements réels des actifs, n'incite pas les agents à déposer leur épargne dans les banques. Puisque théoriquement, une forte corrélation négative est observée entre inflation moyenne sur longue période et le degré d'approfondissement financier d'un pays.

Une inflation élevée tend aussi à augmenter le taux d'intérêt domestique puisqu'elle conduit les agents à exiger une rémunération plus importante des dépôts pour compenser la perte attendue de leur monnaie. Et à ceci s'ajoute les effets de politiques monétaires souvent restrictives destinés à lutter contre l'inflation par des taux d'intérêts et de réserves obligatoires élevés.

En effet, sur ce plan, l'année 2004 a été marquée par une forte dépréciation de la monnaie et cette dernière a entraîné des pressions à la hausse de prix sur l'ensemble de l'année avec un taux d'inflation de 27% et aucune diminution n'a été enregistrée durant l'année 2005, due pour une large part à l'incidence du renchérissement des produits importés.

Pour contrer ces tendances inflationnistes la BCM a pris différentes mesures à partir de l'année 2004 :

- relèvement du taux directeur par 3 fois pour le faire passer successivement de 7%, 9% à 16% et en 2006, elle a baissé à 12%

- augmentation du taux des réserves obligatoires de 12 à 15%. Alors que les crédits font les dépôts, il devient donc évident que la faiblesse des dépôts bancaires représente une forte contrainte sur l'octroi des crédits à Madagascar.

## **1.2. L'effet d'éviction d'endettement public**

Par effet d'éviction, les emprunts publics sur le marché monétaire domestique réduisent la fraction des fonds prêtables que les créanciers peuvent allouer au financement du secteur privé et augmentent le taux d'intérêt débiteur réel. L'effet d'éviction est

théoriquement d'autant plus sévère que la dette publique est lourde et que la part financée par les résidents, est importante. Au cours de l'année 2005, le service de la dette extérieure avant allègement s'est élevé à 103,8 millions de DTS en 2005, contre 125,7 millions de DTS en 2004, et a représenté respectivement 11,9 et 13,1 pour cent des exportations de biens et services non facteurs. Après allègement, le service de la dette n'a été que de 5,6 pour cent des exportations de biens et services non facteurs en 2005, contre 6,1 pour cent en 2004.

**Tableau N° 17. Service de la dette extérieure**

<b>RUBRIQUES (en millions de DTS)</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>
<b>Service de la dette</b>	<b>130,0</b>	<b>117,5</b>	<b>125,7</b>	<b>103,8</b>
- Intérêt	47,3	35,7	42,2	35,4
- Principal	80,0	75,5	77,9	60,2
- FMI	2,7	6,3	5,5	8,2
<b>Allègement</b>	<b>77,7</b>	<b>58,5</b>	<b>67,2</b>	<b>54,6</b>
- Club de Paris	57,5	47,9	44,8	34,2
- IPPTE	20,2	20,7	22,4	20,4
<b>Service de la dette après allègement</b>	<b>52,3</b>	<b>48,5</b>	<b>58,5</b>	<b>49,2</b>
<i>En pourcentage des exportations des biens et services</i>	23,7	14,0	13,1	11,9
- Avant allègement	9,5	5,8	6,1	5,6
- Après allègement				
<b>Pour mémoire :</b>	548,1	840,1	960,5	874,9
<b>Exportations de biens et services non facteurs</b>				

*Source : BCM*

Or à Madagascar, l'émission des BTA est périodique et hebdomadaire et qui est financée par plus de 40% du total du bilan du système bancaire avec un taux qui varie entre **20 à 23%**.

L'encours de la dette extérieure du pays a été de 2 124,7 millions de DTS (3 036,3 millions de dollars US) à fin 2005, contre 2 535,2 millions de DTS en 2004 (3 926,8 millions de dollars US). Par rapport au Produit Intérieur Brut (PIB), l'encours de la dette extérieure a représenté 64,5% du PIB nominal à fin 2005, contre 90,0% à fin 2004.

La structure du stock de la dette extérieure selon les différents créanciers n'a pas fortement évolué. En effet, la prédominance des Organismes Internationaux (93,1% contre 78,7 pour cent en 2004) et des pays membres du Club de Paris (5,4 % contre 5,1% en

2004) est restée constante. Cependant, la part des « autres créanciers officiels » a diminué (14,9% en 2004 à 0,6% en 2005).

**Tableau n°18. Encours de la dette extérieure (en millions de DTS)**

Rubriques	2002	2003	2004	2005
Encours de la dette extérieure	2 831,5	2 942,8	2 535,2	2124,7
Club de Paris	1 132,3	1 116,2	128,8	114,3
Autres Créanciers Officiels	11,4	8,8	378,7	12,0
Fonds Arabes	13,2	11,6	18,4	17,5
Banques Privées	0,0	0,0	0,0	0,0
Prêts Privés	4,8	6,3	13,5	2,9
Organismes Internationaux	1 669,8	1 799,8	1 995,7	1 978,0

*Source : BCM*

Un fort endettement public aggrave le rationnement du crédit bancaire au secteur privé puisqu'il concurrence en terme d'intérêt les demandes de financement du secteur privé. Par conséquent les crédits deviennent très chers.

### **1.3 Le rationnement de crédit des banques et des autres institutions financières non bancaires**

Les difficultés financières des entreprises confirment ce trop faible engagement de la part des banques. Les banquiers de ce pays invoquent deux catégories de raisons pour justifier leurs faibles engagements dans le financement de l'économie, en particulier envers les PME d'origine nationale :

- La capacité de l'offre du système bancaire est bien inférieure aux ressources collectées en raison de l'importance des créances douteuses<sup>54</sup>. De plus, les banques ne peuvent réallouer toutes leurs liquidités collectées car, d'une part, elles doivent respecter les ratios prudentiels et d'autre part, la banque centrale n'accorde son refinancement que pour la signature de bonne qualité. Ces facteurs à eux seules ne peuvent cependant expliquer la situation car, elle s'empirait de plus en plus au point où les engagements pris par les banques étaient bien inférieurs à leur capacité d'offre.
- Elles manquent d'informations pour évaluer le risque impliqué ou par ce qu'elles considèrent les projets comme trop risqués. Le risque envisagé est celui

<sup>54</sup> BCM.

de la défaillance de l'emprunteur. Ceci est le fruit de la réalisation de l'un des deux éventualités qui sont l'état défavorable de la nature et un comportement non coopératif de l'emprunteur. Pour l'état favorable de la nature, il regroupe trois catégories de risques. D'une part, il y a le risque technique spécifique au projet où l'emprunteur en général connaît déjà le risque du projet mais ne le dévoile pas. En suite, il y a la mauvaise anticipation de la demande et enfin la réalisation d'un événement de nature purement aléatoire où ni l'emprunteur ni la banque ne le connaît. Le comportement non coopératif de l'emprunteur peut à son tour avoir deux causes distincts : l'aléa moral ex ante de l'emprunteur c'est-à-dire que celui-ci ne peut être tenu pour certain qu'il fasse tous les efforts nécessaires pour mener à bien son projet et l'aléa moral ex post c'est-à-dire qu'il n'est pas sûr qu'il rembourse la banque même si ses revenus sont suffisants. Ainsi, c'est parce qu'elles manquent d'information pour évaluer ces différents risques ou parce qu'elles les estiment trop élevés que les banques se refusent à prêter. En d'autre terme, elles rationnent le crédit. A côté de cela, les banques à Madagascar n'ont aucun moyen pour faire respecter les contrats de crédits. L'analyse des procédures de recouvrement collectives à la disposition des créanciers en cas de cessation de paiement d'une entreprise met en évidence les raisons de leur dysfonctionnement.

En générale, l'encours des crédits octroyés par les banques a légèrement augmenté pour l'année 2005 mais reste toujours insuffisant et faible pour répondre aux besoins croissants des agents économiques et de l'économie en générale. Dans l'ensemble, les entreprises privées dont dans la majorité est constituée des grandes entreprises, restent les principaux bénéficiaires des crédits avec 85,2% des encours totaux contre 13,9% pour les ménages et particuliers. Toutefois, les crédits à court terme destinés aux ménages ont connu une hausse sensible au cours de l'année 2005 mais restent insuffisants. Les crédits à moyen terme ont augmenté dans l'ensemble de 10,3%, notamment pour les entreprises privées.

**Tableau n°19. Evolution des crédits bancaires par agent économique (en  
Milliards d'ariary)**

	Dec.-03	Dec.-04	Mars-05	Juin-05	Sept.-05	Dec.-05
<b>. Court terme</b>	<b>428,6</b>	<b>542,6</b>	<b>563,7</b>	<b>585,6</b>	<b>634,4</b>	<b>707,9</b>
. Particuliers et ménages	13,5	21,8	29,2	33,1	31,0	54,4
. Entreprises privées	410,9	508,3	523,6	545,0	592,7	648,0
. Entreprises publiques	4,2	12,5	11,0	7,5	10,8	5,5
<b>. Moyen terme</b>	<b>121,7</b>	<b>207,0</b>	<b>207,1</b>	<b>234,7</b>	<b>237,4</b>	<b>228,3</b>
. Particuliers et ménages	36,4	71,4	75,2	87,8	91,8	75,3
. Entreprises privées	83,9	134,0	130,4	145,5	144,3	151,5
. Entreprises publiques	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	1,4
<b>. Long terme</b>	<b>41,3</b>	<b>63,9</b>	<b>69,0</b>	<b>69,5</b>	<b>61,1</b>	<b>55,7</b>
. Particuliers et ménages	4,6	6,4	6,4	7,0	9,8	8,2
. Entreprises privées	36,7	55,5	60,7	60,6	49,4	45,6
. Entreprises publiques		2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>TOTAL DES CREDITS</b>	<b>583,2</b>	<b>791,9</b>	<b>835,3</b>	<b>887,9</b>	<b>930,9</b>	<b>992,9</b>

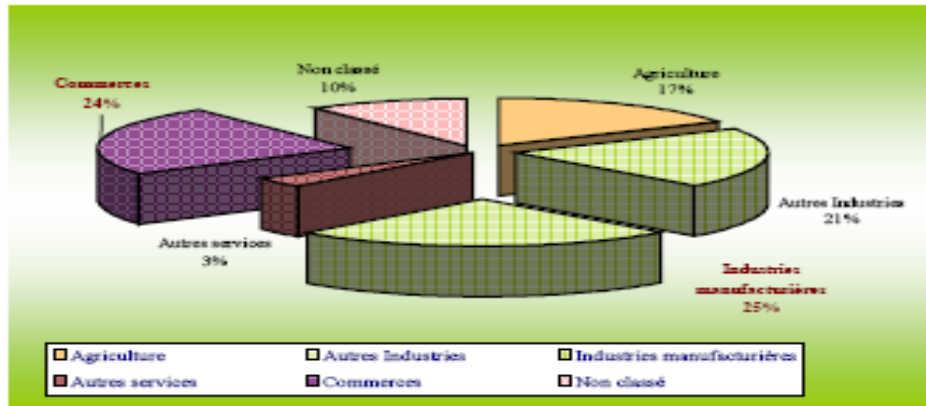
*Source : BCM*

Selon les secteurs d'activité, l'encours des crédits accordés au secteur primaire a augmenté de 30,1% entre 2004 et 2005, résultant de l'augmentation des crédits à court terme de 24,7%. Les crédits à moyen et long terme ont, quant à eux, augmenté de 60,3%. Ces crédits ont été octroyés aux sociétés de pêche maritime et, dans une moindre mesure, aux collecteurs de paddy. Cette accélération des crédits s'explique par la reprise de la performance dans ce secteur, notamment dans la filière riz.

En ce qui concerne le secteur secondaire, l'encours de crédit a augmenté de 15,6% en 2005 (contre 64,4% en 2004) dont 16,3% (contre 75,3 % en 2004) pour les crédits à court terme et 13,8% (contre 41,9 % en 2004) pour les crédits à moyen et long terme. La principale raison du ralentissement est la décélération de la production de ce secteur qui a été le plus touché par les effets néfastes des coupures de l'approvisionnement en énergie électrique survenues tout au long de l'année.

Du côté du secteur tertiaire, l'encours des crédits a augmenté de 22,3%. Les crédits alloués ont augmenté pour toutes les branches du secteur et plus particulièrement pour les transports et transits qui ont enregistré une hausse de 63,3%.

**Figure n°13 : Répartition du crédit bancaire par branche d'activité**



*Source : BCM/MEFB*

De plus, les crédits accordés sont à 75% des crédits à court terme (avances, découverts). Le financement de l'investissement et de la production est très limité puisque les crédits à long terme ne représentent que 25% des crédits à l'économie. Par ailleurs, ils sont concentrés aux grandes entreprises qui ne présentent que moins de 5% de l'ensemble des entreprises malgaches. Par conséquent, l'accès aux crédits bancaires est difficile pour les entreprises malgaches. Ces difficultés sont dues par trois facteurs majeurs interdépendants :

- les risques très élevés encourus par les entreprises malgaches surtout les PME (présentées par 95% de l'ensemble du secteur) ;

- Les risques de crédits engendrés par la faiblesse institutionnelle (états financiers non conformes aux normes, manque d'audit interne qu'externe)

- et les garanties exigées par les banques (hypothèques, nantissements, cautions) trop élevées pour temporiser ces risques

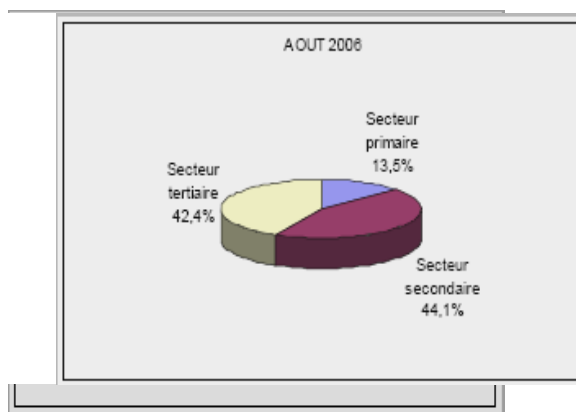
Par conséquent, les micro-entreprises n'ont pratiquement pas accès facilement au système bancaire. Et plusieurs bailleurs de fonds mettent à disposition des entreprises, par l'intermédiaire des banques commerciales, des ressources en devises, mais le risque de change en limite le bénéfice aux seules entreprises exportatrices. Dans ce cas, les financements disponibles sont insuffisants et concentrés sur les grandes entreprises.

Pour l'année 2006, les banques sont encore de plus en plus réticentes à octroyer des crédits au secteur primaire, en accordant plus d'intérêt aux projets des secteurs secondaire et tertiaire. Ceci est cohérent avec les taux de croissance prévus en 2006 pour ces trois secteurs, respectivement de 2,1 % pour le secteur primaire, de 5,5 % et de 6,8 % pour les deux derniers. En effet, durant les huit premiers mois de 2006, les encours de crédit ont fléchi de 15,5 % pour le secteur primaire alors qu'ils ont augmenté respectivement de 9,8

% et de 14,4 % pour les secteurs secondaire et tertiaire. Pour le secteur pétrolier, la hausse des encours a atteint 28,1 % suite au dynamisme du secteur et du cours élevé des produits pétroliers. De même, le secteur agro-alimentaire s'avère attrayant car les encours de crédit y afférents ont augmenté de 21,4 %. Ceci s'explique par la mise en oeuvre de plusieurs projets axés sur l'agribusiness et soutenus par des accords bilatéraux ou multilatéraux comme le Millenium Challenge Account (MCA).

De ce fait, la part des encours de crédit dans le secteur primaire s'est effritée de 3,6 points entre fin décembre 2005 et fin août 2006 au profit des secteurs secondaire et tertiaire qui ont gagné respectivement 0,9 et 4,7 points.

**Figure n°14 : Répartition des crédits à l'économie par secteur d'activité**



*Source : BCM*

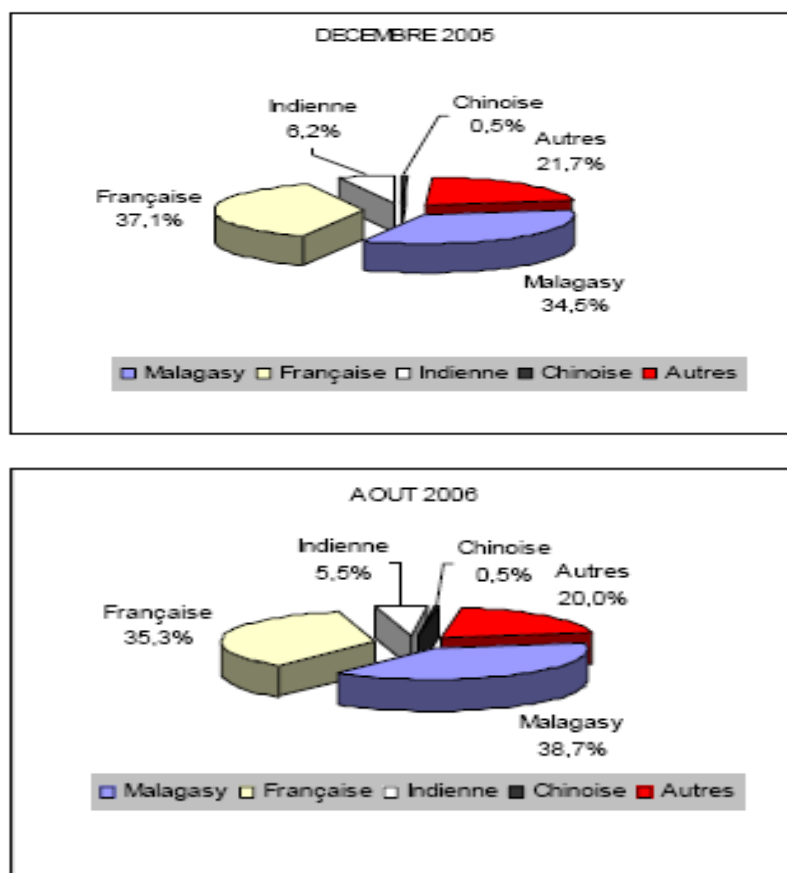
La part des crédits non performants a légèrement augmenté de 0,2 point, les créances douteuses, litigieuses et contentieuses (CDLC) passant de 9,8 % à 10,0 % du total des encours entre fin décembre 2005 et fin septembre 2006. La part des CDLC sur les crédits à court terme demeure élevée (13,1 %), même si elle a diminué de 3,2 points sur la période. A titre de comparaison, les CDLC des banques japonaises ne représentent que 4,7 % du total des encours au 30 septembre 2004 contre 8,4 % au 31 mars 2002 et malgré une baisse du total des encours entre ces deux périodes (une baisse des encours contribuerait mécaniquement à faire augmenter la part des CDLC, toute chose étant égale par ailleurs).



Tout de même, la réorientation des banques en matière d'octroi de crédit a profité aux sociétés et aux particuliers nationaux. En effet, la part des crédits alloués à ces derniers a augmenté de 4,2 points entre fin décembre 2005 et fin août 2006. A l'inverse, les parts des crédits aux ressortissants indiens et français ont baissé légèrement de 0,7 et de 1,8 point. De ce fait, les crédits pour les sociétés et particuliers malgaches détiennent désormais la part la plus importante de l'ensemble des encours de crédits avec 38,7 %, suivis de près par les sociétés françaises à 3,4 points au-dessous.



**Figure n°15: Répartition des crédits par nationalité des bénéficiaires**



*Source : BCM*

En somme, le niveau de l'épargne domestique mobilisable médiocre et l'absorption d'une grande partie des ressources disponibles par le fort endettement du secteur public rendent le crédit alloué au secteur privé d'être *une ressource rare et chère*. Ce qui entraîne, à son tour, le niveau insuffisant de crédit à l'économie de ce dernier.

#### **1.4. La gestion des risques**

Les banques à Madagascar sont exposées aux risques liés à une activité classique de banques commerciales. Ils comprennent :

- les risques liés aux relations avec la clientèle au niveau des dépôts et des crédits et à l'évolution en volume et en prix des ressources et emplois (risque économique), soit : le risque de contre partie, le risque d'illiquidité et le risque de taux ;

- les risques liés au fonctionnement interne et aux relations avec les institutions juridiques (risque institutionnel), soit : les risques opérationnels, les risques techniques et les risques juridiques, fiscaux et réglementaires.

Et la gestion de ces différents risques amène les banques commerciales à Madagascar à limiter le montant des crédits alloués à l'économie.

### **1.2.1 Les risques économiques**

Cette première catégorie de risques est largement tributaire de l'évolution de la conjoncture économique malgache. « L'incertitude et les risques de crédit liés à l'instabilité macroéconomique contraignent l'intermédiation entre épargne et investissement, en réduisant la propension des banques à prêter au secteur privé et en relevant le coût des crédits octroyés. Ils contraignent aussi la capacité des banques à faire de la transformation, c'est-à-dire à allouer des crédits à moyens et long terme à partir de dépôts à court terme, en leur imposant une contrainte de liquidité »<sup>55</sup>.

En effet, en prêtant, les banques à Madagascar comme toutes autres banques commerciales, s'exposent à de nombreux risques : risque de crédit, de liquidité, de taux d'intérêt et de change. Pour limiter ces risques, les banques sont prudentes par nature, et elles seraient d'autant plus si l'environnement dans lequel elles opèrent élève l'ensemble de ces risques.

L'actif d'un bilan bancaire se compose, dans les grandes lignes, de prêts au secteur privé (actifs les plus risqués et les moins liquides), de titres publics et de prêts au secteur public et de réserves auprès de la BCM (actifs les plus liquides et les moins risqués). Dans un univers volatil et un avenir incertain, les banques ont une forte préférence pour les actifs les plus courts et les moins risqués, c'est-à-dire pour les réserves et les créances sur le secteur public. Cette situation est vérifiée à Madagascar d'après ce que nous venons d'illustrer au chapitre précédent.

Par ailleurs, l'impératif de liquidité est imposé par la BCM qui utilise le taux de réserves obligatoires comme une mesure de protection contre les risques d'illiquidités dans le système bancaire.

**Tableau n°20 : Réserves obligatoires de la BCM (en%)**

<b>Année</b>	<b>Sur dépôts à vue</b>	<b>Sur dépôts à terme &amp; épargne</b>
Avant le 13/01/2003	18	2
A compter du 13/01/2003	12	0
A compter du 15/04/2004	15	0
A compter du 15/07/2004	15	15

*Source : BCM*

<sup>55</sup> BOA MADAGASCAR

A Madagascar, le taux de réserves obligatoires est de 15%. Sur les dépôts à vue dans un premier temps 12% et application du même taux de 15% sur les dépôts d'épargne à compter de juillet 2004. Ce phénomène tend à accroître les marges d'intermédiation par le biais de la diminution de ressources prêtables disponibles.

### **1.2.2. Les risques institutionnels**

Les institutions, ici, sont définies comme l'ensemble des règles qui régissent le fonctionnement d'une économie et des incitations qui déterminent le degré de respect des lois et des droits de propriété dans un pays.

Sur un marché bancaire, les institutions sont là pour garantir le respect des engagements contractuels, faciliter l'utilisation des garanties qui pallie l'asymétrie d'informations entre le créancier et l'emprunteur et réduire l'aléa moral.

En principe, une institution financière octroie un crédit si elle a l'assurance que l'emprunteur est solvable et remboursera son prêt ou qu'il lui sera possible de récupérer son argent en cas de défaillance du client. Par conséquent, moins les banques ont d'information sur les emprunteurs (leur qualité financière, leur historique de paiement et la valeur de leurs clients), plus leur propension à prêter est faible et plus le coût de leurs crédits est élevé pour compenser une prise de risque plus importante.

Or, Madagascar s'est caractérisé par une qualité un peu insatisfaisante de ses institutions malgré les initiatives prises par le gouvernement comme l'adoption des nouvelles lois sur les sociétés et l'application de PCG 2005 conforme aux normes internationales.

«Typiquement, cette situation empêche les banques d'exercer un contrôle efficace sur les emprunteurs et réduit leur protection en cas de non-paiement des clients. L'environnement des affaires est marqué par des droits de propriété peu protégés, un degré imparfait d'application des contrats et un marché de travail rigide, qui favorise l'activité informelle, empêchent l'émergence d'une culture de crédit, limitent l'utilisation des garanties et découragent l'intermédiation bancaire. Par exemple, des coûts élevés pour obtenir un droit de propriété encouragent les entreprises à conserver des avoirs non reconnus officiellement et qui ne peuvent pas être employés comme garanties pour obtenir des prêts. »<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup>BOA MADAGASCAR

Par ailleurs, les banques manquent souvent de moyens pour évaluer et surveiller la qualité financière des entreprises, du fait de normes de comptabilité (tenue de livres comptables) inadéquates et de problème de gouvernance dus à la prédominance des PME familiales et du secteur informel.

De plus, les banquiers se plaignent que les législations malgaches protègent rarement les droits des créanciers en cas de non-paiement des emprunteurs. Selon eux, soit les lois sur les restructurations et les faillites d'entreprises sont obsolètes, soit le cadre légal qui régit l'utilisation des garanties est inadéquat, soit le cadre légal qui régit l'utilisation des garanties est inadéquat à cause de difficultés pour enregistrer les propriétés, de lacunes dans la tenue des registres fonciers ou de restrictions sur les actifs utilisables comme garanties, soit les tribunaux sont inefficaces.

D'un côté, les banques, pour pallier tous ces risques institutionnels, exigent une garantie à hauteur de 100% et souvent sous forme de sûreté réelle et d'autre côté les emprunteurs sont réticent par le coût élevé d'enregistrer une garantie (taxes et frais de notaire associés à l'enregistrement d'une garantie).

Cette situation freine l'expansion du crédit et limite fortement les crédits à long terme. Il en est de même un obstacle majeur, pour Madagascar, de mettre en place un marché boursier.

Pour conclure, nous constatons que pour temporiser les risques de crédit liés à l'instabilité de la conjoncture macroéconomique (vulnérable et volatile), le problème institutionnel et la forme d'exploitation des entreprises malgaches, les banques préfèrent la liquidité. Et ces décisions favorisent le rationnement de crédit et réduisent les fonds disponibles alloués au secteur privé. De plus, les banques sont réticentes à l'octroi de crédits à long terme par biais d'un jugement des risques accrus encourus par les entreprises malgaches. Bien évidemment, cette situation concourt en défaveur des entreprises privées pour leur développement. Et favorise aussi la rareté et le coût élevé de sources de financement. Ainsi les conséquences d'un niveau insuffisant de crédits alloués aux secteurs privés sont l'objet de la suivante section.

## **Section 2 : Les conséquences d'un manque de financement**

Les crédits alloués par les banques au secteur privé ne consomment qu'une modeste fraction de leurs ressources et sont caractérisés par des taux d'intérêts élevés. Etant donné le rôle majeur des banques dans l'allocation du capital et le financement des projets d'investissement et de consommation, le rationnement de crédit ( faible volume, coût

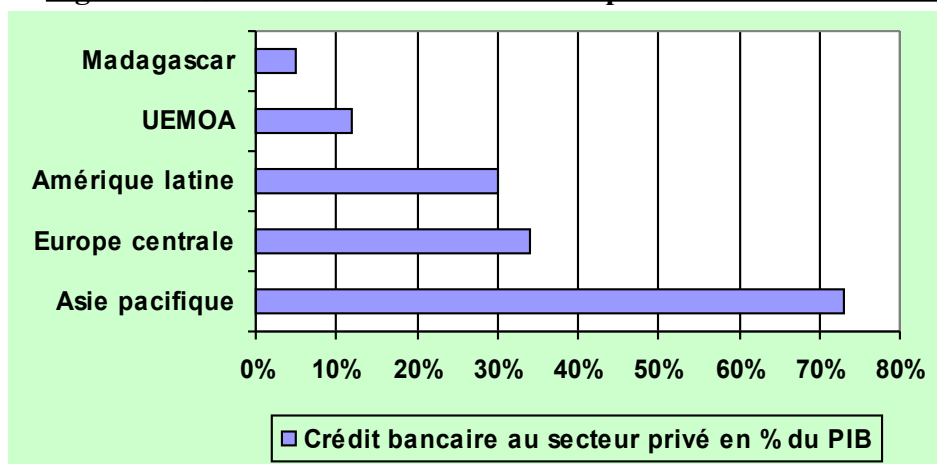
élevé) joue incontestablement en défaveur du potentiel de développement économique de Madagascar. En réalité le degré de la pénurie se diffère selon la taille de l'entreprise. Et dans cette section, nous allons voir successivement l'impact de la pénurie de financement sur la croissance économique Malgache et la discrimination des PME.

### **2.1. Une pénurie de financement et une faible croissance économique**

Le lien de causalité entre développement économique et développement financier est réciproque. Cependant, l'influence du développement économique sur l'approfondissement financier ne pourrait être dominante que lorsque le processus de développement du pays est arrivé à la maturité. Celle du développement sur la croissance économique semble dominer dans les pays émergents et ce cas est justifié à Madagascar.

Par ailleurs, de nombreuses études empiriques confirment l'existence d'une corrélation positive entre le degré de développement financier et la croissance économique à long terme. Les plus récents sont les travaux économiques de Robert King et Ross Levine sur un échantillon de 60 pays. Entre 1960 et 1990 qui démontrent l'existence d'un effectif positif significatif du développement financier sur le PIB par habitant, sur son taux de croissance ainsi que sur son taux de croissance du stock de capital par habitant et de productivité. A Madagascar, le crédit bancaire au secteur privé ne présente que moins de 5% du PIB en 2004, un niveau fortement inférieur en comparaison avec d'autres zones émergentes, telles que l'Asie pacifique (73%), l'Europe centrale (34%), l'Amérique latine (30%) et les pays de l'Union économique et monétaire ouest africaine (UEMOA) (12%) »<sup>57</sup>.

**Figure n°16 : Crédit bancaire au secteur privé en % du PIB en 2004**



<sup>57</sup> FMI « Solidité du système financier » Fiche technique n°19

Source : FMI

De plus, l'existence d'un véritable phénomène de rationnement du crédit est confirmée par le fait que Madagascar affiche un taux débiteur moyen parmi les plus élevés (22%).

La contrainte de crédit sur le potentiel de développement économique du pays est d'autant plus forte que les banques constituent de loin la principale source de financement du secteur privé, en dehors de l'autofinancement. Le marché de capitaux n'est en effet qu'un projet, il ne fonctionne pas encore à Madagascar sauf pour l'émission des BTA par le secteur public. Donc, nous pouvons dire que le secteur financier dans son ensemble reste moins avancé à Madagascar et ses conséquences pèsent lourdement sur l'ensemble de l'économie malgache pour son développement.

## **2.2. La discrimination des PME**

### **2.2.1. En terme de financement**

La pénurie de crédit bancaire et l'absence d'alternative de financement pèsent particulièrement sur les Petites et moyennes Entreprises (PME). Selon la source de CSBF sur le climat des affaires, la discrimination dont souffrent les PME sur le marché bancaire est une caractéristique particulière de l'économie malgache. En effet, la part d'investissement dans le total des crédits alloués est inférieure à 5% pour les petites entreprises (moins de 5 à 100 employés), 10% pour les moyennes entreprises (moins de 5 à 100 employés) et 85% de financement se concentre aux grandes entreprises<sup>58</sup>.

Or l'économie malgache est caractérisée par une multitude de petites unités dont la majorité relève du secteur informel.

Les dernières statistiques (2005) sur le secteur industriel ont montré que la moitié des entreprises a moins de 5 salariés, 47% entre 5 et 100 salariés et seuls 3% emploient plus de 100 employés.

Par conséquent, seuls 5% des besoins de financement ressentis par les PME sont financés par les banques et au total moins 30% de besoins de financement de l'ensemble de l'économie sont satisfaits par les crédits alloués par les banques à Madagascar.

### **2.2.2. En terme de coûts**

La situation en terme de coût du crédit est également hétérogène. « Les taux d'intérêt réels sur les prêts sont à la fois fonction du coût de refinancement des banques,

---

<sup>58</sup> INSTAT « Conjoncture économique » 2004



lui-même dépendant des fondamentaux macroéconomiques (finances publiques et politique monétaire) et des marges d'intermédiation bancaire. Celles-ci découlent des coûts d'exploitation des coûts réglementaires, des charges fiscales et du degré de concurrence sur le marché bancaire ainsi que du risque systématique de crédit, c'est-à-dire du risque de défaut moyen des emprunteurs résultant non seulement de leur qualité financière, mais aussi de l'environnement macro financier et institutionnel dans lequel ils opèrent. »<sup>59</sup>

**Taux d'intérêt réel** = taux d'intérêt nominal – taux d'inflation

**Taux d'intérêt nominal** = taux sans risque (taux de base bancaire) + prime de risque de crédit (définie par le risque de défaillance de l'emprunteur qui résulte de sa santé financière et de son environnement légal et réglementaire) + coût d'exploitation + charge fiscale.

Dans ce cas, les PME où les environnements sont caractérisés par la forte instabilité sont les plus victimes de la tarification bancaire. Cette situation est la résultante du fait de la résolution de rationnement de crédit car il n'est possible pour les banques d'établir un taux d'intérêt unique et le moyen le plus efficace c'est l'appréciation et la tarification individuelle du risque de crédit. D'où le slogan de la BNI-CLM, « parce que chacun est unique ».

Ce phénomène pénalise les PME et répercute à son tour sur l'ensemble de l'économie malgache fortement dominée par ces dernières.

Pour conclure ce chapitre, nous constatons que les performances de système financier malgache sont encore limitées et ce système reste sous développé dans son ensemble. Il laisse de côté un certain nombre de besoins (non satisfait) de certaines catégories d'entreprises. Les problèmes de ressources à long terme sont particulièrement aigus. En effet, s'il est difficile notamment aux PME d'accéder aux concours bancaires courants, les ressources de financement à long terme sont rares pour tout l'ensemble. Compte tenu de cette situation, nous pouvons dire que le système financier malgache est loin d'être un vrai promoteur de développement économique.

Par conséquent, à Madagascar, le rationnement du crédit au secteur privé est le résultat de fragilités des fondamentaux macroéconomiques à savoir la pénurie d'épargne locale mobilisable, le fort endettement public et la volatilité des fondamentaux (taux d'inflation élevé, déficit budgétaire récurrent et dépréciation monétaire) et la carence

---

<sup>59</sup> BOA MADAGASCAR

institutionnelle qui ont gêné les banques dans leur gestion des risques. En effet, d'une part, l'insuffisance de fonds prêtables disponibles et les effets d'éviction du secteur public sur le marché financier domestique limitent la capacité des banques à prêter au secteur privé. D'autre part, les risques systémiques de crédits élevés, entretenus par l'instabilité d'exploitation des entreprises malgaches et la protection imparfaite des droits des créanciers en cas de défaillance des emprunteurs réduisent la volonté des banques de prêter au secteur privé. En un mot, les performances du système bancaire malgache sont encore très faibles en terme de participation au développement économique et le système financier, dans son ensemble, reste encore sous développé. Cependant, par l'effet de la politique de prudence prise par la CSBF, le bilan du système bancaire semble assaini. Donc le système financier malgache est robuste mais non performant.

## **CHAPITRE 3**

### **LES ORIENTATIONS POSSIBLES DU SYSTEME FINANCIER MALAGASY**

Dans ce chapitre, nous allons voir successivement les initiatives récentes dans la restructuration du système financier malagasy pour que celui-ci soit stable et efficient et ensuite de donner les recommandations nécessaires pour s'assurer de la robustesse et de l'efficacité du système financier malagasy notamment en installant de marché de titres boursier à Madagascar.

#### **Section 1 : Les initiatives et les reformes récentes**

Le système financier malagasy au cours de ces dix dernières années a été soumis à une évolution profonde. Cette évolution profonde concernait surtout les tentatives privées et gouvernementales de promotion du système financier à Madagascar et de la restructuration des cadres réglementaires des institutions financiers notamment des banques à Madagascar.

Pour faire face aux maux qui rongent le système financier malagasy, des tentatives privées et gouvernementales ont été mises en œuvre afin de faciliter les échanges de titres. De même, les privatisations et les reformes prudentielles et réglementaires ont permis d'améliorer les valeurs intrinsèques des banques. Les risques de crises systémiques sont nettement maîtrisables depuis dix ans même s'ils n'ont pas complètement disparu du fait des déséquilibres macroéconomiques insurmontables.

#### **1.1. Les initiatives de restructuration du système financier**

##### *1.1.1. Les initiatives privées : Madabourse*

##### *1.1.1.1. Constitution et création*

Sur une initiative privée, Madabourse, le premier marché de titre boursier à Madagascar a été créé en décembre 2000 et a ouvert ses portes en juin 2002. Il s'agit d'un marché privé non réglementé dont l'accès est réservé aux seuls adhérents. Les titres qui sont négociés sont des actions de sociétés anonymes de droit malgache détenues par les adhérents. Mais compte tenu des différents facteurs culturels et législatifs qui ont fait obstacle à son développement, Madabourse a du fermer ses portes en 2003.

#### 1.1.1.2. Les objectifs et rôle de Madabourse

Madabourse avait pour rôle de faciliter les échanges de titres et d'effectuer les démarches administratives après les transactions. Son objectif était de mettre sur pied un marché – du moins un embryon de marché – pour être les bases d'une bourse des valeurs.

#### 1.1.1.3. Structure

Les participants au sein de Madabourse sont :

- les investisseurs ou adhérents qui sont les principaux intervenants sur le marché et qui ont pour rôle d'acheter et/ou de vendre des titres ;
- les intermédiaires qui s'occupent de la négociation des ordres d'achat ou de vente sur le marché d'une part, et de la transmission des ordres compétitifs dans les meilleurs délais d'autre part. Chaque investisseur doit obligatoirement choisir un intermédiaire mandaté par le comité de marché.

Il y a aussi les gestionnaires de marché qui se répartissent en deux catégories :

- les agents de cotation qui se chargent d'afficher rapidement sur le tableau les ordres compétitifs transmis par les intermédiaires et de veiller au bon fonctionnement du système de cotation ;
- les contrôleurs de marché qui ont pour rôle de donner le signal d'ouverture et de clôture d'une séance de transactions, d'enregistrer celles-ci, de faciliter leur diffusion et de suspendre ou annuler une séance ou une transaction en cas de nécessité.

#### 1.1.1.4. Les problèmes et échecs de Madabourse

Madabourse a fermé ses portes en 2003 et cette fermeture est liée à plusieurs facteurs et obstacles :

##### ❖ Facteurs culturels

Ce facteur est lié aux comportements conservateurs des entrepreneurs. En effet, ces derniers sont très individualistes et sont réticents pour s'associer avec d'autres entrepreneurs. Ils préfèrent garder le contrôle de leurs affaires même si cela doit limiter leur développement et qu'une cotation en bourse diversifie l'actionnaire et semble être contraire à la notion « tsy miara miasa mianakavy ».

##### ❖ Facteurs législatifs

Il est difficile de mettre en place une bourse des valeurs dans un environnement des investissements où le système judiciaire est inadéquat. En effet, il n'y ni textes ni cadres réglementaires qui régissent les transactions boursières.

Par ailleurs, les ménages ont une forte propension à consommer de manière ostentatoire et sont réticents à s'investir dans les titres par peur que leurs leur investissements n'y soient pas sécurisés.

Enfin, il y a aussi les problèmes d'ordre géopolitique. Les filiales des sociétés étrangères implantées à Madagascar ne sont pas intéressées aux cotations en bourse car elles ont un financement venant de l'extérieur et de leur côté, les sociétés malagasy qui sont encore conservatrices refusent l'ouverture. A côté de tout cela, le manque d'autorité de contrôle au sein de Madabourse a fait ces malheurs.

Tous ces obstacles ont conduit à la fermeture de Madabourse en 2003.

### *1.1.2. Les initiatives gouvernementales*

#### *1.1.2.1. Installation à partir de fonds de portage*

La loi de 1996 sur les privatisations a prévu la mise en place d'un fonds de portage et de privatisation. Ce fonds est destiné à recevoir les actions que l'Etat veut rétrocéder au public ou aux salariés. Ce fonds devrait poser les bases des premières transactions sur valeurs mobilières en développant l'actionnariat.

#### *1.1.2.2. Rôles du fonds de portage*

Le fonds de portage et de privatisation a pour rôle de faciliter la mise en place du marché primaire en mobilisant l'épargne nationale. En mobilisant l'épargne nationale, la direction du fonds de portage et de privatisation part du principe que les ventes de titres doivent être prioritaires aux agents déflatés, ensuite les investisseurs nationaux.

Une fois que les bases du marché primaire sont assez solides, le développement du marché secondaire va suivre puisque les épargnants qui achètent les titres vont les échanger, ou des investisseurs souhaitent acquérir ces titres.

#### *1.1.2.3. Les titres utilisés*

Les titres utilisés sont les participations de l'Etat dans les sociétés privatisées, c'est-à-dire, 20 à 25% des actions. Ces titres sont vendus prioritairement aux agents déflatés et aux investisseurs nationaux.

## **1.2. Le bilan**

En ce qui concerne le fonds de portage et de privatisation, plusieurs analystes considèrent jusqu'à présent que c'est une structure qui n'a jamais été effective faute de résultats positifs dans le processus. Tout de même, la privatisation des grandes sociétés comme Telma, Air Madagascar... offre des opportunités aux particuliers d'acquérir des titres. En ce moment, le service de la direction de la direction générale du trésor étudie la mise en place du cadre légal qui va régir les transactions de la future Bourse des valeurs qu'ils espèrent mettre en place. Selon toujours la direction des services études du trésor, l'étude en question fera l'objet d'un financement de la MCA, et il y aura un appel d'offre international après la mise en place du cadre légal. En attendant la mise en place de ce cadre légal, le gouvernement a pris la responsabilité d'être le promoteur d'un marché financier après la fermeture de Madabourse, en dynamisant et en motivant les gens sur les émissions de titres. Le début est de faciliter la mise en place du marché à travers le fonds de portage. De plus, pour motiver les investisseurs nationaux à acheter les actions de l'Etat, la direction du fonds de portage a mis en place récemment une structure de suivi des titres. Cette structure supervise la décote, c'est-à-dire la manière dont les investisseurs et les agents déflatés vont payer les actions. En effet, la direction de suivi des structures impose aux acquéreurs un paiement au comptant à 50% et le reste dans un délai déterminé à l'avance par les deux parties.

### **1.3. Les restructurations des institutions financières**

Le système financier malgache est marqué par la libéralisation financière depuis les années 90. L'objectif poursuivi a donc consisté à décentraliser le fonctionnement du système financier et à réduire la place des autorités monétaires dans sa régulation. Toutes ces mutations sont venues bouleverser l'environnement bancaire. Les banques ont dû s'adapter à cette évolution. En effet, la principale conséquence des mutations réglementaires et de la libéralisation financière est l'accroissement de la concurrence entre institutions financières. Cette intensification de la concurrence et le développement du rôle des marchés, notamment avec la diversification des modalités de financement sur les marchés, ont induit des changements profonds dans les conditions d'exercice de la profession bancaire.

Par conséquent, l'intensification de la concurrence et les innovations technologiques stimulent les innovations financières d'où l'installation de distribution de

billet automatique (DAB/GAB), le traitement des opérations de transferts en temps réel et élargissement des gammes des produits financiers.

Par ailleurs, les crédits aux ménages, surtout à la consommation, mais aussi les prêts immobiliers ont émergé depuis 4 ans en autorisant les banques à prélever les remboursements d'emprunt directement sur les salaires. Ainsi avec une domiciliation de salaire à la banque, les salariés peuvent ouvrir des comptes et consentir des prêts.

#### **1.4. Les restructurations des lois et des règlements**

Les réglementations et pratiques d'un pays en matière de comptabilité, de vérification des comptes et de divulgation d'information financières sont importantes non seulement pour les créanciers, les actionnaires et les investisseurs potentiels, mais aussi pour les indicateurs économiques nationaux et les ressources de l'état. En effet, le plan comptable 2005 a été lancé vers la fin 2003 et a été adopté en début 2005 pour substituer au plan comptable 1987. Il a été élaboré en vue d'améliorer et d'harmoniser la réglementation de ce qui concerne la publication d'information et l'accès à celle-ci.

Cela permettra d'avoir une vision d'ensemble des performances économiques et d'aider les banques et les investisseurs potentiels. Et pour sa mise en œuvre, le Bureau d'Information pour les Entreprises (BIPE) a été créé en 2003 pour jouer à terme le rôle de centrale de bilans.

« De plus, pour instaurer la confiance dans le système financier et faciliter la mise en place d'un marché boursier, une première mesure à mettre en œuvre est la poursuite de la réforme du système juridique et judiciaire en accélérant la vitesse d'exécution. En effet, après les travaux effectués par le Comité pour la Réforme du Droit des Affaires (CRDA) et avec l'adhésion de Madagascar à l'Organisation pour l'Harmonisation Africaine du Droit des Affaires (OHADA), les nouvelles lois sur les sociétés ont été promulguées en 2004 »<sup>60</sup>.

En résumé, à la suite des récentes réformes et restructurations, le secteur bancaire a été restructuré et ses cadres prudentiels sont réformés. Les gouvernements ont privatisé les banques publiques, accru le pouvoir des banques centrales et des CSBF, notamment pour parer à des situations d'illiquidités, d'insolvabilité dans le secteur bancaire, renforcé les normes prudentielles (minimum de capitalisation, règles pour contrôler les risques de crédits et meilleure transparence). De plus, les réformes institutionnelles ont été introduites concernant les normes comptables, la loi des faillites ou les règles d'audit. Enfin, la

---

<sup>60</sup> MEFB : Revue d'information économique. Mars 2005

restructuration du marché bancaire est largement passée par son ouverture à la participation étrangère. Donc, les réformes ont produit, à Madagascar, de bons résultats en matière d'assainissement et de la robustesse du système bancaire. Notons toutefois, en terme de performance, le système financier Malgache est encore loin d'être à la hauteur du développement économique. D'où l'importance des recommandations sur les performances du système financier.

## **Section 2 : La mise en place d'une bourse de valeur : une recommandation pour Madagascar**

### **2.1. La nécessité de la mise en place d'une bourse des valeurs pour Madagascar**

#### **2.1.1. Mobilisation de l'épargne nationale**

**Les faibles taux créditeurs des banques commerciales qui rémunèrent le dépôts de la clientèle, la fiscalité applicable aux produits d'assurance qui n'est pas incitative et les autres instruments financiers disponibles qui sont trop restreint, limitent la capacité de mobilisation de l'épargne nationale. De plus, les petits paysans qui constituent la majeure partie de la population malagasy disposent d'une épargne abondante et substantielle en milieu rural mais ne pouvant pas pour diverses raisons être captée par le système financier. Ces paysant sont en effet obligés de s'orienter vers les actifs réels comme les meubles, l'or, le zebu...Par ailleurs, certaines institutions financières comme la CNAPS ne couvrent même pas le quart du territoire national. Or, la CNAPS pourrait devenir un important instrument de mobilisation de l'épargne national mais la faible qualité de ses services et les intérêts créditeurs servis (4.25% à 4.75%)<sup>61</sup> limitent son expansion.**

De ce fait, la bourse des valeurs aura pour rôle de mobiliser les fonds propres et l'épargne du public et pourra ainsi combler les difficultés d'accès aux crédits bancaires. Elle aura pour rôle de drainer l'épargne des ménages malagasy vers les secteurs productifs.

#### **2.1.2. Financement de l'investissement**

Si le secteur bancaire s'est considérablement assaini et amélioré ces dernières années, les banques commerciales octroient encore peu de crédit pour le financement des projets d'investissement et se limitent pour la plupart aux prêts à court et moyen terme (de durée inférieur à 5 ans) qui représentent 80 % du volume des prêts. De plus, comme nous

---

<sup>61</sup> Bulletin statistique de la banque centrale 2004



venons de l'exposé dans le chapitre précédent, il s'en suit que les financements disponibles sont concentrés sur les grandes entreprises. Ainsi, les entreprises ou les agents qui veulent acquérir de financement peuvent en obtenir à la bourse. La bourse des valeurs permet donc de financer les investissements et de faciliter l'obtention du crédit et de pallier les insuffisances du système bancaire.

### 2.1.3. Déterminant significatif de la croissance économique

L'analyse de la compétitivité d'autre pays concurrents africains, qui ont eu les mêmes caractéristiques économiques que Madagascar il y a quelques années de cela, a montré que la présence et la sophistication des marchés financiers de ces pays ont amené une certaine stabilité économique et une amélioration des indicateurs économiques de base. En effet, quatre pays africains (Madagascar, Maurice, Afrique du Sud et le Kenya) ont été étudiés pour identifier les corrélations entre la présence - la sophistication des marchés financiers et la compétitivité du pays concerné. Les tableaux ci-après montrent la situation de marchés financiers dans ces pays et l'évolution des indicateurs économiques de ces pays.

**Tableau n°21: Présence et sophistication de marchés financiers**

Marché financier	Madagascar	Maurice	Afrique du Sud	Kenya
Matière première	Non	Oui	Oui	Oui
Marché des devises	Oui	Oui	Oui	Oui
Marché d'obligation	Oui	Oui	Oui	Oui
Marché des valeurs	Non	Partiel	Oui	Partiel
Marché à terme	Non	Partiel	Oui	Partiel

*Sources: rapport Banque Mondiale 2005: « International Capital Flow Liberalization and Stock Market Development: A Cross-Country Event Study », décembre 1994.*

**Tableau N°22: Indicateurs économiques**

	Madagascar			Maurice			Afrique du Sud			Kenya		
	02	03	04	02	03	04	02	03	04	02	03	04
PIB réel	-12,7	9,8	5,3	4,3	2,7	4,4	3,6	1,9	-	1,2	1,2	1,9
IPC	15,8	-1,7	10,1	6,4	5,1	3,9	12,1	0,7	-	2,3	6,6	4,1
Exp (%)	-50,5	63,0	-2,4	-2,8	15,7	9,4	30,5	28,2	-	5,0	5,4	6,0
RO	4,5	3,0	3,3	5,4	6,9	7,5	2,5	2,0	-	3,1	2,7	2,8
SB	-5,5	-4,2	-3,4	-5,9	-6,2	-5,5	-1,1	-2,4	-	-2,4	-3,6	-3,3
TI	25,2	44,2	24,2	10,6	9,0	7,0	13,5	8,0	-	7,5	1,8	-

*Sources: rapport Banque Mondiale 2005*

*IPC : Indice des Prix à la Consommation*

*Exp : Exportation (variation annuelle) en %*

*RO : Réserves officielles brutes (en mois d'impôt BSNF)*

*SB : Solde Budgétaire TI : Taux d'Intérêt*

L'analyse de la situation de ses quatre pays a montré que, les performances économiques des trois pays à savoir l'île Maurice, l'Afrique du sud et le Kenya viennent du fait de l'existence et de la sophistication de marchés financiers dans ces pays et plus précisément, des marchés des valeurs et des marchés à terme. Dans ces trois pays, la sophistication de marchés financiers a conduit à une diminution des taux d'intérêt. Ceci vient du fait que les entreprises viennent s'introduire en bourse et/ou procède à des augmentations de capital entraînant ainsi une augmentation des demandes de titre augmentant ainsi le niveau des investissements et une bonne performance des activités économiques. Pour le cas de Madagascar, malgré les énormes efforts accomplis par le gouvernement notamment dans la gestion des finances publiques, l'effacement de la dette extérieure, les performances restent encore en deçà du potentiel. En effet, la balance des paiements reste toujours déficitaire malgré les dépréciations continue de la monnaie. De ce fait, les conditions de Marshall- Lerner- Robinson ne sont pas satisfaite dans le long terme. De même, le déficit budgétaire est en grande partie financé par des aides et prêts extérieurs. Le niveau des taux d'intérêt reste ainsi élevé freinant ainsi les investissements et diminuant ainsi la compétitivité du pays vis-à-vis de ces homologues africains.

En somme, la présence et la sophistication des marchés financiers dans un pays peuvent influencer la compétitivité et la performance économique d'un pays. Toutefois, cela va de paire car la présence de marché financier ne signifie pas automatiquement une belle performance des activités économiques. En effet, si les conditions ne sont pas réunies, alors la situation peut très bien virée de la positive à la négative comme le montre les expériences des autres pays.

## **2.2. Les enseignements tirés d'expériences étrangères**

Les opportunités de la création d'une bourse sont tributaires des réalités relatives aux comportements des agents économiques, aux perspectives de l'économie et à ses capacités à tirer des partenaires aussi bien à l'intérieur qu'à l'extérieur du pays. Ainsi, les indicateurs de compétitivité ne se limitent pas seulement à voir si les niveaux des prix relatifs sont favorables à la promotion des exportations, mais aussi à considérer si la qualité

de l'environnement économique, législatif et politique est favorable au développement des échanges et à l'afflux de capitaux.

Les expériences des autres pays ont fait ressortir les contraintes suivantes :

- ❖ Dans la réalité, les entreprises restent frileuses pour procéder à des introductions en bourse ou à des augmentations de capital malgré les dispositions des textes qui permettent aux propriétaires initiaux de conserver leur pouvoir, les entrepreneurs restent réticents.
- ❖ L'environnement dans le quel opèrent les agents économique ne sont pas rassurants. Les règles du jeu ne sont pas stables entraînant la réticence des opérateurs.
- ❖ Même si la demande de titre réagit positivement, l'insuffisance de l'offre freine le développement de la bourse. En d'autre terme, la faiblesse du nombre de titres offerts de façon continue plafonne les transactions en l'absence d'introduction de sociétés ou d'augmentation de capital.
- ❖ Une spéculation négative entraîne une absence de liquidité. En effet, la spéculation fait monter le cours de l'action non conformément à son apport (effet bulle) et ne favorise pas le développement de l'épargne.

D'où de ces expériences la nécessité de mettre en place tout d'abord les mécanismes et les infrastructures nécessaires à son bon fonctionnement.

### **2.3. Quelques caractéristiques des Marchés africains : Marchés frontières**

Selon l'agence de cotation internationale « *Standard & Poor's* », les bourses africaines, excluant la bourse de Johannesburg (JSE), sont des marchés frontières car elles sont plus petites en terme de capitalisation boursière, et moins liquide en terme de la possibilité qu'un investisseur a pour liquider rapidement ses actifs, que les marchés dits émergents. Le marché frontière est généralement plus risqué que le marché émergent. Il est moins développé, à un cadre réglementaire flou ou inadéquat, et dispose de peu d'information viable permettant à l'investisseur de prendre des décisions éclairées. Bien que certaines de ces caractéristiques ne s'appliquent plus tout fait à la plupart des 19 bourses africaines, la perception que les investisseurs étrangers, surtout des gros investisseurs dits institutionnels, ont de l'Afrique en général et des marchés africains en particulier (excepté JSE) demeure principalement négative. Seule la bourse de Johannesburg semble bénéficier d'une perception un peu favorable. Elle fait carrément

bande à part sur le continent : elle compte parmi les marchés émergents et domine complètement le continent en y représentant près de 80% de sa capitalisation boursière et près de 90% de celle de l’Afrique subsaharienne. Cependant, malgré les handicaps et les risques réels mais largement surestimés par les acteurs financiers, les marchés africains offrent en général des opportunités de rendement nettement plus intéressantes que celles offertes par les marchés émergents plus importants (Russie, Hongrie, République tchèque, Brésil, Argentine, Hong Kong, Thaïlande, Taiwan, etc.). Les bourses africaines, excluant le JSE, opèrent de manière semi-isolée des autres places financières mondiales auxquelles elles sont d’ailleurs très peu corrélées. Par conséquent, elles sont très peu affectées par les perturbations (surtout négatives) induites par les événements financiers touchant les places financières développées ou émergentes. Les variables qui semblent réellement influencer les bourses africaines sont les fondamentaux du marché et le flux réel de capitaux.

### *2.3.1. Risques et rendements élevés*

Les marchés africains sont en général très volatiles. Cette volatilité est due en partie à la concentration de titres d’un nombre restreint de secteurs économiques dans les indices boursiers. Le JSE semble être majoritairement dominé par les titres des secteurs industriels et des technologies de l’information, alors que les secteurs financiers et de consommation dominent les autres bourses africaines.

La première forme de risque étant le risque du marché. Ainsi, une flambée des prix des matières premières pourrait pousser fortement à la hausse la bourse sud africaine et certaines autres bourses du continent qui sont dominées par des titres de ces secteurs (Nigeria et Ghana), alors que de forte variation de taux intérêt affecterait beaucoup plus les bourses dominées par le secteur bancaire. Néanmoins malgré cette volatilité, les différentes phases du cycle des marchés n’apparaissent pas simultanément dans tous les pays. Une bonne stratégie d’investissement consisterait alors à bâtir un portefeuille couvrant différentes zones géographiques et différentes industries. Une telle stratégie permettrait de mitiger le risque du marché.

L’autre risque que l’investisseur, surtout étranger, doit prendre en compte est le risque de change dû à la variabilité des taux de change de la monnaie locale par rapport aux devises étrangers. Beaucoup de ces monnaies encore fragiles sont très sensibles aux fluctuations des prix des matières premières. Une analyse minutieuse de comportement de

ces devises et une stratégie de couverture pourraient permettre de remédier à ce type de risque.

En général, le risque va de pair avec le rendement. Ainsi pour la troisième année consécutive, la plupart des marchés financiers africains ont enregistré, en 2004, des rendements positifs en deux chiffres tant en monnaie locale qu'en dollar US. Ces rendements sont essentiellement dus à une combinaison de facteurs économiques : la hausse des prix des matières premières (pétrole, or, café et cacao); la baisse du dollar US qui a poussé les monnaies locales à la hausse; la solide croissance économique combinée au faible taux d'inflation ; la forte demande intérieure et la chute des taux d'intérêts. Parmi les 12 places africaines, 7 affichaient des rendements largement supérieurs à 22%. En moyenne les places financières africaines ont enregistré un résultat en dollar US de 34% à la fin de 2004. Les rendements sont tout aussi époustouflants en monnaie locale. A part la bourse d'Alger avec un résultat négatif, la plupart des bourses africaines ont enregistré des rendements positifs supérieur à 10%. Ainsi, l'Égypte enregistrerait 54% ; l'Ile Maurice 29,3%; la Côte d'Ivoire, malgré l'instabilité du pays, 16.7%; le Botswana 15.6%; la Namibie 14.2%; le Maroc 14%; le Zimbabwe 173% malgré son isolement, le Ghana 91.3% et l'Afrique du Sud 47.3%.

### 2.3.2. Bourses africaines surévaluées

Le ratio Cours/Bénéfice ou ratio P/E (Price/Earning) qui est le prix d'une action ordinaire par rapport au bénéfice par action sur une période roulant de 12 mois mesure la cherté d'une action. Il peut aussi donner une indication sur la cherté relative d'une place boursière lorsqu'il est rapporté à cette dernière. Le tableau ci-dessous montre le ratio P/E pour les principales places boursières au 15 décembre 2004.

**Tableau n°23 : Le ratio P/E des principales places boursières africaines**

<b>Pays</b>	<b>P/E du Marché (x) (15/12/2004)</b>	<b>Pays</b>	<b>P/E du Marché (x) (15/12/2004)</b>
Zimbabwe (Industrial)	24.3	Afrique du Sud (All hares)	14.9
Ghana (DSI)	21.5	Nigeria (All Share)	12.9
Côte d'Ivoire (BRVM)	21.3	Zambie (LUSE)	12.3
Égypte (CMA)	20.3	Nambie (NSX Local)	11.1

Maroc (MASI)	18.4	Île Maurice (SEMDEX)	10.9
Kenya (NSE)	16.7	Tunisie (TUNINDEX)	10.3
Swaziland (all Share)	15.3	Malawi (Domestic)	3.1

*Source : Liquid Africa, Pazisma Corporation 2004*

Exception faite de la Malawi dont le P/E est de 3.1 et donc relativement très moins chère (on peut même parler d'une sous-évaluation), la plupart des places boursières africaines semblent relativement chères. L'étroitesse des marchés et la flambée des prix des matières premières ont grandement poussé la valeur des titres à des niveaux très élevés. Cependant, une analyse sérieuse des fondamentaux et des perspectives des compagnies cotées sur ces places montre que le prix des actions est trop élevé par rapport à leur valeur intrinsèque réelle.

Dans le contexte africain de marché frontière, il est difficilement concevable d'acheter un titre qui vaut plus de 10 fois son bénéfice surtout si ce dernier n'est pas soutenu pendant une période raisonnable de temps. Par conséquent, toute bourse africaine dont le P/E est supérieur à 10 devrait être considérée comme surévaluée. En tenant compte du cycle des marchés, il y a de forte probabilité qu'un certain nombre de bourses africaines subissent une correction en 2005.

### 2.3.3. Afflux limité de capitaux étrangers

Malgré leur performance extraordinaire et leur fonctionnement quasi-autarcique offrant des opportunités idéales pour une diversification de portefeuille, les places financières africaines n'attirent que très peu de capitaux étrangers. Selon la Banque Mondiale, les bourses africaines n'ont attiré, en 2003, que 500 millions de dollars représentant seulement 3,5% du flux de capitaux mondiaux de quelques 14,3 milliards de dollars.

Pourtant les pays sub-sahariens ont procédé à plusieurs changements notamment l'amélioration des infrastructures, la libéralisation des cadres d'investissements et la réforme des institutions. Le problème est que le degré des réformes est médiocre ou perçu comme tel par rapport à celui des réformes implémentées dans d'autres pays émergents. De ce fait, les grands acteurs financiers continuent de bouder les bourses africaines à l'exception de JSE. Non seulement les analystes financiers et les grands gestionnaires de

fonds négligent de couvrir les titres de petite capitalisation sur les marchés développés, mais ils ignorent surtout les titres de petites places boursières comme les marchés frontières dont l'Afrique.

Un tel scepticisme de la part des grands faiseurs d'argent du monde occidental à l'égard de l'Afrique est néanmoins justifié à certain égard. En fait, la taille de certaines économies nationales africaines ne justifie pas la création d'une bourse nationale. Une bourse n'est pas un instrument de fierté nationale, mais plutôt un important mécanisme de développement et de création de richesse qui n'est viable que lorsqu'elle s'inscrit dans un système financier solide et crédible ce qui n'est pas le cas de beaucoup de pays africains.

Outre cet obstacle lié à leur taille, bon nombre de bourses africaines sont en retard sur le plan technologique ; elles ne possèdent pas de cadre réglementaire et juridique adéquat qui encourage la transparence, combat la corruption, définit les activités des fonds de pension, protège le droit des actionnaires, renforce les contrats et prévient les malversations comme le délit d'initié; les frais de transactions qui y demeurent très élevés dans beaucoup de cas; et le délai moyen de règlement ferme des transitions est ridiculement long ( au-delà de J+3).

#### **2.4. Image de l'Afrique et de ses bourses**

Pour susciter l'intérêt de la communauté financière internationale à l'égard des bourses du continent, l'Association des Bourses Africaines (ASEA) avait organisé en avril 2003 à New York, conjointement avec le Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD) et la Bourse de New York (NYSE), un forum de discussion sur les opportunités d'investissement en Afrique. Devant une assistance de 500 participants composés d'analystes de Wall Street, d'investisseurs institutionnels et de ministres des finances africains, les dirigeants d'ASEA avaient lourdement insisté sur la performance des marchés africains et sur le fait que l'Afrique est plus que prête pour obtenir une partie des sommes astronomiques que drainent les activités de la gestion de portefeuille dans le monde.

Malgré cet effort de marketing sans précédents, les capitaux privés étrangers se font toujours attendre sur le continent. L'image négative de l'Afrique y est pour quelque chose. Elle se fait plus persistante dans les milieux financiers occidentaux. Un exemple de cette image négative s'illustre dans le propos suivant, tenu par Stephen A. Jarislowsky, le grand

patron de la plus importante société de gestion privée au Canada avec plus de 47 milliards de dollars d'actifs sous gestion, « (...) *Quant au continent africain, tout ce qu'on peut en dire, c'est qu'il baigne dans les dissensions ethniques, les régimes dictatoriaux et les détournements de fonds*<sup>62</sup>». Il suggérait d'ailleurs aux investisseurs canadiens qui souhaiteraient acheter des titres étrangers de n'acquérir que ceux inscrits à la bourse de New York. Pour accroître la confiance des investisseurs et attirer réellement les capitaux étrangers, les pays africains devraient se donner les moyens de combattre vigoureusement l'image négative du continent. Ils devraient éliminer la petite taille de leurs bourses afin de les rendre plus dynamiques, plus liquides, et mieux gérées. Pour ce faire, les bourses africaines devraient se regrouper soit en bourses régionales (par exemple 4 bourses régionales situées à chacun des pôles géographiques du continent -Nord, Ouest, Est et Sud), soit en bourses à vocation spécifique (par exemple une bourse pour les compagnies à petite capitalisation, une pour les grandes capitalisations, une pour tous les autres produits financiers - Bon de trésor, Obligations, etc.). La nécessité de regroupement des bourses africaines est d'ailleurs déjà largement reconnue par certains responsables africains. Mme Ndi Okereke-Onyiuke, Présidente d'ASEA, et Chef de Direction de la bourse du Nigeria, l'avait clairement mentionné en des termes suivants : « *Si l'Afrique pouvait bâtir des bourses régionales solides, peut-être que le monde nous parlerait*<sup>63</sup>».

Les autorités dirigeantes des bourses africaines devraient également organiser régulièrement, l'instar du Forum économique mondial de Davos, des événements financiers comme le forum de 2003 sur les opportunités d'investissement en Afrique. A ces forums où une large couverture des médias occidentaux serait requise, les responsables financiers africains devraient apporter la preuve de toute amélioration ou initiative entreprise pour forger les bourses africaines afin de les rendre compétitives et leur donner une envergure internationale. Il ne suffirait plus de tenir des discours creux et sans portée réelle, mais plutôt de présenter et surtout de justifier les résultats des efforts entrepris, exactement comme le font les dirigeants d'entreprise devant leur assemblée générale. Seul un tel exercice répétitif et hautement médiatisé pourra attirer l'attention des investisseurs institutionnels et les analystes sur le vrai potentiel de gain financier qu'offre l'Afrique.

---

<sup>62</sup> Stephen A. Jarislowsky & Craig Toomey, *Dans la jungle du placement, comment j'ai tiré mon épingle du jeu*, Collection Affaires Plus, 2005, p.32.

<sup>63</sup> Jacqueline Irving, in Forum Showcases region's exchanges « Africa is more than ready for foreign portfolio investment », IMF



## **2.5. Les préalables à la mise en place d'une bourse des valeurs à Madagascar**

Compte tenu de l'expérience décrites ci – dessus et de celle de biens d'autres pays, il ressort des observations et analyses que l'idée de création d'une bourse des valeurs à Madagascar ne doit pas être pris à la légère et ne doit pas être précipitée. Plusieurs conditions doivent être réunies pour s'assurer de la bonne marche de la bourse et son efficacité.

### *2.5.1. Mise en place des mécanismes et réformes probantes*

Il faut s'assurer que les mécanismes et réformes mises en place ont atteint des résultats escomptés ou qui tendent à être probants c'est-à-dire vont dans le bon sens. En d'autre terme, il faut s'assurer que les mesures incitatives considérées ont donné les effets attendus auprès des opérateurs. A ce moment, il pourra être opportun d'envisager la création d'une bourse, en ayant la relative certitude qu'une partie des entreprises jouera le jeu, pour atteindre le seuil critique de fonctionnement et doit être financée sur un pourcentage des transactions. Or, si ces insitutions ne peuvent fonctionner, les risques sont importants. Par exemple, pour les sociétés de bourse, si l'activité de la bourse ne permet pas l'existence d'un nombre suffisant de ces sociétés, on risque vite de tomber dans un oligopole, avec les méfaits que cela comportent.

De même, la société de bourse doit pouvoir disposer des moyens propres nécessaires, pour fonctionner correctement. Elle doit assurer la bonne marche des transactions et la promotion. Pour cela, il lui faut aussi disposer de cadres compétents, à rémunérer suffisamment. Disposer de ressources suffisantes lui permettra aussi de financer l'organisme de gardiennage, pour la dématérialisation des échanges de titres. Enfin, dans certains pays, l'organe neutre de contrôle des activités de la bourse, ne vit pas sur le budget de l'Etat. Cela comporte un risque car il sera juge et partie et peut être tenté de fermer les yeux, pour encourager les transactions, puisque ses recettes dépendent des transactions. D'un autre côté, donner un caractère administratif à cette activité n'est pas optimale. Pour éviter la corruption, il convient de lui conserver le statut d'un service public à caractère commercial.

Selon les dirigeants des sociétés de bourse marocaines, un pays qui veut lancer sa propre bourse doit trouver le moyen d'inciter les entreprises à la cotation. Il doit favoriser l'émergence d'une culture boursière. Pour cela, l'Etat devra trouver les mécanismes de

diffusion optimale de l'information et de la documentation, pour montrer aux entreprises l'intérêt de rentrer en bourse.

Le lancement d'une bourse nécessite :

- ❖ La mise en place d'un texte judiciaire clair ;
- ❖ La préparation et la formation de cadres performants pour exercer dans les sociétés d'intermédiation et dans les différentes instances qui entourent le fonctionnement de la bourse ;
- ❖ Disposer d'une bonne législation sur les entreprises et d'éviter les effets pervers de certains textes ;
- ❖ Créer une confiance en faisant appliquer les règles juridiques ;
- ❖ Pour la gestion des risques, diffuser régulièrement de l'information sur les tendances de l'économie et informer les intervenants sur les stratégies des autorités et leur logique en fonction de la législation en matière de change.

#### 2.5.2. Réformes du système juridique et judiciaire liées à l'environnement des entreprises

Pour instaurer la confiance voulue dans le système financier et faciliter la mise en place d'un marché boursier, la première mesure à mettre en œuvre est la poursuite de la réforme du système juridique et judiciaire en accélérant la vitesse d'exécution.

Bien qu'une réforme du droit des sociétés soit en cours au sein du Comité pour la Réforme du Droit des Affaires (CRDA) depuis plusieurs années, les textes ne sont toujours pas promulgués. La lenteur des travaux au sein du CRDA et le changement au niveau du personnel politique ont remis à l'ordre du jour l'adhésion de Madagascar à l'Organisation pour l'Harmonisation Africaine du Droit des Affaires (OHADA). Il est urgent de trancher sur l'éventuelle adhésion de Madagascar à l'OHADA<sup>64</sup>. Celle-ci aurait l'avantage de la rapidité et de la crédibilité mais pourrait soulever des réticences auprès de ceux qui ont consacré du temps aux travaux du CRDA.

Les études sur les réformes du système financier ont montré que « si les infrastructures juridiques, comptables et de gestion... sont faibles, non seulement les résultats ne répondent pas aux attentes, mais les réformes peuvent être dévastatrices ». Il est donc essentiel pour Madagascar d'accélérer les réformes juridiques et judiciaires afin que les opérations commerciales et financières se déroulent dans un environnement sécurisant. C'est une des conditions de développement du marché boursier.

---

<sup>64</sup> MEFB : *Revue d'information économique*. Mars 2005

Or, les équipements des entreprises malgaches sont actuellement vétustes et obsolètes et la plupart sont sous capitalisées. Elles ont besoin d'investissements qui leur permettraient d'accéder aux technologies les plus récentes et d'améliorer leur compétitivité, conditions préalables à leur insertion dans le commerce mondial. Les investissements ne peuvent cependant être rentabilisés à court terme. Il est nécessaire de disposer de capitaux à long terme pour les réaliser.

La difficulté d'accès au crédit et aux fonds propres ne tient pas seulement aux banques mais aussi aux entreprises. L'absence de transparence dans les comptes empêche l'accès aux financements. Ceci est particulièrement vrai pour les petites entreprises peu structurées. Des efforts de formation et de vulgarisation doivent être consentis dans ce domaine. La mise en place de centres de gestion agréés comme en France et d'un système fiscal incitatif pour les entreprises qui ont recours à leur service peut contribuer à résoudre le problème des états financiers des PME.

#### 2.5.3. Les conditions liées aux caractéristiques des entreprises malgaches

L'augmentation de la taille des entreprises malgaches et le changement de structure du tissu économique local seront fonction du niveau de développement du pays. Il faudra probablement plusieurs années avant que le nombre d'entreprises susceptibles d'être cotées atteigne la taille critique. Le problème le plus crucial tient aux freins psychologiques qui poussent les chefs d'entreprises à imposer la clause d'agrément dans leurs statuts. Inverser la tendance demandera certainement un travail de fond et nécessitera des efforts d'éducation et de sensibilisation à commencer au niveau des jeunes étudiants et des candidats entrepreneurs. Une formation dans ce sens devrait être dispensée dans les écoles de gestion.

Cependant, si les résultats ne pourront être tangibles qu'à long terme, cette situation ne représente pas un obstacle à la création de la bourse des valeurs, mais plutôt un frein au développement de cette dernière. La levée de cet obstacle n'est donc pas une condition indispensable à court terme.

#### 2.5.4. Les mesures préparatoires de mise en place de la bourse

La mise en place de la bourse de valeurs doit commencer par la constitution d'un comité préparatoire. La préparation de cette mise en place doit associer tous les intervenants potentiels du marché pour faciliter l'appropriation du projet. C'est ainsi que les intervenants suivants devraient faire partie de la commission préparatoire :

- le Ministère chargé des Finances

- la Banque centrale
- les banques commerciales
- les compagnies d'assurances
- les sociétés à capital risque
- Madabourse
- les groupements patronaux
- le Fonds de portage et de privatisation

Cette commission aurait pour attributions de :

- définir le cadre juridique, réglementaire et de surveillance
- sensibiliser les épargnants et les investisseurs
- recommander le mécanisme de fonctionnement de la Bourse
- former du personnel qualifié.

Ce comité pourra se transformer ultérieurement en autorité de supervision de la mise en place de la bourse de valeurs qui est indispensable pour que le public se sente en confiance. Cette autorité aurait pour rôle d'éviter tout risque de manipulation du marché. Pour cela, elle devra :

- assurer la publicité et en large diffusion des informations sur les sociétés dont les titres sont échangés ;
- empêcher tout trucage des marchés ;
- assurer la protection des actionnaires minoritaires.

#### 2.5.5. Cotations croisées

Compte tenu des impératifs d'intégration régionale et pour faciliter la mise en place de la bourse des valeurs à Madagascar, on pourrait envisager le jumelage de celle-ci avec une Bourse d'un pays voisin. Une alternative serait que les entreprises malgaches commencent dans une première étape par être cotées à la bourse de l'île Maurice compte tenu de la proximité géographique et des liens historiques, économiques et culturels entre les deux pays. La « Stock Exchange Act » de 1988 définit les conditions de cotation à la Bourse de Maurice de façon détaillée. Il y a une liste officielle des valeurs qui sont admises à la cotation. Pour faire partie de cette liste, les entreprises doivent déposer leur dossier auprès de la Bourse de valeurs qui la soumet au Comité de Cotation pour que celui-ci rédige son rapport et ses recommandations. Au vu de ce dernier et avec l'approbation de la Commission de Bourse, les autorités peuvent rejeter la candidature ou l'accepter sous réserve de conditions qu'elles fixent elles-mêmes. Le Comité de cotation est supervisé par le ministère des finances.

Par ailleurs, le Stock Exchange Act décrit les informations que les sociétés doivent publier pour pouvoir être admises à la Cote officielle. Une liste précise de ces informations est donnée :

- le bilan de l'émetteur
- la situation financière de l'émetteur
- le nombre d'actions émises et les actions libérées
- le compte de résultat de l'émetteur
- les droits rattachés aux titres
- le prospectus de l'émetteur.

Il n'y a pas de prescriptions particulières concernant les valeurs étrangères, mais on peut supposer que toutes les sociétés qui remplissent les conditions de cotation et dont les informations sont acceptées par le Comité de Cotation peuvent être enregistrées à la côte officielle. Il est cependant indéniable que si les sociétés malgaches veulent être cotées à Maurice, il faut qu'elles respectent les mêmes règles comptables que les sociétés mauriciennes et que leurs comptes soient vérifiés par les experts comptables reconnus par les autorités boursières mauriciennes.

Les possibilités de cotation croisées dépendent donc de l'harmonisation de l'environnement juridico comptable entre les deux pays. Des accords en ce sens pourraient être signés pour faciliter les cotations croisées.

Dans la logique développée par rapport au taux de changes, ce devrait être les entreprises fortement exportatrices qui seraient cotées en premier lieu, pour éviter de pâtir des vicissitudes du système. Dans cette hypothèse et étant donné la réglementation des changes, on peut suggérer que les banques dans un premier temps puis les sociétés spécialisées en bourse servent d'intermédiaire pour les opérations d'achat et de ventes de titres d'entreprises malagasy cotées à l'étranger. Cette option nous semble avoir deux mérites :

- permettre le respect de la réglementation malagasy en matière de changes. Ce sont les banques qui garantiront le rapatriement des fonds : produits de cessions et/ou dividendes
- ces institutions, banques d'abord et sociétés d'intermédiation en bourse ensuite, capitaliseront de l'information économique à servir aux investisseurs étrangers.

Cette dernière recommandation devrait être considérée comme la plus importante car elle peut réduire le risque de volatilité du marché par la diversification du portefeuille réduisant ainsi le risque du marché et éliminant le risque de change causé par la faiblesse de notre monnaie locale face aux principales devises. Cette recommandation pourrait déjà préparer les entreprises malgaches à la cotation en bourse et permettrait de développer un cadre réglementaire adéquat et viable pour nos entreprises.



## CONCLUSION PARTIELLE

Comme tout autre pays émergents, à Madagascar, les banques dominent largement le système financier. Mais, malgré le renforcement de l'implication du secteur bancaire depuis leur privatisation des années 90, les banques sont très réticentes aux financements de l'économie et surtout du secteur privé. Le ratio crédit au secteur privé sur le PIB n'est qu'en moyenne dans la période de 2001-2004 que 3,8%, ce qui est faible par rapport aux autres pays sous-développés.

Les causes du faible octroi de crédit aux entreprises sont à la fois du côté de l'offre et de la demande. Ainsi, du côté de l'offre, les banques sont réticentes à l'action de crédit aux entreprises privé, surtout les crédits à moyen et long terme. Ceci vient du fait qu'elles jugent les risques économiques et institutionnels trop élevés inconnus par les entreprises malgaches fortement représentées par des entreprises individuelles de petite taille. Quant à la côté de la demande de crédit, elle est contrainte par la stagnation de l'économie qui offrait peu d'opportunité en terme réel d'investissement des entreprises. De plus, les entreprises sont réticentes à la demande de crédit puisqu'elles jugent de leur côté le niveau des taux d'intérêt trop élevés. En somme, les principales sources de distance entre l'offre et la demande de crédit à Madagascar sont : la situation économique incertaine, les déséquilibres macroéconomiques, les informations asymétriques.

En conséquence, il existe une part importante des besoins de financement non satisfaite dans l'économie Malgache. Cependant, une alternative pourrait améliorer le financement de l'investissement à Madagascar : c'est l'installation d'une bourse de valeurs à Madagascar. En effet, d'après les expériences vécues par les autres pays concurrents directs de Madagascar, l'instauration d'une bourse des valeurs a permis de construire dans ces pays un cadre macroéconomique sain et performant avec une amélioration des principaux indicateurs économiques et une meilleure compétitivité du pays concerné. Tout de même, il ne faut pas trop se précipiter car la mise en place d'un marché boursier ne veut pas dire automatiquement une amélioration des principaux indicateurs économiques. Ainsi, les indicateurs de compétitivité ne se limitent pas seulement à voir si les niveaux des prix relatifs sont favorables à la promotion des exportations, mais aussi à considérer si la qualité de l'environnement économique, législatif et politique est favorable au développement des échanges et à l'afflux de capitaux. Tout d'abord, il faut mettre en place des mécanismes et réformes probants afin de s'assurer que les mesures incitatives considérées ont donné les effets attendus auprès des opérateurs. Ensuite, reformer le système juridique lié à



l'environnement des entreprises pour instaurer la confiance voulue dans le système financier et faciliter la mise en place d'un marché boursier en accélérant la vitesse d'exécution de la réforme du système juridique et judiciaire. Et enfin, avant la mise en place effective de la bourse, les entreprises malagasy devront dans un premier temps être cotées à la bourse de l'île Maurice. Celles-ci constitueraient un embryon qui devenant plus consistant formerait le noyau d'une bourse à Madagascar.

## CONCLUSION GENERALE

Pour conclure ce mémoire, d'après notre analyse théorique, il est prouvé que le système financier émane un enjeu très important dans l'économie d'un pays. En effet, le système financier participe au bien être de tous les agents économiques. Plusieurs études font ressortir l'importance de la contribution d'un système à la croissance et au développement. D'après notre analyse dans ce mémoire, nous faisons foi aussi d'une grande implication de l'efficience du système finance au développement du secteur réel. Cependant, d'après l'expérience vécue de par le monde, les bulles financières, l'endettement généralisé, les Krach bousier, l'impact d'une perturbation majeur d'ou moins un des éléments du système financier pèse lourdement dans l'ensemble de l'économie. Par conséquent, les préventions et les gestions des crises financières sont de plus en plus au devant de la scène économique. Dans ce cas, chaque pays est habilité de structurer son système financier efficient qui est à la foi stimulateur de la croissance et aussi capable à absorber les divers chocs susceptibles d'entraver son bon fonctionnement. Ainsi, c'est à ce niveau que la robustesse et les performances du système financier trouvent son intérêt principal sur l'ensemble de l'économie.

Quant à la situation d'un système financier malgache, la réalité est encourageante. En effet, la situation macro-économique est vulnérable et très volatile entre (2001-2005) croissance moyenne 5,8%, taux d'inflation moyen 18,2%, déficit budgétaire moyenne par rapport au PIB est 4,6% et le déficit de la balance commerciale par rapport au PIB est 9,8%. Quant à la situation de financement de l'économie, actuellement le ratio de crédit au secteur privé sur PIB est en moyenne 3,8% avec un taux débiteur aux alentours 20%. Enfin, en ce qui concerne des entreprises malgaches, elles sont composées 91,6 des entreprises individuelles, 6,2% de SARL et 0,2% de SA 2%. Dans ce cas, comme ces chiffres les disent, le système financier malgache, malgré les initiatives récentes adoptées par le gouvernement comme les nouvelles lois sur les sociétés, le nouveau plan comptable 2005, la nouvelle loi bancaire, la politique d'une bonne gouvernance dans la gestion des affaires publiques et le DSRP ; reste encore sous développé dans son ensemble avec sa situation actuelle. Pour pallier les carences du système bancaire classique dans la fourniture de services financiers adaptés aux besoins des populations à faibles revenus, il faut promouvoir la politique de développement d'un système financier de proximité pour adresser les besoins au financement des petites exploitations agricoles familiales et des micro entreprise du secteur informel. Un système financier est dit efficient lorsqu'il est

capable de s'imposer devant tous les chocs économiques et institutionnels. De ce fait, afin que le système financier malgache soit efficient et un promoteur du développement économique les éléments ci-dessus devront être réunis. Dans cette étude, il a été suggéré que pour que le système financier malagasy soit efficient, l'installation d'une bourse des valeurs à Madagascar s'avère nécessaire.

Néanmoins, le système financier malagasy ne se compose pas seulement des institutions bancaires dans le financement de l'économie mais il y a aussi la microfinance qui occupe une place importante dans le financement de la majeure partie de la population malagasy qui sont des ruraux, écartée par le système bancaire. De ce fait, il ne faudrait pas l'écarté car elle reste le principal moyen de financement des ruraux et devrait par contre être soutenu dans ses actions.



**ANNEXES :**

**ANNEXE I - REGLEMENTATION DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT**

**ANNEXE II- REGLEMENTATION DES INSTITUTIONS FINANCIERES  
MUTUALISTES**

**ANNEXE III – EVOLUTION DU CREDIT BANCAIRE A MADAGASCAR**



## ANNEXE I

### **REGLEMENTATION DES ETABLISSEMENTS DE CREDIT**

Les textes de base qui régissent l'activité des établissements de crédit sont :

- La [loi n° 95-030](#) qui définit les conditions d'exercice de l'activité et le contrôle des établissements de crédit,
- La [loi n° 96-020](#) qui régit les activités et l'organisation des institutions financières mutualistes.

#### **A/ Les activités bancaires**

Les établissements de crédit sont autorisés par la **loi n° 95-030 du 22 février 1996** à exercer divers types d'activités :

1. Ils sont d'abord habilités, dans les conditions fixées par leur agrément, à effectuer les **opérations de banque** définies aux [articles 3 à 6 de la loi susvisée](#), à savoir, la réception de fonds du public, la distribution de crédits, la gestion de portefeuille de valeurs mobilières et la mise à disposition des moyens de paiement.
2. Ils peuvent également effectuer les **opérations connexes** dont une liste non limitative est énoncée à l'[article 7 de la loi susvisée](#). Ces opérations connexes comprennent notamment les changes, la location de compartiments de coffres-forts, le placement, l'assistance et le conseil.
3. Ils peuvent aussi, selon l'[article 8 de la loi bancaire](#) et ce, dans les conditions définies par instruction de la Commission de Supervision Bancaire et Financière (CSBF) :
  - **prendre ou détenir des participations** dans des entreprises existantes ou en création ;
  - **exercer à titre habituel des activités**, autres que celles mentionnées ci-dessus.

Il est interdit à toute personne physique ou morale, autre qu'un établissement de crédit d'effectuer des opérations de banque à titre habituel et à toute entreprise, autre qu'un établissement de crédit de recevoir du public des fonds à vue ou à moins de deux ans de terme ([article 10](#)).

#### **B/ Les catégories d'établissement de crédit**

Cinq catégories d'établissement de crédit sont prévues par la loi bancaire ([article 17](#)). L'activité de chaque établissement est définie par la catégorie pour laquelle il est agréé. Ainsi :

- a. Les banques territoriales peuvent effectuer toutes les opérations de banque.
- b. Les banques extraterritoriales exercent leur activité dans les conditions fixées par décret, pris après avis de la Commission de Supervision Bancaire et Financière.
- c. Les établissements financiers sont des établissements de crédit spécialisés. Ils ne peuvent effectuer que les opérations énoncées par leur décision d'agrément respective. En tous cas, ils ne peuvent recevoir de fonds du public à moins de deux ans de terme qu'à titre accessoire, dans les conditions définies par la Commission de Supervision Bancaire et Financière.
- d. Les institutions financières mutualistes sont des groupements de personnes physiques ou morales, dotés de la personnalité morale, sans but lucratif, fondés sur les principes de coopération, de solidarité et d'entraide mutuelle et ayant principalement pour objet de collecter l'épargne de ses membres et/ou de consentir du crédit à ceux-ci.

e. Les institutions financières spécialisées sont des établissements de crédit investis par l'Etat d'une mission permanente d'intérêt public. Elles ne peuvent effectuer d'autres opérations de banque que celles afférentes à cette mission.

Dans tous les cas, seules sont habilitées de façon générale à recevoir du public des fonds à vue ou à moins de deux ans de terme les banques et les institutions financières mutualistes.

### **C/ Les conditions d'exercice de l'activité**

Les établissements de crédit doivent être constitués sous forme de personne morale et disposer au jour de leur constitution d'un capital libéré (**article 21 de la loi n° 95-030**) dont le *montant minimum exigé* est, en FMG, de (décrets n° 98-085 et n° 98-127) :

- six milliards pour les banques territoriales ou extra territoriales et les institutions financières spécialisées,
- deux milliards pour les établissements financiers,
- trois cent mille pour une mutuelle d'épargne et de crédit,
- cinq millions pour une union de mutuelles ou d'associations mutualistes d'épargne de crédit, une société de caution mutuelle,
- cinquante millions pour une union de sociétés de caution mutuelle, une fédération d'unions.

L'exercice de l'activité d'établissement de crédit est subordonné à l'*agrément* de la CSBF (**article 16 de la loi n° 95-030**).

Les demandes d'agrément sont formées auprès du Secrétariat Général de la CSBF (**article 18 de la loi n° 95-030**).

Le dossier comprend:

- une demande établie par une personne dûment habilitée,
- les renseignements sur les apporteurs de capitaux,
- la description de l'établissement : catégorie, forme juridique, montant du capital et répartition, description de l'activité projetée (clientèle ciblée, ressources envisagées, nature et volume des concours projetés, états financiers prévisionnels et paramètres retenus, organigramme détaillé avec cursus professionnel du personnel d'encadrement, moyens matériels engagés, mode de contrôle, localisation des agences),
- les renseignements sur les dirigeants (deux au moins) : description des fonctions, qualification et expérience, honorabilité,
- les renseignements sur les commissaires aux comptes. La révision des comptes peut, dans certains cas, être assurée par un seul commissaire aux comptes (**article 12 instruction n° 003/97-CSBF**).

Le dossier est instruit par le Secrétariat Général de la CSBF qui notifie les promoteurs de la clôture de l'instruction. La Commission dispose d'un délai d'un mois après la clôture de l'instruction pour statuer sur la demande (**article 19 de la loi n° 95-030**).

### **D/ Le fonctionnement**

La CSBF fixe par voie d'instructions les règles relatives aux normes de gestion et règles de prudence que les établissements de crédit doivent respecter en vue notamment de garantir leur liquidité, leur solvabilité et l'équilibre de leur structure financière (**article 41 de la loi n° 95-030**).

Les normes de gestion et règles de prudence en vigueur concernent essentiellement :

- Les règles de comptabilisation des opérations (instruction n° 003/99-CSBF), le mode d'arrêté des comptes et la publication des états financiers (instruction n° 002/00-CSBF).



- La définition des fonds propres disponibles (instruction n° 001/00-CSBF).
- La couverture des risques (instruction n° 002/94-CCBEF):les fonds propres disponibles doivent couvrir au moins 8 % de l'ensemble des risques encourus par l'établissement.
- La division des risques (instruction n° 003/94-CCBEF et 002/99-CSBF) : l'ensemble des risques encourus sur un même bénéficiaire ne doit pas excéder 35 % des fonds propres disponibles, et à partir du 1er janvier 2001, 30 % des fonds propres disponibles.

Toutefois, le total des risques dépassant chacun 25 % des fonds propres de la banque ne doit pas excéder 10 fois ses fonds propres disponibles (ordonnance n° 88.005, article 51).

- Les engagements en faveur des dirigeants et des commissaires aux comptes (instruction n° 003/00-CSBF) :
- les engagements pris en faveur des dirigeants de l'établissement et aux commissaires aux comptes ne doivent pas excéder 10 % des fonds propres disponibles. Ces engagements doivent être accordés aux conditions normales de l'établissement.
- Le provisionnement des risques (instruction n° 004/97-CSBF) : des provisions doivent être constituées dès constatation du risque, en fonction de la valeur réelle de recouvrement des créances douteuses, litigieuses et contentieuses. Les créances saines peuvent faire l'objet de provisions forfaitaires pour risques généraux.
- La position de change (instructions n° 001/98-CSBF et 001/99-CSBF) : l'ensemble de la position de change longue et de la position de change courte ne doit pas excéder 20 % des fonds propres disponibles. La position de change étant la différence positive ou négative entre les créances d'une entité, libellée en monnaie étrangère, et les dettes dans la même devise. La position est qualifiée de longue lorsque les avoirs
- excèdent les dettes, et de courte dans le cas contraire.

### **E/ La supervision**

En vertu des dispositions de l'article 35 et des articles 41 à 49 de la loi n° 95.030 du 22 février 1996, la CSBF a pour mission de veiller à la bonne gestion des établissements de crédit. Il lui appartient de définir les règles de prudence à respecter par ces établissements et de les faire observer. Dans cette optique, elle est dotée de l'ensemble des pouvoirs nécessaires au bon exercice de sa mission :

- **autorité administrative** : octroi des agréments, autorisation préalable ou faculté d'objection sur les changements susceptibles d'avoir une incidence majeure sur la situation des établissements assujettis (tels le changement de géographie du capital, les modifications substantielles des statuts) ;
- **autorité réglementaire** : fixation des normes comptables, définition des règles prudentielles et de bonne conduite ;
- **autorité de supervision** : organisation des contrôles sur documents et dans les établissements assujettis ;
- **autorité disciplinaire** : pouvoir de sanction graduée suivant l'importance des manquements constatés, allant de la simple injonction au retrait d'agrément et incluant la révocation des dirigeants et des commissaires aux comptes et le prononcé de sanctions pécuniaires. En cas de retrait d'agrément, le Ministre des Finances peut toutefois requérir une seconde délibération. Par ailleurs, la Commission est habilitée à nommer un administrateur provisoire si la situation d'un établissement le justifie.

En cas d'urgence, le Président est habilité à exercer certaines des attributions conférées à la Commission. Ces pouvoirs, définis par le Règlement Intérieur adopté par la CSBF, sont strictement d'ordre administratif ou de nature conservatoire.

### **F/ Les établissements agréés**

Numéro d'inscription	Date d'inscription	Raison sociale	Sigle
<b>Etablissements, inscrits dans la catégorie de banques territoriales</b>			
004/Ba/1989	23 mars 1989	Banque Malgache de l'Océan Indien	BMOI
005/Ba/1991	19 décembre 1991	BNI-Crédit Lyonnais Madagascar	BNI-CLM
006/Ba/1992	28 décembre 1992	Union Commercial Bank	UCB
007/Ba/1998	28 janvier 1998	SBM Madagascar	SBM Madagascar
008/Ba/1998	31 décembre 1998	BFV-Société Générale	BFV-SG
009/Ba/1999	18 novembre 1999	Bank Of Africa Madagascar	BOA-Madagascar.
010/Bal/2002	16 décembre 2002	Compagnie Malgache de Banque	CMB
<b>Etablissements inscrits dans la catégorie de banques extra-territoriales</b>			
Néant			
<b>Etablissements inscrits dans la catégorie d'établissements financiers</b>			
001/Ef/1997	8 octobre 1997	Southern Investment Bancorp	INVESTCO (1)
002/Ef/2000	04 juin 2000	EQUIPBAIL Madagascar	-
003/Ef/2003	07 mars 2003	Fonds de Garantie Malgache S.A.	-
<b>Etablissements inscrits dans la catégorie d'institutions financières mutualistes</b>			
001/Ifm/1999	21 septembre 1999	Action pour le Développement et le Financement des micro-entreprises	ADEFI
002/Ifm/2001	27 juin 2001	Caisses d'Epargne et de Crédit Agricole Mutuel composée de :	CECAM
002/Ifm/0/2001	27 juin 2001	Organe Central de Réseau CECAM	UNICECAM
002/Ifm/1/2001	27 juin 2001	URCECAM Vakinankaratra	URCECAM Vakinankaratra
002/Ifm/2/2001	27 juin 2001	URCECAM Amoron'i Mania	URCECAM Amoron'i Mania
002/Ifm/3/2001	27 juin 2001	URCECAM Ivon'Imerina	URCECAM Ivon'Imerina
002/Ifm/4/2001	27 juin 2001	URCECAM Bongolava	URCECAM Bongolava
002/Ifm/5/2001	27 juin 2001	URCECAM Sofia	URCECAM Sofia
002/Ifm/6/2001	27 juin 2001	URCECAM Itasy	URCECAM Itasy
<b>Etablissements inscrits dans la catégorie d'institutions financières spécialisées</b>			
Néant			

(1) Par décision de la CSBF n° 7-01 du 27 juin 2001, l'agrément qui a été octroyé à l'établissement financier Southern Investment Bancorp INVESTCO a été retiré. La CSBF a ordonné la mise en liquidation de l'actif et du passif.

## ANNEXE II

### **REGLEMENTATION DES INSTITUTIONS FINANCIERES MUTUALISTES**

Du fait de la spécificité des institutions financières mutualistes, une loi spéciale les régit en plus de la loi bancaire, ces institutions étant une catégorie d'établissement de crédit. La [loi n° 96-020](#) du 22 août 1996 définit l'institution financière mutualiste comme étant un groupement de personnes physiques ou morales, doté de la personnalité morale, sans but lucratif, fondé sur les principes de coopération, de solidarité et d'entraide mutuelle et ayant principalement pour objet de collecter l'épargne de ses membres et/ou de consentir du crédit à ceux-ci ([article 4](#)).

#### **A/ Les formes d'IFM**

La loi distingue deux formes d'institutions financières mutualistes : les institutions à capital variable et les associations mutualistes ([article 12](#)). Les institutions financières mutualistes à capital variable sont constituées par les mutuelles d'épargne et de crédit, les sociétés de caution mutuelle, l'union, la fédération d'unions de mutuelles ou d'associations. L'association mutualiste d'épargne et de crédit est une forme de mutuelle sans capital ([articles 13 et 14](#)).

#### **B/ L'agrément**

Tout comme les autres catégories d'établissement de crédit, les institutions financières mutualistes sont soumises à la loi bancaire. Elles doivent, avant d'exercer toute activité, obtenir l'agrément délivré par la CSBF. Toutefois, compte tenu de la taille généralement limitée des institutions et pour faciliter l'accès au secteur d'activité, une simplification a été adoptée concernant les renseignements qui leur sont requis lors de la demande d'agrément (circulaire n° 001/99-CSBF du 5 mars 1999).

L'agrément peut être délivré à titre individuel ou à titre collectif pour les institutions financières mutualistes regroupées en réseau autour d'un organe central ([article 20 de la loi n° 96-020](#)).

La demande d'agrément doit comprendre l'avis de l'Association Professionnelle des Institutions Financières Mutualistes ([article 20 de la loi n° 96-020](#)) qui porte notamment sur l'honorabilité des dirigeants et le caractère complet du dossier ([article 1 de la circulaire n° 001/99-CSBF](#)).

Pour les institutions financières mutualistes dotées d'organe central, les signatures autorisées pour la demande sont celles des dirigeants de l'organe central. L'organe central, en effet, représente les institutions financières mutualistes affiliées auprès des autorités monétaires et de la CSBF. Il est chargé de veiller à la cohésion de son réseau et d'assurer le bon fonctionnement des établissements qui lui sont affiliés (respect par ces derniers des prescriptions monétaires, prudentielles et statistiques) ([article 21 de la loi n° 96-020](#)).

Il centralise et approuve les états financiers individuels, les consolide et les communique à la CSBF ([article 21 de la loi n° 96-020](#)).

#### **C/ Le fonctionnement**

Au même titre que les autres catégories d'établissement de crédit, les institutions financières mutualistes sont soumises aux règles prudentielles et de gestion édictées par la CSBF. Les ratios qui leur seront applicables pourraient toutefois être plus souples dans certains cas ([article 41 de la loi n° 95-030](#)).

Etant donné que les institutions financières mutualistes n'ont pas de but lucratif, la répartition des bénéfices leur est interdite. Les excédents d'exploitation peuvent, après prélèvement des réserves obligatoires et statutaires, être affectés à la bonification de parts sociales ([article 31 de la loi n° 96-020](#)).

#### **D/ La supervision**

Les institutions financières mutualistes doivent transmettre au même titre que les autres établissements de crédit des états financiers dont la périodicité dépend de la taille du bilan (instruction n° 002/00-CSBF). La surveillance de la CSBF s'exerce au niveau de la structure de regroupement sur une base consolidée. Toutefois, lorsque les institutions financières mutualistes affiliées à un réseau ne sont pas liées par la solidarité financière, les états financiers doivent être communiqués par l'organe central à la CSBF pour lui permettre de contrôler les activités de chaque IFM affiliée non solidaire.

#### **Textes de base :**

[Loi n° 95-030](#) du 22 février 1996 relative à l'activité et au contrôle des établissements de crédit  
[Loi n° 96-020](#) du 4 septembre 1996 relative à la réglementation des activités et organisation des institutions financières mutualistes.

#### **Disponibles auprès de la CSBF les textes réglementaires suivants :**

##### **Règles de fonctionnement :**

Agrément :

- Instruction n°002/97 CSBF du 2 juin 1997 relative à l'agrément des établissements de crédit.
- Circulaire n°001/99 CSBF du 5 mars 1999 relative à l'agrément des Institutions Financières Mutualistes et aux modifications des éléments pris en compte lors de l'agrément.

Capital minimum :

- Décret 98 085 du 27 janvier 1998 portant fixation du capital minimum des établissements de crédit.
- Décret n°98 127 du 5 février 1998 portant application des dispositions de la Loi 96.020 du 4 septembre 1996 et de la Loi 95.030 du 22 février 1996 concernant les IFM.
- Errata du décret 98.127 du 5 février 1998.
- Décret n°98.839 du 14 octobre 1998 modifiant le décret n°98 127 du 5 février 1998.
- Arrêté n° 816/99 du 18 août 1999 portant application du décret 98.839 du 14 octobre 1998 modifiant le décret n° 98.127 du 5 février 1998.
- Instruction n°003/97 CSBF du 2 juin 1997 relative aux modifications de capital des établissements de crédit, des autres éléments pris en compte lors de l'agrément et aux conditions de désignation des dirigeants et des commissaires aux comptes de ces établissements.

Dirigeants, actionnaires et commissaires aux comptes :

- Instruction n° 003/97CSBF du 02 juin 1997 relative aux modifications de capital des établissements de crédit, des autres éléments pris en compte lors de l'agrément et aux conditions de désignation des dirigeants et des commissaires aux comptes de ces établissements.
- Instruction n° 003/2000/CSBF du 24 mai 2000 relative aux engagements des établissements de crédit en faveur de leurs actionnaires ou associés, administrateurs et dirigeants, de leur personnel et de leurs commissaires aux comptes.

Plan de comptes, arrêté des comptes et déclarations :

- Instruction n° 003/1999/CSBF du 9 août 1999 relative au plan comptable des établissements de crédit.
- Instruction n° 002/2000/CSBF du 1er février 2000 relative aux conditions d'arrêté

périodique et annuel, à la publicité de documents comptables des établissements de crédit.

Normes prudentielles :

- Instruction n°001/00- CSBF du 1er février 2000 relative aux fonds propres disponibles des établissements de crédit.
  
- Instruction n°002/94- CCBEF du 29 décembre 1994 relative à la couverture des risques des banques et des établissements financiers.
- Instruction n°003/94- CCBEF du 29 décembre 1994 relative à la division des risques des banques et des établissements financiers.
- Instruction n° 002/99/CSBF du 22 juillet 1999 portant modification de l'instruction n° 003/94/CCBEF du 29 décembre 1994 relative à la division des risques des banques et des établissements financiers.
- Ordonnance n° 88.005 du 18 avril 1988 portant réglementation bancaire.
- Instruction n° 004/97/CSBF du 2 juin 1997 relative aux règles de provisoirement des risques des établissements de crédit.
- Instruction n° 001/98/CSBF du 28 septembre 1998 relative aux positions de change des établissements de crédit.
- Instruction n° 001/99/CSBF du 23 février 1999 portant modification de l'instruction n° 001/98/CSBF du 23 septembre 1998 relative aux positions de change des établissements de crédit.

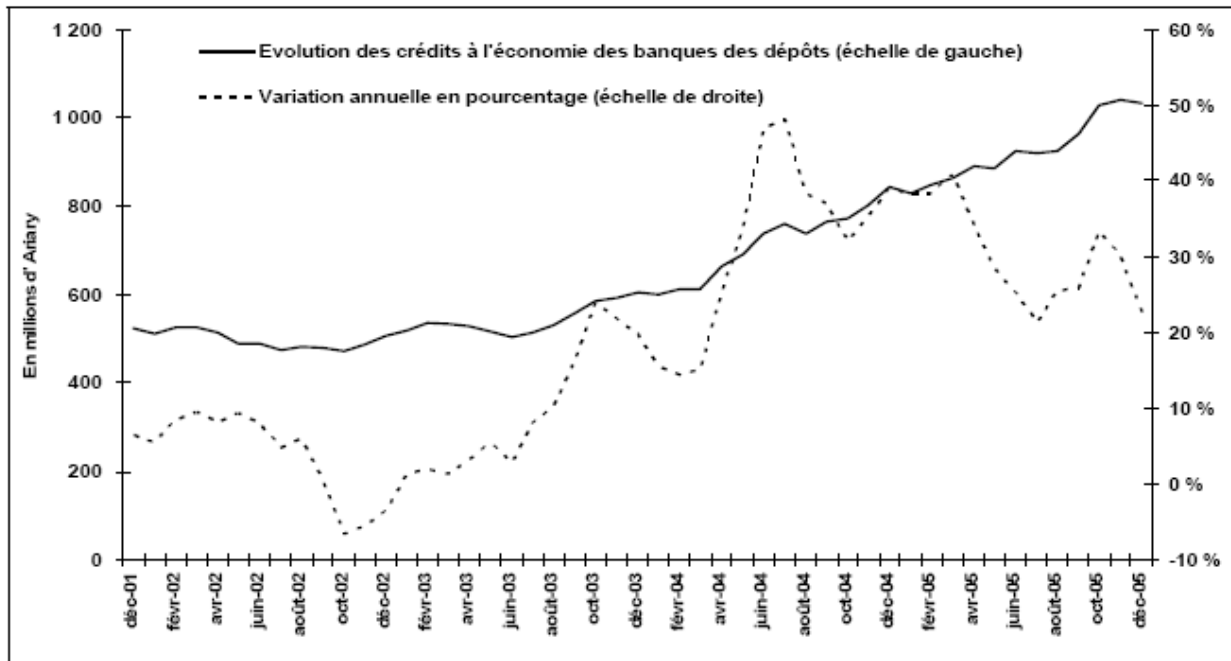
Astreintes :

- Circulaire n° 002/99/CSBF du 23 novembre 1999 fixant les modalités d'application des dispositions de l'article 52 de la Loi n° 95.030 sur les astreintes.

### ANNEXE III

#### **EVOLUTION DU CREDIT BANCAIRE A MADAGASCAR**

##### **Evolution des encours des crédits à l'économie des banques de dépôts**



Dans l'ensemble, les entreprises privées restent les principaux bénéficiaires des crédits avec 85,2 pour cent des encours totaux contre 13,9 pour cent pour les ménages et particuliers. Toutefois, les crédits à court terme destinés aux ménages ont connu une hausse sensible au cours de l'année 2005. Les crédits à moyen terme ont augmenté dans l'ensemble de 10,3 pour cent, notamment pour les entreprises privées.

##### **Evolution des crédits bancaires par agent économique bénéficiaire (en milliards d'ariary)**

	Déc.-03	Déc.-04	Mars-05	Juin-05	Sept.-05	Déc.-05
<b>. Court terme</b>	<b>428,6</b>	<b>542,6</b>	<b>563,7</b>	<b>585,6</b>	<b>634,4</b>	<b>707,9</b>
. Particuliers et ménages	13,5	21,8	29,2	33,1	31,0	54,4
. Entreprises privées	410,9	508,3	523,6	545,0	592,7	648,0
. Entreprises publiques	4,2	12,5	11,0	7,5	10,8	5,5
<b>. Moyen terme</b>	<b>121,7</b>	<b>207,0</b>	<b>207,1</b>	<b>234,7</b>	<b>237,4</b>	<b>228,3</b>
. Particuliers et ménages	36,4	71,4	75,2	87,8	91,8	75,3
. Entreprises privées	83,9	134,0	130,4	145,5	144,3	151,5
. Entreprises publiques	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	1,4
<b>. Long terme</b>	<b>41,3</b>	<b>63,9</b>	<b>69,0</b>	<b>69,5</b>	<b>61,1</b>	<b>55,7</b>
. Particuliers et ménages	4,6	6,4	6,4	7,0	9,8	8,2
. Entreprises privées	36,7	55,5	60,7	60,6	49,4	45,6
. Entreprises publiques		2,0	1,9	1,9	1,9	1,9
<b>TOTAL DES CREDITS</b>	<b>593,2</b>	<b>791,9</b>	<b>835,3</b>	<b>887,9</b>	<b>930,9</b>	<b>992,9</b>

## BIBLIOGRAPHIE

### OUVRAGES

- ARROW K. in F. RICCI « *Economie de l'incertain et de l'information* »
- CARTAPANIS « *Le déclenchement des crises de change : Qu'avons-nous appris depuis dix ans ?* ». La revue du CEPII, 2002. Economie internationale.
- CHANG R , VELASCO A.« *Liquidity crises in emerging markets : Theory and policy* » NBER, July 1999
- CHOINEL A .et GUIMBERT G. « *Le marché financier : structures et acteurs* », 1999. Collection ITB
- DAUTRESME D: «*Economie et marchés de capitaux* ».COLLECTION ITB
- DE COUSSERGUES S. « *gestion de la banque : du diagnostic à la stratégie* », 1999. DUNOD
- DIAMOND D.W in N. Gardes « *Des Cours et des sources sur les théories financières* ».2001
- DOOLEY P. « *A model of crises in emerging markets* ». Working paper 6300, 1997
- E.STIGLITZ J. et WEISS A.« *Macroeconomic equilibrium and credit* » NBER Working paper n°2164
- GOSHE P. MOOKHERJEE D.RAY « *credit rationing in developing countries : An overview of the theory* » NBER, 2000
- JACQUELINE IRVING, in Forum Showcases region's exchanges « *Africa is more than ready for foreign portfolio investment* », IMF
- LELAND H.E et Pyle D.H in H. DE LA BRUSLERIE « *Analyse financière et risque de crédit* », 2001, Dunod
- LEVINE R in revue de banque de SFI « *Financial development and economic growth : views and agenda* ».Journal of economic literature, vol 35
- LEVINE R. et ZERVOS S « *Stock Markets and Banks: Riving the Engines of Growth* », Janvier 1995.
- LUTFALLA M. « *Elément d'économie* ».Que sais-je ? PUF
- MASSON J. « *Les crédits bancaires aux entreprises* » Collection ITB
- MILGROM P. et ROBERTS J. in N. GARDES « *Des cours et des ressources sur les théories financières* »
- PRISSERT P. « *Analyse et dynamique du marché des capitaux* », 1995. COLLECTION CFPB
- STEPHEN A. Jarisloswsky & Craig Toomey, « *Dans la jungle du placement, comment j'ai tiré mon épingle du jeu* » Collection Affaires Plus, 2005.

### REVUES

- Banque de Canada « *Revue du système financier* »
- Banque Mondiale « *International Capital Flow Liberalization and Stock Market Development: A Cross-Country Event Study* », décembre 1994.
- BCM « *La conjoncture au cours des neufs premiers mois de 2006* », Bulletin de la banque centrale de Madagascar n°5, Novembre 2005
- BCM « *L'évolution économique et financière 2005* »
- BCM « *Marché des bons du trésor à court terme* ».Guide pratique de l'investisseur
- BOA Madagascar « *formation d'embauche* »
- CSBF « *Lois et réglementations bancaires et financières* »
- FMI « *Codes de bonne pratique des politique financière et monétaire* »
- FMI « *Solidité du système financier* » Fiche technique n°19



- INSTAT « *Conjoncture économique* » 2004
- MEFB « *Revue d'information économique* » Avril 2004
- MEFB : *Revue d'information économique*. Mars 2005
- MEFB « *Le système financier malgache* ».Revue d'information économique n °16-avril 2004
- Revue économique du SFI « *Développement du secteur financier* » ,2004

### **SITE**

- <http://www.instat.mg>
- <http://www.pazisma.ca>
- <http://www.banque-centrale.gov>
- <http://www.madagascar.gov>
- <http://www.mefb.mg>

## TABLE DES MATIERES

### REMERCIEMENTS

### RESUME ANALYTIQUE

INTRODUCTION.....	1
<b>PARTIE I :.....</b>	<b>3</b>
<b>LES ESQUISSES THEORIQUES D'UN SYSTEME FINANCIER.....</b>	<b>3</b>
CHAPITRE 1.....	4
LIEN ENTRE ECONOMIE REELLE ET L'ECONOMIE MONETAIRE.....	4
<b>Section 1 : Du circuit réel au circuit monétaire et financier.....</b>	<b>4</b>
1.1. Les éléments des circuits réels.....	4
1.1.1. Les biens économiques.....	4
1.1.2. La production.....	5
1.1.3. La consommation.....	5
1.1.4. L'investissement.....	6
1.2. Les Constituants monétaires et financiers de l'économie.....	7
1.2.1. Les liaisons monétaires entre ressources et emplois réels.....	7
1.2.2. La monétisation de l'économie.....	8
1.2.3. La mesure des flux monétaires.....	9
1.2.4. Les agrégats économiques.....	10
1.3. Les agrégats monétaires.....	11
<b>Section 2 : Le financement de l'économie.....</b>	<b>12</b>
2.1. La notion d'épargne.....	12
2.1.1. Les motivations de l'épargne.....	12
2.1.2. Les origines de l'épargne.....	13
2.2. Les besoins de financement.....	13
<b>CHAPITRE 2.....</b>	<b>15</b>
<b>LES CONCEPTS DE BASE SUR LES MARCHES FINANCIERS.....</b>	<b>15</b>
<b>Section 1 : Les généralités sur le marché financier.....</b>	<b>15</b>
1.1. Définition du marché financier.....	15
1.2. Segmentation du marché financier.....	15
1.2.1 Le marché primaire.....	15
1.2.2. Le marché secondaire.....	16
1.3. Le financement du marché.....	16
1.3.1. La finance directe.....	16
1.3.2. La finance indirecte.....	17
<b>Section 2 : Rôle du mar ché financier dans une économie.....</b>	<b>19</b>
2.1. Les fonctions économiques du marché.....	19
2.1.1. Circuit de financement de l'économie nationale.....	19
2.1.2. Mobilité de l'épargne investie.....	19
2.1.3. Instrument de mesure de la valeur des actifs.....	19
2.1.4. Facilitation de regroupement des actifs.....	20
2.1.5. Lieu de négociation du risque.....	20
2.2. Les instruments financiers utilisés.....	20
2.2.1. Les actions.....	20
2.2.2. Les obligations.....	21
2.3. Les acteurs du marché financier.....	21
2.3.1. Les ménages.....	21
2.3.2. Les entreprises et les administrations.....	21
<b>Section 3 : Les imperfections du marché et le rationnement de crédit.....</b>	<b>22</b>

3.1. Les asymétries d'information.....	22
3.2. Le rationnement du crédit.....	22
3.2.1. L'antisélection.....	22
3.2.2. Le Hasard moral.....	23
3.2.3. La manifestation du rationnement de crédit.....	24
<b>Section 4 : L'intermédiation et les intermédiaires financiers.....</b>	<b>25</b>
4.1. Les arguments d'intermédiation financière.....	25
4.1.1. L'intermédiaire financier et les coûts de transaction.....	25
4.1.2. La banque et la gestion des risques.....	26
4.1.3. la banque et l'assurance de liquidité.....	26
4.2. Les intermédiaires financiers.....	27
4.2.1. Le Trésor public.....	27
4.2.2. Les institutions financières bancaires.....	27
4.2.3. Les institutions financières non – bancaires.....	27
<b>CHAPITRE 3.....</b>	<b>29</b>
<b>LES PARAMETRES DE ROBUSTESSE ET DE FRAGILITE D'UN SYSTEME FINANCIER.....</b>	<b>29</b>
<b>Section 1 : Les paramètres fondamentaux d'ensemble.....</b>	<b>29</b>
1.1. Les paramètres macro-économiques.....	29
1.2. Les paramètres macrofinanciers du secteur bancaire.....	30
1.2.1. Le risque de contrepartie.....	31
1.2.2. Le risque de liquidité.....	31
1.2.3. Les risques de marché.....	31
1.2.4. Le risque d'insolvabilité.....	32
1.2.5. Les outils de diagnostic.....	32
1.3. Le développement des marchés financiers.....	33
<b>Section 2: Les performances et la robustesse : nécessité pour la croissance économique.....</b>	<b>33</b>
2.1. Le renforcement de l'infrastructure financière .....	34
2.2. Les rôles des marchés monétaires et financiers.....	35
2.3. Les rôles des capitaux étrangers.....	36
<b>Section 3 : Les risques de change : crise systémique.....</b>	<b>37</b>
3.1. Instabilité liée à la fragilité macroéconomique.....	38
3.2. Causes d'instabilités liées aux structures financières.....	39
3.3. Causes d'instabilité liées aux activités bancaires proprement dites.....	41
CONCLUSION PARTIELLE .....	44
<b>PARTIE II :.....</b>	<b>45</b>
<b>QUELLES ORIENTATIONS DONNEES AU SYSTEME FINANCIER MALGACHE ?.....</b>	<b>45</b>
<b>CHAPITRE 1.....</b>	<b>46</b>
<b>L'EVOLUTION ET LES CARACTERISTIQUES DU SYSTEME FINANCIER MALGACHE.....</b>	<b>46</b>
Section 1 : L'évolution historique .....	46
1.1. L'époque coloniale.....	46
1.2. De l'indépendance à la révolution socialiste : les années 60-75.....	47
1.3. Les nationalisations des années 75-85.....	47
1.4. Les reformes des années 90.....	49
<b>Section 2 : Les caractéristiques.....</b>	<b>50</b>
2.1. Les fondamentaux macroéconomiques de Madagascar.....	51
2.1.1. Croissance et inflation.....	51
2.1.2. La consommation globale et les investissements.....	54

2.1.3. Les politiques budgétaires et monétaires.....	56
2.2. Le secteur bancaire à Madagascar.....	58
2.2.1. Les ressources des banques.....	59
2.2.2. Les emplois des banques.....	60
2.3. La réglementation prudentielle à Madagascar.....	61
2.3.1. La réglementation bancaire.....	61
2.3.2. L'évolution de la réglementation bancaire.....	61
2.3.3. Les objectifs de la réglementation prudentielle .....	63
2.3.4. L'organe de supervision.....	63
2.4. Les institutions financières non bancaires.....	64
2.4.1. Les établissements d'épargne contractuelle.....	64
2.4.2. Le crédit-bail.....	64
2.4.3. Le capital risque.....	64
2.4.3. La microfinance.....	65
2.5. Les marchés financiers.....	65
2.5.1. Le marché interbancaire.....	65
2.5.2. Le marché des bons de Trésor.....	65
2.5.2.1. Procédure d'émission des BTA.....	66
2.5.2.2. Processus d'adjudication.....	66
<b>CHAPITRE</b> .....	<b>2</b>
<b>EVALUATION DU SYSTEME FINANCIER A MADAGASCAR.....</b>	<b>69</b>
<b>Section 1 : Les principaux facteurs de l'insuffisance de financement.....</b>	<b>69</b>
1.2. L'épargne domestique médiocre.....	70
1.2. L'effet d'éviction d'endettement public.....	72
1.2.1 Les risques économiques.....	80
1.2.2. Les risques institutionnels.....	81
<b>Section 2 : Les conséquences d'un manque de financement.....</b>	<b>82</b>
2.1. Une pénurie de financement et une faible croissance économique.....	83
2.2. La discrimination des PME.....	84
2.2.1. En terme de financement.....	84
2.2.2. En terme de coûts.....	84
<b>CHAPITRE 3.....</b>	<b>87</b>
<b>LES ORIENTATIONS POSSIBLES DU SYSTEME FINANCIER MALAGASY... ..</b>	<b>87</b>
<b>Section 1 : Les initiatives et les reformes récentes .....</b>	<b>87</b>
1.1. Les initiatives de restructuration du système financier.....	87
1.1.1. Les initiatives privées : Madabourse.....	87
1.1.1.1. Constitution et création.....	87
1.1.1.2. Les objectifs et rôle de Madabourse.....	88
1.1.1.3. Structure.....	88
1.1.1.4. Les problèmes et échecs de Madabourse.....	88
1.1.2. Les initiatives gouvernementales.....	89
1.1.2.1. Installation à partir de fonds de portage.....	89
1.1.2.2. Rôles du fonds de portage.....	89
1.1.2.3. Les titres utilisés.....	89
1.2. Le bilan.....	89
1.3. Les restructurations des institutions financières.....	90
1.4. Les restructurations des lois et des règlements.....	91
<b>Section 2 : La mise en place d'une bourse de valeur : une recommandation pour Madagascar .....</b>	<b>92</b>
2.1. La nécessité de la mise en place d'une bourse des valeurs pour Madagascar.....	92
2.1.1. Mobilisation de l'épargne nationale.....	92

2.1.2. Financement de l'investissement.....	92
2.1.3. Déterminant significatif de la croissance économique .....	93
2.2. Les enseignements tirés d'expériences étrangères.....	94
2.3. Quelques caractéristiques des Marchés africains : Marchés frontières.....	95
2.3.1. Risques et rendements élevés.....	96
2.3.2. Bourses africaines surévaluées.....	97
2.3.3. Afflux limité de capitaux étrangers.....	98
2.4. Image de l'Afrique et de ses bourses.....	99
2.5. Les préalables à la mise en place d'une bourse des valeurs à Madagascar..	101
2.5.1. Mise en place des mécanismes et réformes probantes.....	101
2.5.2. Réformes du système juridique et judiciaire liées à l'environnement des entreprises	
.....	102
2.5.3. Les conditions liées aux caractéristiques des entreprises malgaches .....	103
2.5.4. Les mesures préparatoires de mise en place de la bourse.....	103
2.5.5. Cotations croisées.....	104
CONCLUSION PARTIELLE.....	106
CONCLUSION GENERALE.....	108

## BIBLIOGRAPHIE

## ANNEXES