

SOMMAIRE

INTRODUCTION GENERALE	06
PREMIERE PARTIE : CONDITIONS POUR LA CREATION D'UN MARCHE BOURSIER.....	08
Chapitre 1- Conditions tirées à partir de la vision des Spécialistes	08
Section 1.1- Deux visions contradictoires à propos de la Bourse	08
Section 1.2- Deux visions complémentaires à propos de l'institution	12
Chapitre 2- Conditions tirées à partir des émergences de la Bourse en Afrique.....	16
Section 2.1- Analyse de performance des Bourses en Afrique	16
Section 2.2- Choix des échantillons	20
Chapitre 3- Conditions tirées à partir du cas malgache	27
Section 3.1- Les acteurs du système financier	27
Section 3.2- Les marchés financiers existant	30
Section 3.3- Diagnostic du système financier	32
CONCLUSION	33
DEUXIEME PARTIE : MADAGASCAR, VERS L'ESSOR D'UN MARCHE BOURSIER	35
Chapitre 1- Analyse des contraintes.....	35
Section 1.1- Efforts mis en œuvre.....	35
Section 1.2- Résultats de ces efforts	39
Section 1.3- Bilan économique	46
Chapitre 2- Essai de simulation.....	51
Section 2.1- Préparation du terrain	51
Section 2.2- Simulation	55
CONCLUSION	60
CONCLUSION GENERALE	61

AVANT-PROPOS

Cette recherche est le fruit de deux cycles d'études au sein du département Economie de l'Université d'Antananarivo. Ce département offre aux étudiants une connaissance approfondie dispensée en classe, et, engage les étudiants à faire des travaux de recherches à travers un mini-mémoire à chaque fin d'année scolaire. L'Année Universitaire 2010/2011 est sanctionnée par des examens officiels et une soutenance de mémoire.

A la fin du deuxième cycle, chaque étudiant doit faire un travail de recherche en vue d'élaborer un livre de mémoire. Les uns et les autres font leurs recherches relatives au domaine économique.

En ce qui nous concerne, nous avons eu le privilège d'approfondir nos connaissances en matière financière à Madagascar. La durée de recherche, si court soit-elle, a cependant été riche d'expériences. Et nous, y compris l'encadreur et les collègues de promotion, avons pu vivre en même temps l'ambiance et les problèmes inhérents aux études.

LISTE DES ACRONYMES, ABREVIATIONS ET SIGLES

ENTREPRISES / INSTITUTIONS / ORGANISMES	ACRONYMES, ABREVIATIONS ET SIGLES	Signification éclatée
	ARO	Assurance Réassurance Omnibranche
	BAD	Banque Africaine de Développement
	BCEAO	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
	BCM	Banque Centrale de Madagascar
	BFV	Banky Fampandrosoana ny Varotra
	BICM	Banque Internationale Chine Madagascar
	BM	Banque Mondiale
	BMOI	Banque Malgache de l'Océan Indien BNI : Bankin'ny Indostria
	BOAD	Banque Ouest Africaine de Développement
	BTM	Bankin'ny Tantsaha Mpamokatra
	BRVM	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
	CECAM	Caisse d'Epargne et de Crédit Agricole Mutuel
	CEM	Caisse d'Epargne de Madagascar
	CNaPS	Caisse Nationale de Prévoyance Sociale
	CNUCED	Conférence des Nations Unies pour le Commerce et le Développement
	CSBF	Commission de Supervision Bancaire et Financière
	DAS	Détachement Autonome de Sécurité
	EDBM	Economic Development Board of Madagascar
	FIARO	Financière d'Investissement ARO
	FMI	Fonds monétaire International
	INSTAT	Institut National de la Statistique
	OCDE	Organisation de Coopération et de développement Economique
	OTIV	Ombona Tahiry Ifampisamborana Vola
	SADC	Southern African Development Community
	SIPEM	Société d'investissement pour la Promotion des Entreprises à M/scar
	SONAPAR	Société Nationale de Participation
	UE MOA	Union Economique et monétaire Ouest Africaine

LISTE DES ACRONYMES, ABREVIATIONS ET SIGLES

(Suite)

ACRONYMES, ABREVIATIONS ET SIGLES	Signification éclatée
AUTRES	<p>Ar Ariary (MGA : Malagasy Ariary)</p> <p>BTA Bons du Trésor par Adjudication</p> <p>BTP Bâtiments et Travaux Publics</p> <p>CFA Communauté Financière d'Afrique (FCFA : Franc CFA)</p> <p>EURL Entreprise Unipersonnel à Responsabilité Limitée</p> <p>IDE Investissement Direct Etranger</p> <p>MID Marché Interbancaire de Devises</p> <p>MPE Micro et Petite Entreprise</p> <p>NEI Nouvelle Economie Institutionnelle</p> <p>OPA Offre publique d'achat</p> <p>OPV Offre publique de vente</p> <p>PIB Produit intérieur brut</p> <p>PIC Pôle Intégré de Croissance</p> <p>PIP Programme d'investissement public</p> <p>PME Petites et Moyennes Entreprises</p> <p>PPN Produit de Première Nécessité</p> <p>SA Société Anonyme</p> <p>SARL Société à Responsabilité Limité</p> <p>TIC Technologies de l'information et de la Communication</p> <p>TVA Taxe sur la Valeur Ajoutée</p> <p>USD US Dollar ou Dollar Américain</p> <p>ZFI Zone Franche Industrielle</p>

LISTE DES TABLEAUX, DES FIGURES ET DES GRAPHIQUES

Liste des tableaux :

Tableau n°1	Nombre de sociétés cotées en Bourse	16
Tableau n°2	Capitalisation boursière, 2002-2006 en milliards d'USD, fin de période	17
Tableau n°3	Croissance économique en zone UEMOA	21
Tableau n°4	Opérations financières de l'État (en % du PIB)	35
Tableau n°5	Répartitions sectorielles du PIP pendant les périodes stables.....	36
Tableau n°6	Répartitions sectorielles du PIP pendant des années des crises	36
Tableau n°7	Stock d'IDE par branches d'activités de 2005 à 2010 Unité (Milliard MGA)	40
Tableau n°8	Indicateurs macroéconomiques de Madagascar (en Milliard).....	42
Tableau n°9	Indicateurs macroéconomiques de Madagascar (en % du PIB)	43
Tableau n°10	Comptes courants (en pourcentage du PIB).....	43
Tableau n°11	Evolution du ratio de pauvreté de 1993 à 2010	45
Tableau n°12	Présentation du 3 ^{ème} cas	56
Tableau n°13	Tableau des moyens	57
Tableau n°14	Prévisions du PIB malagasy (en milliard)	58

Liste des figures :

Figure 1	Ventilation sectorielle du PIB sud-africain en 2006 (en %)	25
Figure 2	Arbre des problèmes	48

Liste des graphiques :

Graphique 1	Evolution du stock d'IDE de 2000 à 2010	41
-------------	---	----

INTRODUCTION GENERALE

L'objet de ce mémoire est de mettre en évidence un marché de capitaux. Ce marché des capitaux est divisé en 02 segments bien distincts : le marché monétaire et le marché financier, mais ce dernier qui nous intéresse. Le marché financier est le marché de l'argent à long terme, et où on y échange les valeurs mobilières communément appelées « la bourse ». Ce marché financier est à son tour divisé en 02 marchés bien distincts : le marché primaire qui est un marché fictif, qui n'a pas d'existence réelle et s'opère par l'intermédiaire des banques. Donc, ce type de marché primaire correspond à celui des nouveaux titres émis et acheté neuf par des agents en capacité de financement. Quant au marché secondaire, appelé « marché boursier » ou « marché des titres d'occasion », celui-ci s'effectue dans le cadre physique d'une bourse des valeurs et donne lieu à une cotation et où les opérateurs procèdent à des échanges des titres déjà émis. Dans ce type de marché, ceux qui ont besoin des capitaux, en particulier les entreprises, vont émettre des titres (actions, obligations) qu'ils vont mettre en vente. Ceux qui cherchent à placer leur argent (les investisseurs) vont acheter ces titres qui rapportent soit des dividendes (actions), soit des intérêts (obligations). La bourse permet donc d'attirer l'épargne pour financer l'économie puis elle permet aussi en achetant des actions, de prendre le contrôle d'une entreprise ou d'une partie du capital d'une entreprise.

C'est dans ce type de marché que nous allons aborder le thème intitulé « la réflexion sur la création d'un marché boursier à Madagascar ». Au 17^{eme} siècle, les hollandais sont les premiers à utiliser la bourse pour financer des entreprises : la première entreprise à émettre des actions et des obligations fût la compagnie Néerlandaise des Indes orientales, introduite en 1602. Et en 19^{eme} siècle, c'est pendant ce siècle que les marchés boursiers se sont développés chez les pays occidentaux. Les marchés boursiers favorisent la satisfaction des besoins importants de capitaux pour financer les industries et le transport. C'est la raison pour laquelle qu'ils ont pu développer leur économie. On peut tirer à partir de cet historique que l'économie chez les occidentaux s'est améliorée grâce à la bourse car celle-ci a joué un rôle essentiel dans les opérations de restructuration industrielle. C'est pourquoi nous avons choisis ce thème.

Ce thème couvre certes un vaste champ d'étude mais compte tenu du temps relativement limités, nous nous efforcerons d'exclure le type et le fonctionnement de la bourse, son mécanisme, l'étude de sa rentabilité ainsi que l'étude du cas relative à la crise

boursière. L'étude sera axée sur l'analyse des expériences des pays voisins à la base de lecture des ouvrages et des articles. Pour mieux combiner également la théorie et la pratique, nous procéderons également à une analyse des réalités concrète en nous référions à des expériences de la bourse en Afrique. Comme la Bourse s'opère au niveau mondial en termes de marché de placement et de financement, nous estimons intéressant de savoir le moment favorable à la création de ce type de marché à Madagascar. Une telle question nous permet de savoir en plus si les caractéristiques économiques actuelles permettent parfaitement à la création de la Bourse.

Face à l'étendue du champ d'étude ainsi couvert, nous allons adopter le plan suivant :

Partie I : « **Les conditions pour la création d'un marché boursier** ». C'est dans cette partie que s'opèrent les critères exigés pour la création de la bourse ainsi que l'étude des expériences vécues de la bourse en Afrique en générale. L'intérêt de cette partie est de savoir les directives ou les chemins que Madagascar doit suivre.

Partie II : « **Madagascar, vers l'essor d'un marché boursier** ». Cette dernière partie se penchera sur une analyse des contraintes du pays puis un essai de simulation. Donc, nous allons évoqués d'une part l'analyse du contexte économique actuel à Madagascar et d'autre part d'essayer de prévoir l'année favorable et probable de cette réalisation.

Rapport

PREMIERE PARTIE :

**CONDITIONS POUR LA CREATION D'UN
MARCHE BOURSIER**

INTRODUCTION

Dans le cadre de la présente étude, la maîtrise des éléments de base nécessaires à la création boursière est essentielle. Dans le cas de Madagascar, le pays n'a pas encore dans une situation de maturité en matière financière. Nous ne savons pas si le marché boursier est réalisable. C'est la raison pour laquelle que nous nous appuyons notre étude sur les Bourses émergentes en Afrique. Alors, parlons un peu de ce continent. D'abord, la Johannesburg Stock Exchange (JSE) est la première bourse à avoir été créée, en novembre 1807, dans le contexte de la découverte et de l'exploitation de l'or. C'est avant la période d'indépendance sur le continent que la bourse a existé au Zimbabwe (1946), Kenya (1954) et enfin la Mozambique (1955). Après cette période, la bourse a commencé à se développer en Afrique. C'est pour cela que le continent noir, où la Bourse est émergente, est choisi dans notre étude.

De ce fait, cette première partie mentionne les conditions pour la mise en place d'un marché boursier. L'objectif est de savoir les directives où nous devons suivre. Alors, c'est dans cette première partie que sont analysées les théories de la création de la Bourse et les acquis des pays africains y compris Madagascar.

Chapitre 1- Conditions tirées à partir de la vision des Spécialistes

De prime abord, nous allons évoquer dans ce chapitre les conditions nécessaires pour l'instauration de la Bourse à partir de la théorie avancée par les institutionnalistes et les économistes. Il met en évidence les conditions du développement de la Bourse et les théories la concernant. En premier lieu, dans la section 1.1, nous allons montrer la vision de Lévine¹ et celle de Keynes à propos de la Bourse puis en second lieu, dans la section 1.2 la théorie des institutions.

Section 1.1- Deux visions contradictoires à propos de la Bourse

1.1.1- La Bourse contribue à la croissance économique selon Lévine

Cette sous-section démontre les contributions de la Bourse à la croissance économique. Celle-ci a plusieurs facteurs comme la liquidité des marchés boursiers, la diversification du risque portefeuille et la surveillance des dirigeants d'entreprises et l'exercice du contrôle.

a- Premier facteur : liquidité des marchés boursiers

Elle offre aux investisseurs des titres pouvant être vendus à tout moment pour réaliser leur épargne. Parallèlement, les entreprises peuvent lever des capitaux à travers l'émission de titres de long terme. De ce point de vue, la Bourse contribue à une meilleure allocation des capitaux. Ainsi la liquidité des Bourses améliore les perspectives de croissance économique de long terme.

b- Deuxième facteur : diversification du risque portefeuille

En matière boursière, l'épargne investie permet aux investisseurs de diversifier leur risque de portefeuille par l'acquisition de différents titres. Ceux-ci représentent une proportion du capital ou de la créance d'une entreprise. Le principe de la diversification incite les investisseurs à acquérir des titres de projets de technologies. Ainsi, le marché boursier qui facilite la diversification du risque encourage l'innovation technologique qui affecte la croissance économique de long terme.

1. Doctorat en économie, UCLA, 1987. Professeur au département de l'économie 2005-aujourd'hui à l'Université de Brown.

c- Troisième facteur : la fonction de surveillance et de contrôle

Cette mobilisation de l'épargne auprès des différents agents sera difficile s'il n'y a pas de mécanismes de contrôle et de surveillance des entreprises. Les épargnants doivent assurer ces fonctions avant d'investir. Autrement, en présence de telle structure, les investisseurs n'assurent pas ces coûts et par conséquent sont plus disposés à investir.

En somme, la finalité recherchée étant de favoriser une meilleure allocation de l'épargne pour une croissance économique. Par exemple, dans le cas de la BRVM, ce que nous allons étudier dans le chapitre 2, la justification de sa création par la nouvelle théorie institutionnelle sous-entend une amélioration de l'allocation des ressources dans une économie, par conséquent des effets positifs sur la croissance.

1.1.2- La théorie de John Maynard Keynes à propos de la Bourse

L'économiste britannique John Maynard Keynes² rompt avec la théorie économique « classique » en affirmant la nécessité de mettre en œuvre des politiques gouvernementales innovantes. C'est pour cela qu'il nie catégoriquement la Bourse. Pour lui la Bourse est comme un concours de beauté d'une part, et pas efficiente pour l'investissement d'autre part. Sa vision à propos de la Bourse nous conduit à bien ordonner les étapes nécessaires à la synthèse lors de sa conception dans la partie 2.

1.1.2.1- Ses critiques

a- La Bourse comme théorie du concours de beauté

John Maynard Keynes a critiqué sur l'efficience de ce type de marché. Il a d'abord défendu l'idée que la « Bourse » (c'est-à-dire le marché secondaire) se compare à un « concours de beauté ». Celui-ci considère que pour gagner en Bourse, il ne faut pas investir sur l'entreprise potentiellement la plus rentable, mais sur l'entreprise dont tout le monde pense qu'elle est potentiellement la plus rentable.

2. Economiste et financier britannique (1883-1946).

Principales œuvres : La Monnaie et les finances de l'Inde (1913) ; Les Conséquences économiques de la paix (1919) ; Traité des probabilités (1921) ; Essai sur la réforme monétaire (1923) ; Les Conséquences économiques de M. Churchill (1925) ; Traité sur la monnaie (1930) ; Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936).

Citation : « ...Lorsque, dans un pays, le développement du capital devient le sous-produit de l'activité d'un casino, il risque de s'accomplir en des conditions défectueuses. », John Meynard Keynes - 1883-1946 - Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie, 1936.

L'agent achète non plus en fonction de prévisions réfléchies permettant une stricte évaluation économique. C'est pourquoi, selon lui, les formes actuelles de développement des marchés financiers se prêtent tout particulièrement à la pratique d'une spéculation intuitive pouvant se révéler dangereuse.

b- La Bourse, pas efficiente pour l'investissement

D'abord, même si la Bourse stimule les investissements, ceux-ci connaissent ses limites. Il a souligné que la facilitation des transferts financiers entre États, par exemple entre investisseurs dits du Nord et receveurs dits du Sud, est à double tranchant. Pour lui, ces IDE (investissements directs à l'étranger) sont incertains.

Une économie solide ne peut pas reposer seulement sur des investissements étrangers, particulièrement dans des zones du globe soumises à des tensions internes ou externes (guerre civile, crise politique...). Ces investisseurs pourraient être amenés à retirer brutalement leurs investissements (de peur de perdre leur argent) ce qui ferait s'effondrer brutalement l'économie locale, comme la crise à Madagascar l'a montré.

Keynes nous mentionne ensuite que le marché boursier est futile. Lorsque quelqu'un achète des actions existantes sur le marché, l'argent ne va pas directement à l'entreprise, mais dans les poches du vendeur. Ca ne stimule donc pas selon lui l'investissement.

1.1.2.2- Ses solutions proposées

A titre de rappel, le Marché boursier met en évidence l'épargne. L'investissement dépend de celle-ci à travers la Bourse. Par contre, pour John Maynard Keynes, l'épargne dépend de l'investissement. En d'autre terme, c'est la relance économique par l'investissement qui crée l'épargne. Le niveau de cet épargne doit être cependant quasi-nul pour une économie en expansion : d'où le plein emploi.

a- Croissance économique par l'utilisation de l'épargne

Il propose dans son ouvrage « Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie », dans le contexte de la crise économique de 1929, des solutions qui s'opposent radicalement à la pensée économique néoclassique incarnée par David Ricardo et Léon Walras. D'abord, il a mentionné l'existence de deux cycles. Alors, pour lui, lorsque les intentions d'épargne sont supérieures aux intentions d'investissement, il y a dépression. Lorsque les intentions d'investissement sont supérieures à celles d'épargne, il y a expansion. Et si les intentions d'investissement sont fortes, elles provoquent une production et un

revenu élevés qui stimulent l'épargne. L'ajustement épargne-investissement se produit alors à un niveau élevé de revenu et stimule les créations d'emplois et la croissance.

Selon alors la théorie, il considère d'abord que l'investissement des entreprises est déterminé par l'utilisation de l'épargne sans l'intervention d'un marché boursier. Contrairement aux classiques et aux néoclassiques, John Maynard Keynes considère que l'épargne non utilisée prolonge la stagnation économique. De plus, il considère que l'investissement des entreprises est déterminé par d'autres facteurs importants. Parmi ces facteurs sont la « demande effective », c'est-à-dire de la demande attendue par les entreprises. Ces diverses prévisions détermineront donc le volume de l'emploi offert par les entreprises.

En somme, c'est l'investissement par l'utilisation de l'épargne qui résorbe le chômage, ce qui fait augmenter le revenu global. L'accroissement de ce dernier favorise à son tour la demande effective augmentant ainsi le niveau de production. Toutes ces situations amélioreraient le niveau du PIB, ce qui aboutira à la croissance économique.

b- Préconisation de l'intervention de l'Etat

La solution proposée par Keynes est fort simple: le gouvernement devrait d'abord faire lui-même les investissements nécessaires à ramener l'économie au plein-emploi. Il préconisait qu'une véritable intervention de l'État seule peut juguler une crise. Le gouvernement peut agir de façon désintéressée, rationnelle et en fonction du long terme, grâce à ses "experts". Par ailleurs, le gouvernement devrait faire une relance économique. Dans ce cas, il stimule l'investissement privé à travers la diminution du taux d'intérêt. Une autre manière de relancer l'économie est la diminution du taux d'imposition. Ces deux facteurs favorisent la relance constituant la clé de la croissance économique.

Alors, selon John Maynard Keynes, face à la crise, les forces du marché ne peuvent faire preuve que de leur impuissance. Les dépenses de l'État doivent compenser l'insuffisance des investissements des entreprises en temps de crise. L'intervention de la puissance publique est l'un des fondements de la politique du New Deal pratiquée aux États-Unis dans les années 1930 pour contrecarrer les effets de la grande dépression due à la crise économique de 1929. La Bourse n'a rien apporté sa contribution durant ces périodes de crise.

Section 1.2- Deux visions complémentaires à propos de l'institution

La divergence d'idée ci-dessus nous pousse à étudier la théorie des institutions. Celle-ci pourrait nous aider à faire une synthèse lors de l'élaboration de la deuxième partie de cette étude.

Nous allons axer notre effort sur la base de la nouvelle théorie des institutions pour expliquer le cas d'un marché complexe telle que la Bourses dans la sous-section 1.2.1 puis voir la vision de la Banque mondiale à propos des institutions actuelle dans la sous-section 1.2.2.

1.2.1- Le cadre de la nouvelle économie institutionnelle de North

Dans cette sous section, nous allons baser notre étude sur la théorie de Douglass Cecil North³ en 1990. Selon lui, la nouvelle théorie institutionnelle est bâtie autour de la théorie du comportement humain et celle des coûts de transactions. En combinant les deux, quels rôles elles peuvent jouer dans l'économie et on comprend pourquoi les institutions existent et évoluent⁴.

1.2.1.1- Rôle des « institutions »

North définit les institutions comme les règles dans une société ou, plus formellement, sont des contraintes humaines inventées pour régir les interactions entre les hommes. Par conséquent elles structurent les incitations humaines dans les rapports d'échanges, aussi bien, économique, social ou politique.

Partant de cette définition, il donne aux institutions deux rôles dans une société. Le premier rôle est celui de réduire l'incertitude en établissant une structure stable à la vie quotidienne. Le deuxième rôle, c'est que les institutions sont utiles à la réduction des coûts d'information et de transactions.

C'est le premier rôle qui nous intéresse, c'est pourquoi, nous allons limiter notre étude sur le concept des institutions adaptées. Mais avant cela, North indique que ces institutions ne sont immuables.

3. Douglass Cecil North (né le 5 novembre 1920) est un économiste américain. Il a reçu le prix Nobel d'économie en 1993.

Principales œuvres : Institutional Change and American Economic Growth, Cambridge University Press, 1971 (avec Lance Davis); The Rise of the Western World: A New Economic History, 1973 (avec Robert Thomas); Growth and Welfare in the American Past, Prentice-Hall, 1974; Structure and Change in Economic History, Norton, 1981; Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge University Press, 1990; Empirical Studies in Institutional Change, Cambridge University Press, 1996 (avec Lee Alston et Thrainn Eggertsson); Understanding the Process of Economic Change, Princeton University Press, 2004;

4. D. C. North, Institutions, institutional change and economic performance, Cambridge University press, 1990.

1.2.1.2- Evolution des « institutions »

D'abord, lorsqu'une économie devient sophistiquée, les structures institutionnelles doivent aussi évoluer. Cela signifie que les institutions ne sont pas permanentes. Celles-ci entraînent dans leur évolution, les organisations.

Dans le jargon économique, les institutions délimitent les possibilités des choix individuels sans se substituer aux organisations. Celles-ci sont les structures où se réalisent les interactions humaines. Au sens de North, les organisations incluent des corps politiques (comme les partis politiques, le sénat, le conseil municipal), des corps économiques (entreprises, syndicats, fermes familiales et coopératives), des corps sociaux (églises, clubs et associations sportives) et des corps de l'éducation (écoles, universités et centres professionnels d'apprentissage). A ce propos, il distingue 03 niveaux de développement des marchés correspondant à différents types d'institutions :

- l'échange personnalisé entraînant des petites étendues de production et un commerce local ;
- l'échange impersonnalisé qui implique des longues distances et un commerce de culture croisée et
- les échanges de l'économie moderne.

Les institutions du premier type se focalisent sur l'homogénéité culturelle (valeurs communes). Dans le second cas d'institutions, les échanges requièrent des liens forts presque de parentés «kinship links» ou, des engagements communs «bonding» ou des codes marchands de conduite. Le troisième type constitue l'échange complexe nécessitant une organisation. Cela implique des institutions adaptées.

1.2.1.3- Mise en place des institutions adaptées

Enfin dans l'économie moderne, le troisième type, l'échange est complexe à cause du nombre élevé de contrats, conséquence d'une forte spécialisation. Pour North, une telle situation requiert l'implication d'une tierce partie qui joue le rôle d'arbitre. Cette tierce personne est indispensable pour le succès des marchés modernes, elle est représentée par des règles contraignantes : ce sont les institutions.

La mise en place des institutions adaptées favorise donc le développement de la Bourse. Alors, partant de ce principe nous allons maintenant montrer comment la Bourse peut s'expliquer par la théorie institutionnelle.

1.2.2- Vision de la Banque Mondiale à propos des institutions actuelles

La banque mondiale a publié un Rapport sur le développement dans le monde en 2002. Ce rapport évoquait essentiellement la complexité et l'inefficacité des institutions surtout dans des pays pauvres, des leçons d'expériences et enfin la nécessité d'améliorer les institutions.

1.2.2.1- Complexité et inefficacité des institutions

D'après ce rapport, la complexité et l'inefficacité des institutions sont un problème couramment rencontré. Selon alors Roumeen Islam⁵, « La complexité excessive de la réglementation est particulièrement problématique dans les pays pauvres. (...). Ce type de réglementation a pour effet d'aggraver la corruption, de détourner l'énergie et d'abaisser la productivité». Son objectif est de protéger les consommateurs et les entreprises.

Il y a donc un problème de la complexité et de l'inefficacité des institutions qui se pose fréquemment, en particulier pour les plus défavorisés des pays pauvres. C'est ainsi qu'au Mozambique il faut accomplir 19 formalités, attendre cinq mois et acquitter un montant supérieur au revenu annuel moyen par habitant pour enregistrer une nouvelle entreprise. En Australie, en revanche, il suffit de deux formalités, de deux jours et d'une somme équivalant à 2 % à peine du revenu annuel moyen par habitant pour effectuer la même opération. Pour sortir de cette impasse, il suffit de tirer des expériences probantes.

1.2.2.2- Inexistence d'un modèle universel

Dans le domaine du développement, on a tendance à prendre compte des résultats satisfaisants dans un ou plusieurs pays et à tenter ensuite de transposer la formule dans le pays en question. C'est pourquoi, Islam affirme : « En matière d'institutions, il n'y a pas de modèle universel ».

Ce rapport a remarqué qu'au début et au milieu des années 90, la Gambie et la Zambie ont tenté de mettre en place des marchés boursiers en créant des marchés des valeurs et en formant le personnel nécessaire. Les entreprises inscrites à la cote étaient cependant si peu nombreuses, et le volume de transactions si faible, que les marchés ne pouvaient générer suffisamment de commissions pour s'autofinancer. Nous pouvons alors dire que s'il n'y a pas de modèle universel des institutions, celles-ci nécessitent par contre son adaptation au pays en question.

5. Directrice du Rapport sur le développement dans le monde 2002 de la Banque Mondiale.

1.2.2.3- La réduction de la pauvreté passe par l'amélioration des Institutions

D'après ce rapport, Nicholas Stern⁶ explique, « En l'absence d'institutions efficaces, les plus démunis et les pays pauvres sont dans l'impossibilité de tirer parti de l'économie de marché ». Autrement-dit, les pays qui s'attaquent systématiquement à ces problèmes et mettent en place des structures institutionnelles adaptées aux besoins locaux peuvent accroître les revenus de manière spectaculaire et faire sensiblement reculer la pauvreté.

Une fois les institutions adaptées au pays d'accueil, toute politique de développement est possiblement réalisable. Par extension, une institution efficace favorise la création de la Bourse.

6. Economiste britannique. Ancien chef économiste et vice-président senior de la Banque mondiale de 2000 à 2003. Diplômé en mathématiques de l'Université de Cambridge, il est docteur en économie du Nuffield College (Université d'Oxford) avec une thèse sur le thé au Kenya.

Chapitre 2- Conditions tirées à partir des émergences de la Bourse en Afrique

L'objet de ce chapitre est de choisir un pays de référence pour Madagascar. Mais avant cela, nous allons tirer des leçons à partir de l'analyse de performance des Bourses en Afrique d'une part, puis choisir des échantillons d'autre-part dans la seconde section.

Section 2.1- Analyse de performance des Bourses en Afrique

Les marchés des actions et les marchés des obligations sont les premiers points à étudier suivis de la caractéristique des environnements boursiers au sud du Sahara.

2.1.1-Etude comparative

Cette analyse se base sur les marchés des actions et les marchés des obligations qui constituent les composantes principales des Bourses africaines.

2.1.1.1- Marchés des actions

L'objectif est de tirer des expériences à partir des résultats enregistrés par quelques indices boursiers clés pendant la période 2002-2006. Les outils utilisés sont le nombre de sociétés cotées, la capitalisation, le volume de transaction et le ratio de liquidité du marché.

a- Comparaison par le nombre de sociétés et la capitalisation

D'abord, la capitalisation mesure la surface financière d'une place boursière. Elle est égale au montant total des titres cotés (ou le nombre de titres ouvert au public). Or, le fait de savoir le nombre de sociétés cotées a pour intérêt de savoir quel pays attire plus d'investisseurs.

Tableau 1 : Nombre de sociétés cotées en Bourse

Stock Exchange	2005	2006
Algérie (global)	3	2
Botswana (DCI)	28	17
BRVM	35	49
Egypte (Case 30)	744	603
Ghana (global)	30	33
Kenya (20 titres)	48	44
Malawi (titres locaux)	10	11
Maurice (SEMDEX)	38	41
Nigéria (global)	214	204
Afrique du sud (global)	388	401

Stock Exchange	2005	2006
Maroc (Masi)	54	63
Mozambique (composite)	2	2
Soudan (composite)	49	52
Swaziland (global)	6	6
Tanzanie (composite)	8	8
Tunisie (Tunindex)	45	48
Ouganda (composite)	7	8
Zambie (global)	14	18
Zimbabwe (titres industrielles)	79	80
Namibie (titres locaux)	28	33

Sources : Bourses et Banques Centrales, Bloomberg, S&P, Standard Bank, Arab Monetary Fund, Pazisma Corporation

Dans notre cas, et dans le tableau présenté ci-dessus, la Bourse en Egypte, présentée en gras, tient en tête position dans le nombre de sociétés cotées suivie de celle de l'Afrique du sud et celle du Nigéria.

Par hypothèse, le nombre de sociétés cotées pourrait avoir une répercussion sur la capitalisation. Autrement dit, plus ce nombre est élevé, plus élevée est la capitalisation et probablement plus attirés sont les investisseurs à échanger leurs titres.

Tableau 2 : Capitalisation boursière, 2002-2006 en milliards d'USD, fin de période

Bourse (marché des actions)	2005	2006
Algérie (global)	0.09	0.10
Botswana (DCI)	2.43	3.94
BRVM	2.35	4.14
Egypte (Case 30)	79.51	93.50
Ghana (global)	10.09	11.88
Kenya (20 titres)	6.35	11.35
Malawi (titres locaux)	8.89	12.29
Maurice (SEMDEX)	2.66	3.54
Nigéria (global)	22.48	34.06
Afrique du sud (global)	549.31	711.23

Bourse (marché des actions)	2005	2006
Maroc (Masi)	27	49
Mozambique (composite)	-	0.10
Soudan (composite)	3.12	4.62
Swaziland (global)	0.20	0.23
Tanzanie (composite)	2.00	0.47
Tunisie (Tunindex)	2.83	4.26
Ouganda (composite)	1.85	2.42
Zambie (global)	2.46	3.19
Zimbabwe (titres industrielles)	-	4.76
Namibie (titres locaux)	0.21	0.429

Sources : Bourses et banques Centrales, Bloomberg, S&P, Standard Bank, Fonds monétaire fund, Pazisma Corporation.

En 2006, les Bourses en Afrique du Sud, en Egypte et en Nigéria, présentées en gras, constituent la majorité de la capitalisation boursière tandis que celle des autres a une capitalisation limitée, ce qui vérifie notre hypothèse précédente.

b- Comparaison par le volume de transaction

Le volume de transaction est le total des échanges effectués sur une place boursière. Les mêmes sources ont affirmé qu'en 2006, la Bourse la plus importante en termes d'actions échangés est la JSE Limited en Afrique du sud avec des transactions 312 300 000 000 USD, représentant 84,5 % du total continental. Les autres Bourses présentent chacune un montant de transaction annuel inférieur à 1 000 000 USD.

Au regard des volumes échangés et de la capitalisation boursière, il existe un rapport entre le premier et la seconde représentant la liquidité du marché ou le taux de rotation que nous allons examiner ci-dessous.

c- Comparaison par le taux de rotation

Le taux de rotation ou ratio de liquidité du Marché est le rapport de volume de transaction avec le capital en circulation. Plus le ratio de liquidité est élevé, plus liquide est le marché et plus ce dernier peut attirer des investisseurs.

Prenons par exemple la Bourse en Afrique du Sud en 2006, le montant 312 300 000 000, trouvé dans le paragraphe b ci-dessus, divisé par le montant 711 230 000 000 trouvé dans le tableau 2 donne un ratio sensiblement égal à 44%. Et d'après les résultats des paragraphes a) et b) ci-dessus, les ratios des pays restant étudiés sont évidemment inférieurs à un.

2.1.1.2- Marché des obligations

La deuxième composante principale des Bourses africaines est le marché des obligations. Les données avancées ci-dessous sont issues des banques centrales en 2007.

a- Comparaison par la capitalisation

En Afrique de l'ouest, la capitalisation de la BRVM est de 57,5 milliards USD en 2006. En Afrique australe, celle de l'Afrique du Sud a eu un encours 105,5 milliards USD à la fin 2006 loin devant celui de la CASE 11,269 milliards dollars.

Nous pouvons dire que le marché sud-africain des obligations tient encore le premier rang. L'Etat et les institutions financières sont très mobiles à mobiliser leurs ressources nécessaires au financement des industriels et socio de base.

b- Comparaison par le volume échangé ou transaction

Le marché obligataire sud-africain a enregistré une valeur de transaction de 2 024,9 milliards USD en 2007. Ce niveau de transaction dépasse de loin ceux observés à la Bourse de Maurice avec 3,5 millions USD.

En somme, la Bourse sud-africaine seule, vue la taille, le volume de transaction et de liquidité, est capable de fonctionner comme des grandes institutions. Ce pays est ouvert dans le système financier international.

2.1.2- Caractéristique des environnements boursiers au sud du Sahara

Cette sous-section sert pour commenter les autres Bourses en Afrique. Nous constatons d'après 2.1.1 que seule la Bourse sud-africaine fait une exception. Les obstacles rencontrés se situent au niveau des autres pays au sud du Sahara. Ils seront développés dans les points suivants tirés du rapport du CNUCED.

2.1.2.1- Contexte macroéconomique

Nous avons vu précédemment que pour développer un marché boursier, il est important d'améliorer le contexte macroéconomique. Sur ce contexte, dans le rapport de CNUCED intitulé « le développement en Afrique », le continent a fait des efforts de développement de l'épargne et de l'investissement avant 2007. Ces efforts connaissent toutefois des limites liées à la taille de l'économie. Alors, pour les pays au sud du Sahara à l'exclusion de l'Afrique du sud, les problèmes comme suit sont soulevés :

- La faiblesse du revenu faute de l'investissement,
- Le taux de croissance moyen est éloigné de l'objectif de 7 à 8%. Ce taux normal pourrait engager une régression de la misère,
- La fuite des capitaux constituant un manque à gagner en termes d'épargne et d'investissement,
- Le niveau des exportations reste maigre faute du niveau de production entraînant l'appel massif à des investisseurs directs étrangers (IDE).

2.1.2.2- Secteur financier

Le secteur financier est confronté à un problème d'accès au secteur bancaire. Les dépôts sont faiblement rémunérés. Les taux d'intérêt prélevés par les banques rendent coûteux le recours au crédit. L'accès aux financements à long terme et la capacité de se financer par l'endettement local sont limités.

De plus, le faible nombre d'instruments de portefeuille disponibles freine aussi l'expansion des marchés de capitaux en Afrique. En outre, ces marchés de capitaux sont handicapés par le manque de transparence de la politique monétaire et par l'inexistence de seconds marchés.

Le secteur financier est confronté aussi à un problème de liquidité tel que la faiblesse des transactions et la taille des marchés est réduite: exemple : 56 entreprises cotées au Kenya, et 21 au Ghana.

2.1.2.3- L'environnement juridique et réglementaire

L'appel massif à des investisseurs directs étrangers (IDE) en Afrique est confronté à des problèmes comme suit. D'abord, l'environnement juridique et réglementaire est archaïque. Ensuite, les investisseurs étrangers accordent une confiance limitée dans le règlement des litiges. Enfin, les banques excluent la grande partie de la population par crainte de défaillances.

Par ailleurs, malgré la taille de l'économie informelle, les circuits financiers officiels ne tiennent généralement pas compte du secteur informel. Comme ces entreprises ne sont pas enregistrées, les banques prévoient des coûts de filtrage et de surveillance accrus.

2.1.2.4- Cadre fiscal

Concernant le cadre fiscal, celui-ci est inadapté en Afrique. L'Administration fiscale est faible et bureaucrate. Elle ne facilite pas le développement économique et financier.

Les réglementations fiscales et les taux d'imposition sont souvent perçus comme des entraves aux activités économiques en Afrique. Cela entraîne des niveaux élevés d'évasion fiscale et de corruption.

2.1.2.5- Autres obstacles rencontrés

Les problèmes suivants provoquent la volatilité des cours : la faible diversification des branches ; l'instabilité politique et l'insuffisance informationnelle comme le manque de systèmes fiables et efficaces, le manque de règlement et de livraison, le manque de technologies et de qualifications.

Section 2.2- Choix des échantillons

Dans cette section, nous allons prendre comme échantillon les Bourses suivantes : celle dans la zone Francophone comme la BRVM et celle de l'Afrique du Sud, pays Anglophone.

2.2.1- Zone francophone dans l'UEMOA : facteurs d'émergence de la BRVM

Cette sous-section montre que la création de la BRVM n'est pas un simple phénomène de mode. Au contraire, il s'agit d'une initiative qui repose sur une croissance économique réelle et potentielle et une option libérale des économies. L'UEMOA prévoit, dans son traité constitutif du 14 novembre 1973, la création d'un marché financier organisé.

Principalement, au plan de la politique monétaire, des réformes globales du marché monétaire ont été adoptées. Parmi ces réformes sont la mise en œuvre des systèmes de réserves obligatoires pour les banques et la libéralisation des taux. Au plan économique et institutionnel, les réformes ont porté surtout sur une harmonisation du droit des affaires, et la création de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM). Par ailleurs, un certain nombre de faits ont servi de motifs à la création de la BRVM. Il s'agit de :

- facteurs économiques (niveau du revenu national et niveau de l'épargne),
- facteurs institutionnels (option libérale et de marché) et
- l'inadéquation du système financier existant.

Nous allons montrer brièvement comment ces trois facteurs peuvent favoriser sa naissance. Puis, nous présentons le cadre sur lequel s'est fondée la BRVM.

2.2.1.1- Les facteurs économiques

Selon Keynes : « la croissance économique a pour conséquence une augmentation du niveau de revenu national. En réponse à cette augmentation du revenu, la consommation croît d'une valeur inférieure à l'accroissement du revenu ». Ainsi, la proportion du revenu non consommé constitue une épargne domestique à la recherche de rentabilité.

Parallèlement, l'augmentation de la consommation a pour conséquence l'accroissement des besoins en fonds. Les agents disposant d'une épargne et les agents en quête de fonds vont tous se tourner vers le système financier. La zone de l'UEMOA n'a pas négligé ces étapes théoriques. C'est pourquoi, elle a pu réaliser une amélioration d'une épargne nette domestique (tableau 3).

Tableau 3 : Croissance économique en zone UEMOA

Caractéristiques	Conclusions - Sources
L'existence d'une croissance économique	La croissance économique réelle dans la zone UEMOA était de l'ordre de 6,2%. <u>Source</u> : BCEAO, 1999.
L'existence d'une épargne nette domestique	Plus de 30 milliards de FCFA d'épargne pour environ 200.000 personnes dans l'espace UEMOA. (1 USD = 555 FCFA) <u>Source</u> : BCEAO, 1994.

Ce tableau marque qu'il n'y a aucun doute quant à l'existence d'une demande en capitaux pour faire face à l'accroissement de la production d'une part et, quant à une offre d'épargne à la quête de meilleures opportunités de placement d'autre part.

2.2.1.2- Les facteurs institutionnels

Ce second fait majeur de la création de la BRVM, qui montre les nouvelles options de politiques économiques, est le changement significatif de l'économie dans les pays de l'UEMOA. Il a pour point de départ les programmes d'ajustement structurel sous l'impulsion de la Banque Mondiale et du FMI. Dans ce paragraphe, deux points catalysent la création d'une Bourse. Ces points sont la politique de taux et les privatisations.

a- La mise en œuvre de la politique de taux de l'ajustement

Par la manipulation des taux d'intérêt, et si ceux-ci se forment en dessous de leur niveau d'équilibre, une telle situation tend à décourager l'épargne. Le montant de l'offre de capitaux destinés au financement se réduit. Il en résulte une situation de sous investissement qui est de nature à hypothéquer la croissance de long terme.

De ce fait, la politique monétaire et financière de l'ajustement prône la levée du contrôle du taux de change et une monnaie flottante comme la dévaluation du FCFA en 1994. Les taux doivent refléter les conditions de l'offre et de la demande et permettent la liberté de mouvement des flux des investissements à l'intérieur et à l'extérieur des pays.

b- La mise en œuvre de la privatisation

Selon le Centre de développement de l'OCDE, dans son « repère n°14 », les pays francophones, membres de l'UEMOA, ont été les premiers⁷ à se mettre aux opérations de privatisation. L'agriculture, les industries extractives et manufacturières, le BTP, les services commercialisables et l'énergie sont touchés par le programme de privatisation. Les Administrations de ces pays sont conscientes de l'inefficacité des entreprises publiques. Cela tient à ce que les entreprises de services publics agissent en faveur des ménages de quelques dirigeants d'une part, et sont un instrument primordial des politiciens d'autre part.

Alors, en Côte d'Ivoire, d'après l'OCDE, une fois CI-Télécom restructurée et privatisée, en 1997, trois opérateurs de téléphonie mobile ont fait leur apparition sur le marché. Entre 2001 et 2004, les coûts d'exploitation par ligne ont pratiquement chuté de moitié et le chiffre d'affaires a augmenté de 70 pour cent. Le but est de promouvoir une économie de marché régulée par le jeu de l'offre et de la demande.

2.2.1.3- L'inadéquation du système financier

La crise de la dette des années 1980, caractérisée par le problème de solvabilité, a suscité les banques à limiter leur prêt au profit des agents à besoin de financement. Cette situation entraîne une surliquidité et ensuite une baisse des taux d'intérêt sur l'épargne dans la zone de l'UEMOA. Or celle-ci et les besoins de fonds peuvent se multiplier face à une croissance économique entraînant le problème de financement de l'économie.

Dans ce contexte d'inadéquation du système financier, la diversification des sources de financement et de placement d'épargne apparaît comme une nécessité. La création d'une Bourse est parmi les solutions. C'est pour cela que nous allons montrer les mécanismes financiers favorisant la création de la BRVM de l'UEMOA.

7. La Côte d'Ivoire, le Mali, le Niger et le Togo.

a- Les caractéristiques du système financier de l'UEMOA avant la crise de la dette

Le système financier avant la crise de la dette se caractérisait par :

- une banque centrale très dépendante des Etats et des banques nationales de développement, chargées du financement des infrastructures,
- des banques de développement communautaires, comme la Banque Africaine de Développement (BAD) et Banque Ouest Africaine de Développement (BOAD),
- des banques commerciales, groupes bancaires français chargées essentiellement du financement à court terme des entreprises privées et des services financiers.

b- Les conséquences de la crise de la dette

La crise de la dette a engendré des effets qui ont remis en cause la cohérence du système financier dans la zone UEMOA. En effet, premièrement, les banques nationales de développement et de certaines banques commerciales privées et publiques ne résistent plus au choc de la crise. Par contre, BAD et la BOAD, ont survécu à la crise.

Deuxièmement, les banques dans leur ensemble ont opté pour une politique de crédit très sélective et très restrictive à l'égard des Etats et des entreprises. Par exemple, selon Mr Boni YAYI⁸, celle-ci limite ses interventions directes sous forme de prêts qui ne peuvent pas dépasser 50% du coût total hors taxes du projet en quête de financement. Cette limitation excessive des concours de crédits à l'économie a permis à la création d'une surliquidité des banques. La dévaluation du franc CFA en 1994 contribue aussi à un retour massif de l'épargne placée hors de la zone UEMOA, et augmente ainsi le montant de l'épargne placée dans les banques à domination française.

Ainsi, pouvons-nous dire que l'économie de la zone UEMOA dépend des groupes bancaires français d'une part, et que les institutions financières ne peuvent pas résister aux chocs d'autre part. Une autre crise autre que celle de la dette apparaît. Cela signifie un manque de compatibilité entre l'économie en général et le système financier.

c- Les réformes face à l'inadéquation du système financier

Les réformes se sont fondées sur des principaux aspects. D'abord, on a recomposé le paysage bancaire en réduisant le monopole français par l'émergence de groupes africains la « Bank of Africa ». L'autre réforme concerne la naissance de la société à capital-risque (CAURIS investissement de la BOAD), de la société de crédit-bail (SENIVEST du Sénégal et SOBFI du Burkina) et, la mise en place du fonds de garantie (Fonds Gari créé par la BOAD).

8. Président de la BOAD en 1998.

Ce type de financement des investissements ou le renforcement de capitaux propres des entreprises est cependant limité. Par conséquent, le marché boursier dans la zone UEMOA apparaît comme une solution complémentaire car il peut garantir les entreprises en capitaux propres. Face à ces conditions qui ont précédé la création de plusieurs marchés boursiers dans le monde, il apparaît clairement que les mêmes conditions ont été remplies avant la création de la BRVM.

2.2.2- Pays anglophone : expériences de l'Afrique du Sud

Conscient du rôle de la Bourse sur l'économie et vice-versa, l'Afrique du sud a développé en premier lieu le secteur tertiaire à travers les services bancaire et financier et en second lieu le secteur secondaire à travers la promotion des industries manufacturières. Ces domaines d'activité sont considérés comme les secteurs d'activité prioritaire.

2.2.2.1- Sur le plan financier

Le système bancaire et financier Sud-africain est spécifique par rapport à ceux des autres Etats africains. D'une part, il est caractérisé par un libéralisme. Il n'existe pas de banques commerciales à capitaux d'Etat. Cela peut inciter les opérateurs étrangers à utiliser leurs capitaux dans ce pays. Il existe aussi une banque centrale indépendante du gouvernement, dénommée South African Reserve Bank qui dispose d'une réelle autonomie en matière de politique monétaire. D'autre part, sur le plan normatif, il existe une institution chargée de la formulation et de la coordination de politiques visant la régulation financière et l'information du ministre des Finances. Elle se charge de la régulation financière avec la mise en conformité avec les normes internationales, de la recherche de la stabilité financière en liaison avec les mesures édictées au niveau international, ainsi que de la protection des investisseurs et les déposants. A ce titre, il s'implique dans un processus national de diffusion des pratiques de bonne gouvernance des entreprises.

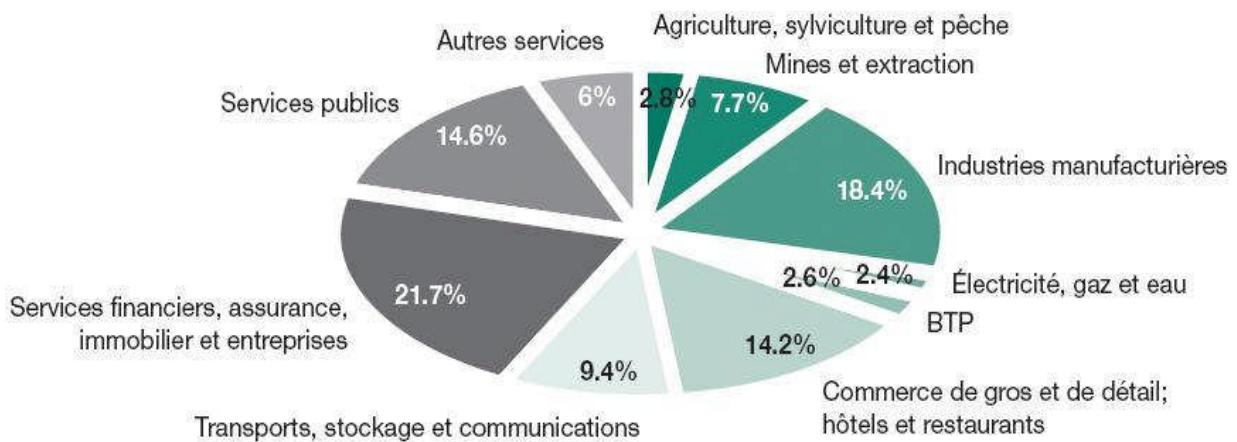
Face au développement d'instruments financiers, le pays trouve l'indispensabilité de la protection et de l'information de la clientèle, de veiller à l'intégrité de l'industrie des services financiers et de lutter contre la criminalité financière. A cet effet, il possède un système composé de deux textes de base dont l'un est destiné pour protéger l'investisseur, et l'autre destiné pour faciliter l'innovation financière. Et enfin, le pays dispose d'un Centre destiné pour la lutte contre le blanchiment d'argent. En somme, le système est donc apparemment sécurisé, qui s'appuie sur une législation bancaire complète et une supervision effective des autorités de tutelle.

2.2.2.2- Sur le plan industriel

Les conséquences de ces initiatives sont bonnes et florissantes au niveau de l'industrialisation. C'est pourquoi on compte 26 le nombre des banques, plus 15 filiales et 30 agences de banques étrangères à la fin 2003 sans compter le nombre des sociétés d'assurances et les intermédiaires financiers constitués par les caisses de retraite, sociétés amicales et fonds communs de placement. Le secteur financier non bancaire, quant à lui, est très actif. Les institutions collectant l'épargne sont diversifiées comme les Fonds de pension et les compagnies d'assurance vie.

Par ailleurs, l'Etat sud africain est très actif en terme économique. Plusieurs sociétés de développement appartiennent à l'Etat dont la plus importante est la Development Bank of Southern Africa. Ces sociétés appuient le développement des entreprises à travers le financement des capitaux nécessaires aux investissements. Il existe aussi un Cadre national de politique industrielle qui est un dispositif conçu pour encourager et pour diversifier les exportations en visant des secteurs prioritaires comme l'industrie manufacturière.

Figure 1 : Ventilation sectorielle du PIB sud-africain en 2006 (en %)



Source : <http://www.cairn.info/revue-afrique-contemporaine-2004-2-page-119.htm>

D'après ce schéma, les domaines d'activités prioritaires contribuent à une amélioration du niveau du PIB sud-africain. Cela fait une répercussion sur le niveau du revenu et celui de l'épargne.

2.2.2.3- Sur le plan budgétaire

L'Afrique du Sud à travers le Trésor public possède une politique standardisée appelée « Décisions de politique budgétaire à moyen terme ». Ce standard permet de choisir ou reprendre les priorités du cadre macro-économique adopté auparavant. Ces priorités sont relatives à des finalités comme suit : pousser la croissance économique et l'emploi et aider les groupes marginalisés à intégrer l'économie formelle en fournissant les infrastructures physiques nécessaires

Par ailleurs, le pays met en œuvre un concept d'une meilleure gestion des finances publiques. Celle-ci lui permettrait à une augmentation des recettes fiscales, en particulier à l'aide de l'impôt sur le revenu des personnes physiques. Ces réformes ont élargi l'assiette fiscale, permettant de réduire l'imposition sur les sociétés. Il pratique aussi un système fiscal simplifié nécessaire pour encourager les déclarations de revenus.

En somme, l'Afrique du Sud a une institution adaptée sur tous les plans. Ce pays possède alors tous les atouts nécessaires pour développer un marché boursier.

Chapitre 3- Conditions tirées à partir du cas malgache

L'importance de ce chapitre est de voir dans la dernière section les forces et les faiblesses du système financier malgache. Mais, avons d'abord notre étude sur l'analyse des acteurs du système financier dans la section 3.1 suivi de celle du marché financier existant dans la section 3.2.

Section 3.1- Les acteurs du système financier

Vers la fin des années 90, l'ouverture du secteur bancaire à la concurrence a permis la création de la première banque privée à capitaux malgaches, la banque INVESTCO. En 2001, la CSBF a suspendu les activités de cette banque pour non-respect des normes prudentielles.

De même, suite à des privatisations successives des banques, entraînant une domination du secteur bancaire par des capitaux étrangers, l'Etat a créé une banque dénommée Banque de Solidarité Malgache (BSM) en réponse aux problèmes liés à la difficulté pour les PME malgaches d'accéder au crédit bancaire. Fonctionnelle depuis 2002 mais confrontée à un problème financier, elle est cédée à un investisseur chinois, d'où une nouvelle dénomination « Banque Internationale Chine Madagascar ».

Tout cela signifie que toutes les tentatives de développer une banque à capitaux majoritairement malgaches se sont soldées par un échec. Maintenant, nous allons voir les, acteurs du système financier malagasy.

3.1.1- La Banque Centrale et la CSBF

Pour commencer, la privatisation des banques et l'ouverture à la concurrence sont accompagnées de la réforme des statuts de la BCM. La loi n°94-004, confère une personnalité morale à la BCM et lui attribue une autonomie financière. Ce qui nous intéresse dans sa mission c'est son indépendance en matière de la politique monétaire. Dans cette conduite, elle peut intervenir pour alimenter ou fonctionner des liquidités du système monétaire, cela peut se faire de différentes manières, mais notons deux échantillons : la fixation du taux d'intervention de la BCM et la prise **en** pension des titres émis par le Trésor (taux d'escompte), ou des emprunts auprès des établissements bancaires.

Concernant le marché de valeurs mobilières, elle se charge de l'autorisation préalable pour toute émission publique de valeurs mobilières à Madagascar. Cette mission est normalement dévolue à une autorité de surveillance d'une bourse de valeurs (Commission des Opérations de Bourse).

Quant à la CSBF (Commission de supervision bancaire et financière), elle est une autorité chargée de la réglementation bancaire. Elle délivre les agréments des banques et elle a également la faculté de suspendre l'agrément accordé à une banque ou une institution financière placée sous son contrôle. Elle effectue un contrôle des établissements de crédits. Outre la création de la CSBF, une innovation concerne aussi à 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.

3.1.2- Les établissements bancaires

Les établissements dominant sont les banques commerciales, les banques spécialisées en microfinance, les banques d'affaires et le microcrédit. Dans des pays en développement, la plupart du secteur financier **a** des caractéristiques similaires. Ces caractéristiques concernent une faible gamme d'institutions financières et un problème d'accès au crédit.

Malgré les problèmes d'accès au crédit, la microfinance est très développée à Madagascar. Elle constitue pourtant un élément central de la politique gouvernementale. Ce secteur est considéré 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. Elle leur permet aussi de développer leurs revenus et de créer des emplois. Deux banques territoriales sont spécialisées en microfinance : AccèsBanque Madagascar (filiale d'AccessHolding) et Microcred Banque Madagascar (filiale du groupe MicroCred).

3.1.3- Les acteurs non-bancaires

Madagascar dispose d'une gamme d'institutions financières plus restreinte que d'autres pays d'Afrique subsaharienne dotés, par exemple, des établissements à capital risque, de sociétés de crédit-bail, d'un vaste réseau d'institutions d'épargne.

3.1.3.1- Le capital risque

Les activités de capital-risque complètent les activités des banques commerciales. Les sociétés de capital-risque ont pour activité principale la prise de participation minoritaire dans des sociétés commerciales ou industrielles.

Pour Madagascar, la plupart des entreprises malgaches sont sous capitalisées. La situation a été aggravée par les crises à Madagascar. En plus, d'après la Direction Générale des Impôts en 2004 dans son « Revue d'Information Economique », le nombre de sociétés de capital-risque est limité⁹. Les principaux établissements qui fournissent des fonds propres aux entreprises sont la Financière d'Investissement ARO (FIARO) et la Société Nationale de Participation (SONAPAR) au capital de Ar 860 000 000 seulement.

Pour SONAPAR, sa participation est bornée au niveau des entreprises déjà appartenant à l'Etat comme l'AirMad, ARO, NY HAVANA et la SIRAMA. Pour FIARO, même si elle bénéficie de l'appui de l'AFD, sa participation ne peut cependant être que minoritaire. Son portefeuille comprend quelques sociétés de grande notoriété comme ORANGE, BMOI et Equip-Bail. La mise en place d'un marché financier pourrait alors accélérer le développement des sociétés à capital-risque.

3.1.3.2- Les établissements d'épargne contractuelle

Le secteur des assurances malgache est oligopolistique avec 2 compagnies étatiques (ARO et NY HAVANA). Elles ont une politique d'investissement. Ces investissements se font traditionnellement en BTA, effets commerciaux et effets négociables à court terme. Ces réserves sont placées essentiellement sur le marché de BTA et en dette à terme. Pour assurer l'optimisation grâce à la diversification de leur portefeuille, une nouvelle loi permettant la création de fonds de retraite complémentaire a été adoptée en 2004. Désormais, ces sociétés peuvent gérer un système de retraite par capitalisation. Ce système consiste à collecter les cotisations des clients et à placer les fonds sur le long terme. L'absence de marché des actions limite leur marge de manœuvre.

9. A Maurice par exemple, le système financier mauricien comporte de nombreuses institutions spécialisées telles que : La Mauritius Venture Capital (capital risque) ; La State Investment Corporation Ltd qui gère le portefeuille de l'Etat et réalise des opérations de capital-risque ; La Mauritius Leasing Company Ltd qui offre des produits de leasing ; Le Development Bank Of Mauritius qui fournit des prêts à petite échelle et à taux réduite.

Contrairement, au système de retraite par capitalisation, la CNAPS utilise un système de retraite par répartition, les fonds de retraites collectés (versés par les entreprises) servent de payer la pension des personnes à la retraite. Sa capacité d'investissement dépend de sa qualité de service rendant un impact positif sur le volume de cotisations versées par les salariés. Compte tenu de sa large implantation, cet organisme pourrait devenir un important instrument de mobilisation de l'épargne mais comme toujours, l'absence de marché des actions limite sa marge de manœuvre.

3.1.4- Le crédit-bail et le microcrédit

Le principe consiste à l'achat par la société de crédit-bail un bien mobilier ou immobilier au lieu et place d'une société désirant accroître ses capacités de production suivie d'une promesse unilatérale de vente en fin de contrat. Ce sont l'Equip-bail, filiale de la BOA, et la BNI qui ont démarré cette activité respectivement en 2000 et 2007. Cette forme de crédit aura tendance à se développer compte tenu de la structure des entreprises à Madagascar caractérisées par une faible capitalisation.

Quant au microcrédit, le taux de recouvrement varie d'un réseau à l'autre. Le secteur est caractérisé par la diversité des réseaux et leur spécialisation, certains réseaux opèrent en milieu rural (CECAM, OTIV) tandis que d'autres en milieu urbain (SIPEM) avec des prêts aux petits commerçants et artisans. L'envergure de ces institutions et leur taux de couverture sont cependant limités.

Section 3.2- Les marchés financiers existant

3.2.1- Le marché des bons de Trésor (BTA)

Dans cette sous-section, nous allons écarter la Procédure d'émission des bons de Trésor, le processus d'adjudication ainsi que régime fiscal des BTA. Dans ce type de marché, il y a le marché primaire et le marché secondaire.

3.2.1.1- Le marché primaire des BTA

Le marché primaire est le marché des nouvelles émissions où les émetteurs placent des titres auprès des souscripteurs. Les intervenants dans ce marché comprennent le Trésor (émetteur), les souscripteurs éligibles à ce marché, des intermédiaires agréés, des souscripteurs éligibles (institutions financières, investisseurs institutionnels et entreprises) et enfin la Banque Centrale, chargée d'assurer le dépouillement des offres et l'inscription en compte des transactions sur bons du Trésor entre opérateurs du marché.

3.2.1.2- Le marché secondaire des BTA

Les intervenants dans ce marché secondaire sont :

- les entreprises qui ont des excédents en trésorerie et les épargnants qui ont des fonds à investir et envisagent de les placer en bons de Trésor ;
- les entreprises ou les personnes qui sont en possession de bons de Trésor et qui ont besoin de liquidité ;
- les intermédiaires de marché qui ont pour rôle d'animer ce marché par la mise en contact de l'offre et de la demande sur le marché secondaire des bons du Trésor, ou en se portant eux-mêmes contrepartie en vue d'assurer la liquidité du marché ;
- la Banque Centrale dans le cadre d'opérations d'open market.

3.2.2- MADABOURSE, une initiative récente

L'initiative de Madabourse est destinée à offrir des opportunités aux actionnaires individuels, obligés de céder leurs actions dans des conditions peu favorables lorsqu'ils décident de les vendre. L'adhésion à Madabourse était libre. Le marché organisé était libre. Le marché n'imposait aucune contrainte aux sociétés en matière d'information. L'association se contentait de recueillir les rapports financiers certifiés de ces sociétés.

3.2.2.1- Les contraintes sur les offres de titres

- Faible intérêt des dirigeants des sociétés à l'égard du marché financier à cause du manque d'un cadre juridique claire ;
- Des grandes sociétés contrôlées par les capitaux étrangers : la majorité des grandes sociétés sont des filiales de sociétés multinationales, par conséquent les problèmes de financement ne semblent pas constituer un souci majeur ;
- Culture d'entreprenariat inadaptée : un certain nombre d'entrepreneurs individuels ne considèrent pas le fait de s'associer comme un atout mais plutôt comme une contrainte.

3.2.2.2- Les contraintes sur la demande de titres

- Obstacles culturels et psychotiques : mauvaise perception des risques liés au marché, méfiance envers les entreprises en raison du manque de transparence de ces dernières, l'image de la Bourse souvent liée à la crise de 1929 ;

- Culture de placement en titres insuffisante : malgré l'ancienneté relative du marché de BTA, seuls quelques individus avertis et fortunés ont accès à ce marché ;
- Fiscalité pénalisante : la fiscalité sur les placements en valeurs mobilières reste élevée et peu attractive. En effet, le taux de l'IRCM est de 15% pour les personnes physiques et 25% pour les personnes morales, alors que, les plus values sont taxées à 22%.

Section 3.3- Diagnostic du système financier

Cette section essaie de nous dévoiler les forces et faiblesse du système financier.

3.3.1- Les forces

Les forces du système financier concernent essentiellement les avantages que le pays peut exploiter.

- Le système bancaire malgache s'est modernisé grâce à l'utilisation de la technologie de l'information et de la communication et l'installation des distributeurs automatiques de billets ;
- Les perspectives de développement du crédit-bail permettront certainement de favoriser le financement à moyen terme des équipements des entreprises ;
- Le développement du capital-risque favorise la création d'un marché financier ;
- La multiplication, la diversification des institutions de collectes d'épargne (institution mutualiste, fonds de retraite complémentaire) ainsi que le dynamisme du secteur microfinance entraîneront sans doute une recherche de diversification des placements. C'est un facteur favorable à la création d'un marché d'instruments financiers nouveaux.

3.3.2- Les faiblesses

D'abord, le système financier malgache repose sur quelques banques de dépôt dont la contribution au financement à long terme des entreprises reste limitée. Il y a une prédominance des crédits à court terme (80%) et ceux-ci sont concentrés sur le secteur commercial. Ensuite, il y a des problèmes d'accès au crédit parce que :

- Les grandes entreprises sont parfois les seules bénéficiaires des crédits ;
- Les banques sont réticentes à accorder des crédits aux MPE / PME malgaches.

Devant ces situations, la majorité, représentée par les petits agents économiques qui disposeraient en milieu rural d'une épargne substantielle, ne peuvent pas être captée par le système financier. De ce fait, Madagascar ne peut pas envisager de croissance à long terme durable sans la participation active de la majorité.

Enfin, en l'absence d'un marché financier, les établissements bancaires sont peu enclins à encourager leurs clients à placer leur épargne sur le moyen et long terme, par conséquent les dépôts des clients sont essentiellement à vue. Une partie des liquidités bancaires et des fonds collectés par les institutions à capacité de financement comme la CNAPS, les Compagnies d'assurance, la Caisse d'épargne, sont placés essentiellement sur le marché de BTA. En plus de cela, le système bancaire reste peu compétitif. Les causes sont nombreuses, mais nous tentons de citer que les suivants :

- Le rôle de l'Etat est ambigu;
- Il y a relativement peu de création de nouvelles banques depuis les 5 dernières années, on a assisté à la création de la BSM (devenu BICM);
- Il n'y a pas assez de diversification et spécialisation (foncier, immobilier...) ;
- La hausse du taux directeur est souvent répercutée rapidement par les banques commerciales ;
- Le marché monétaire est limité à l'émission de BTA. Le marché secondaire est peu actif. Les produits financiers n'existent pratiquement pas. Aussi, le Trésor Public est le seul acteur qui bénéficie de la mobilisation de l'épargne à court terme.

CONCLUSION

Au terme de cette première partie, pour la création d'un marché boursier, on distingue deux types d'approche : d'une part, une approche pragmatique qui consiste à créer un marché organisé avec peu de sociétés au départ et promouvoir une culture de risque, et d'autre part, une approche institutionnelle qui consiste à mobiliser l'assistance technique des pays développés pour mettre en place une législation et à effectuer des études de faisabilités en mobilisant les moyens nécessaires. Nous constatons que l'adoption de l'une ou de l'autre approche dépend de la culture du pays. Quoiqu'il en soit, les points suivants devraient être pris en compte en faisant la synthèse de la première partie :

Des institutions adaptées à la réalité du pays :

L'intégration des marchés de capitaux implique des législations et des normes nationales dans toutes les matières relevant de l'environnement boursier. Il apparaît qu'il convient aussi de mettre en place des institutions adaptées aux échanges économiques. Le paragraphe suivant vise à montrer comment faire pour entraîner la hausse de l'indice boursier qui, à son tour, attire l'épargne.

Des macroéconomiques en bonne santé :

Le niveau du PIB devrait être appréciable, et la maîtrise de l'inflation permettrait de faire baisser les taux d'intérêt et de rehausser les cours des actions. Ils sont complémentaires car l'épargne dépend de la stabilité du taux d'inflation. Les investisseurs peuvent planifier leur activité dans une économie parfaitement stable.

L'adoption d'une politique libérale :

L'Etat, toujours en position dominante, s'engage à promouvoir la confiance des investisseurs privés en créant la concurrence à travers la libéralisation de l'économie. La Banque Centrale n'intervient pas aussi sur la politique financière. De plus, cette adoption nécessite la levée des contrôles de change et de l'harmonisation des systèmes de paiements pour permettre la circulation fluide des capitaux et leur allocation efficace.

L'amélioration des autres environnements boursiers :

Enfin, les conditions suivantes sont non négligeables pour créer un marché financier : le public cible devrait être formé et sensibilisé ; quelques entreprises d'une certaine notoriété sont prêtes à céder une partie de leur capital à des investisseurs ; des agents économiques à besoin de financement sont au courant et prennent compte de l'existence et de la nécessité de ce type de marché.

DEUXIEME PARTIE :

**MADAGASCAR, VERS L'ESSOR D'UN MARCHE
BOURSIER**

INTRODUCTION

Dans cette deuxième partie, nous allons focaliser notre étude sur le cas malagasy. Le pays à ses spécificités. Mais la conclusion de la première partie nous a recommandé l'exercice des quatre points essentiels.

La question se pose alors : est-il possible d'adopter ces quatre points cités ci-dessus en même temps. Pratiquement, le pays a adopté la politique libérale depuis l'avènement de la PAS. Mais, vue de loin, la situation macroéconomie actuelle semble être en mauvaise santé face à laquelle l'installation d'un marché boursier n'est pas encore favorable. Un tel doute mérite un éclaircissement. Pour se faire, nous allons voir, dans le premier chapitre, détecter le fond réel des problèmes en faisant sortir un bilan ; et, dans le second chapitre, nous passons à la phase de simulation qui consiste à préparer le terrain et à faire un calcul de prévision.

Chapitre 1- Analyse des contraintes

Ce chapitre va nous dégager le bilan pour savoir exactement s'il y a un blocage économique à Madagascar. Pour ce point, nous allons voir les efforts mis en œuvre par l'Etat y compris ses résultats.

Section 1.1- Efforts mis en œuvre

Dans cette section, notre analyse se fait à partir des politiques macroéconomiques et les politiques d'investissement mises en œuvre par l'Etat.

1.1.1- Politiques macroéconomiques

1.1.1.1- Politique budgétaire

En 2010, Madagascar a adopté une politique de rigueur budgétaire à cause de la diminution des recettes. C'est le ralentissement de l'économie réelle qui a ramené la part des recettes publiques à 11,4% du PIB contre 12,1% en 2009.

Tableau 4 : Opérations financières de l'État (en % du PIB)

	2002	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Recettes totales (avec dons)	10,2	16	17,5	12,1	11,4	11,3	11,0
Dépenses totales (et prêts nets)	15,7	18,7	19,5	14,6	13,0	12,6	12,2
Solde global (ou Balance budg.)	-5,5	-2,7	-1,9	-2,5	-1,6	-1,3	-1,2

Source : INSTAT (calculs des auteurs pour les estimations (2010) et les prévisions (2011-2012)).

Il y avait une baisse des recettes fiscales. Les prévisions nous montrent qu'il y a encore une décrue des recettes dans les années 2011 et 2012. Ce qui pousse l'Etat à diminuer ses dépenses : 12,2% en 2012 contre 19,5% en 2008. Cette politique d'austérité a permis de contenir le déficit budgétaire global à 1,6 % du PIB. Donc, en 2009 et 2010, l'État a compensé la baisse de ses recettes extérieures en réduisant ses investissements.

1.1.1.2- Politique monétaire

Selon le rapport économique du PNUD relatif à Madagascar in « Perspectives économiques en Afrique 2011 », la Banque Centrale de Madagascar (BCM) mène une politique monétaire prudente, qui a limité l'inflation à 9,6 % en 2010, contre un taux anticipé de 13,6 %. La BCM a laissé son taux directeur à 9,5 %, et le taux des réserves obligatoires des banques commerciales à 15 %, niveau inchangé depuis 2004.

L'inflation relativement faible s'explique non seulement par les interventions de la Banque centrale, mais également par l'atonie de l'activité économique, qui se traduit par

une contraction de la consommation et de l'investissement à la fois dans le secteur public et dans le secteur privé. La BCM maintiendrait certainement cette politique monétaire prudente dans les prochaines années vu l'évolution des cours du pétrole et du riz d'une manière incertaine après les fortes flambées récentes.

1.1.2- Politiques d'investissement

1.1.2.1- Investissements publics

Les textes relatifs aux lois de finances sont notre outil d'analyse. Nous allons alors analyser les évolutions des dépenses publiques à travers les Programmes d'investissement public.

Tableau 5 : Répartitions sectorielles du PIP pendant les périodes stables

SECTEUR	Total investissement 2006 1 283,6 milliard d'Ariary	Total investissement 2007 1 417,5 milliard d'Ariary	Total investissement 2008 1 624,3 milliard d'Ariary
Productif	19,3%	18,7%	19,2%
Infrastructure	45,0%	40,5%	41,1%
Social	19,2%	29,3%	23,5%
Administratif	16,5%	11,6%	16,2%
TOTAL	100,0%	100,0%	100,0%

Sources : Lois des finances 2006, 2007, 2008

D'après ce tableau, nous pouvons dire que l'Etat focalise tous ces efforts dans le secteur infrastructure. L'instauration des pôles de croissance dans les régions sensibles, la réhabilitation des ports, la réhabilitation des routes et la promotion de la télécommunication étaient parmi les priorités de l'Etat.

Tableau 6 : Répartitions sectorielles du PIP pendant des années de crises

SECTEUR	Total investissement 2011 1 251,9 milliard d'Ariary	Total investissement 2012 697,0 milliard d'Ariary
Productif	16,5%	26,2%
Infrastructure	31,7%	33,6%
Social	32,1%	27,5%
Administratif	19,7%	12,7%
TOTAL	100,0%	100,0%

Sources : Lois des finances 2011, 2012

D'après ce tableau, nous avons deux remarques à faire. L'un concerne les montants du PIP qui sont fortement réduits par rapport à celui dans les périodes stables. L'autre concerne le fait de privilégier le secteur social pour soutenir la population victime de la crise. Les dépenses en infrastructure tient une deuxième position mais avec un montant limité faute des financements extérieurs. Les actions de l'Etat se focalisent alors essentiellement sur les dépenses sociales en pénalisant le secteur productif.

1.1.2.2- Investissements privés

La lutte contre la pauvreté, telle est la finalité de la stratégie nationale depuis 2002. Elle nécessite la recherche d'une croissance économique forte et équitable avec un haut niveau d'emploi. De ce fait, le Gouvernement a mis en œuvre une politique de développement de PME à travers les Chambres de commerce et des métiers.

Par ailleurs, pour avoir ce plein emploi, l'Etat a mis en évidence deux moteurs de croissance. Primo, l'intensification des activités agricoles qui concentrent environ 70% de la population malgache, secundo, l'extension des activités manufacturières à forte intensité de travail. Pour se faire, il a mis en œuvre la politique nationale de promotion des investissements et la recherche de partenariat.

a- Promotion des investissements

Dans cette perspective, l'Etat entend lancer une industrialisation à grande échelle visant à stimuler le décollage des entreprises locales. Les mesures facilitant le développement de la microfinance ont été prises pour appuyer les MPE, les PME et l'artisanat. Concernant la promotion des grandes entreprises, le Gouvernement privilégie des domaines prioritaires pour favoriser l'implantation de nouveaux projets d'investissement. Ces domaines sont : le tourisme, l'agribusiness, l'industrie légère d'exportation, les mines, les infrastructures, et les technologies de l'information et de la communication (TIC). Parmi lesquels, quatre secteurs dont ZFI, mines, tourisme et secteur crevettier ont fait l'objet d'une attention particulière.

Pour se faire, l'Etat a d'abord, mis en valeur le développement des pôles de croissance. Puis, il renforce la capacité d'exportation de ces pôles de croissance. Ces pôles de croissance sont Antananarivo-Antsirabe réservé pour le développement industriel, Nosy Be pour un développement touristique, Alaotra et Tolagnaro pour l'exploitation minière. Alors, le projet Pôles Intégrés de Croissance (PIC) destiné pour la réhabilitation d'infrastructures

urbaines et portuaires, a y été rapidement mise en place. Ces mesures sont prises pour faciliter l'accès des investisseurs internationaux.

Enfin, l'Etat, suivant le décret du 31 mai 2006, dispose un Conseil pour le Développement Economique de Madagascar (EDBM). Cette structure est destinée pour la promotion des investissements. Sa mission consiste à faire Madagascar comme destination pour les investisseurs internationaux. Par conséquent, l'EDBM a le devoir d'encourager les sociétés à s'ouvrir afin de permettre le partage de la croissance à travers le placement de l'épargne des particuliers et investisseurs institutionnels.

b- Recherche de partenariat

b.1- Intégration régionale

Madagascar a intégré au sein de la SADC en 2005 pour redynamiser sa position vis à vis de l'extérieur. La SADC offre pour le pays quelques opportunités qui ne se limitent pas aux échanges commerciaux. En effet, les mouvements de capitaux pourront s'accélérer, les pays qui font preuve d'un plus grand dynamisme devraient attirer les investisseurs opérant dans la région.

Il y a des raisons que l'Etat s'intègre dans les organisations régionales telles que la SADC. Cela signifie la volonté du Gouvernement de s'ouvrir au commerce international. L'Adhésion à un accord d'intégration régionale a des impacts bénéfiques pour l'économie du fait de ses effets sur la croissance économique.

b.2- les partenaires émergents

Pendant l'ancien régime, les partenaires émergents de Madagascar sont la Corée du Sud, les Émirats arabes unis, l'Inde et le Koweït. Ces trois derniers sont attirés par le secteur des télécommunications. De plus, l'Inde en particulier, ce pays a lancé en 2008 son premier projet de coopération, qui vise à accroître la productivité de la riziculture.

Suite au renversement de l'ancien régime, des partenaires étatiques habituels diminuent les relations diplomatiques avec le pays, ce qui y entraîne des incidences économiques considérables. Alors, depuis l'avènement de la crise 2009, le Gouvernement se trouve dans l'obligation de rechercher des nouveaux partenaires tels que la Turquie, le Pakistan et les secteurs privés chinois. Pour l'instant, les investisseurs des deux premiers ne sont qu'en phase d'étude. Ceux des derniers par le biais du groupe chinois WISCO ont obtenu une concession pour l'extraction de minerai de fer et versé à Madagascar une avance de 100 millions USD. Dans tous les cas, les flux d'aide, de commerce et d'investissement qui

proviennent des pays émergents restent plus restreints que ceux émanant des partenaires traditionnels. Par exemple, les grands projets miniers, qui constituent les IDE les plus substantiels réalisés à ce jour à Madagascar, ont été financés par des entreprises canadiennes et australiennes.

Section 1.2- Résultats de ces efforts

1.2.1- Présentation du tissu industriel à Madagascar

1.2.1.1- Présentation statistique

L'économie malgache est caractérisée par une multitude de petites unités dont la majorité relève du secteur informel (INSTAT 2007). Dans le secteur formel, les dernières statistiques sur le secteur industriel ont montré que la moitié des entreprises ont moins de 5 salariés et seuls 3% emploient plus de 100 employés. Par ailleurs, la grande majorité des sociétés formelles (environ 85%) sont des entreprises individuelles et près de 78% des entreprises sont concentrées à Antananarivo. Ce fait limite le nombre de candidats à la cotation boursière car une infime partie seulement des sociétés créées adopte le statut de société anonyme. C'est la raison pour laquelle, l'Etat a fait des efforts pour transformer les informels dans la norme, rechercher le plein emploi et rendre accessible Madagascar pour les investisseurs internationaux.

Le tissu d'entreprises à Madagascar est surtout constitué d'entreprises individuelles, en effet, plus de 90% des entreprises créées en 2004 et 2005 sont des entreprises individuelles ou des entreprises uni personnelles à responsabilité limitée (EURL). Concernant les sociétés de capitaux, sur les 842 sociétés créées en 2005, un peu plus de 95% sont des Sociétés à Responsabilité Limitée (SARL), les sociétés anonymes (SA) ne représentent que moins de 5% des sociétés créées.

Remarque : Les parts sociales des SARL sont, par nature, non négociables, ces sociétés ne pourront accéder au marché financier, sauf si les associés acceptent de transformer la SARL en SA. Les entrepreneurs sont peu enclin à s'associer, s'ils le font c'est généralement avec les membres de la famille, ce qui explique la prédominance des sociétés familiales.

1.2.1.2- Contraintes

Une attitude conservatrice suivante limite considérablement le nombre de sociétés potentiellement admissibles sur un marché financier. Non seulement les sociétés sont, dans la majorité des cas, sous capitalisées, mais en choisissant la forme juridique d'entreprise

individuelle, il y a une confusion entre le patrimoine de l'entreprise et le patrimoine privé de l'entrepreneur. Le risque de faillite personnelle devient important.

Le manque de transparence et de fiabilité des comptes de certaines SARL est sans doute dû à cet aspect familial. Les comptes ne sont pas tenus de façon systématique et normative, ces sociétés disposent de plusieurs bilans comptables en fonction des besoins et circonstances.

1.2.2- Affluence d'IDE depuis 2006

1.2.2.1- Analyse par les branches d'activités

Dans le précédent paragraphe, il a été fait mention de deux périodes distinctes en termes d'IDE. Pour la période avant l'année 2006, la présence étrangère s'est surtout intensifiée au niveau des entreprises de la branche « activités de fabrication ». Les IDE reçus par cette branche viennent, principalement de la mise en place de la zone franche industrielle qui visait surtout le secteur de l'industrie légère exportatrice. Et pour la deuxième période, après 2006, le paysage des entreprises d'IDE a été bouleversé par la mise en œuvre des investissements dans la branche « Activités extractives ».

Tableau 7 : Stock d'IDE par branches d'activités de 2005 à 2010 (Milliards MGA)

Branche d'activités	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Activités de fabrication	111,3	120	143,7	176,9	276,5	318,0
Construction et BTP	40,2	42,9	289,5	301,6	333,6	387,2
Commerce et réparation de véhicule	35,6	36,8	62,1	107,2	138,2	156,6
Hôtels et restaurants	0,9	0,7	172,1	173,1	210,6	246,7
Activités financières	95,8	132,2	147,9	213,5	273,2	330,6
Distribution de produits pétroliers	41	69,4	105,5	116,8	182,2	240,4
Télécommunication	57,8	72,7	102,4	282,5	368,3	384,8
Divers (*)	100,9	110,4	56,3	82,5	134,5	181,9
Total sans extractives	483,5	585,1	1 079,50	1 454,20	1 916,8	2 245,9
Activités extractives	47,1	902,8	2 089,00	3 729,90	5 799,8	7 159,8
Total	530,6	1 487,90	3 168,60	5 184,10	7 716,60	9 405,7

Sources : Enquête IDE/IPF 1s2011, BCM/INSTAT

- (*) : - Immobilier, location et services aux entreprises
 - Transports et auxiliaires de transport
 - Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau
 - Pêche, pisciculture, aquaculture
 - Agriculture, Chasse, élevage et sylviculture
 - Autres branches

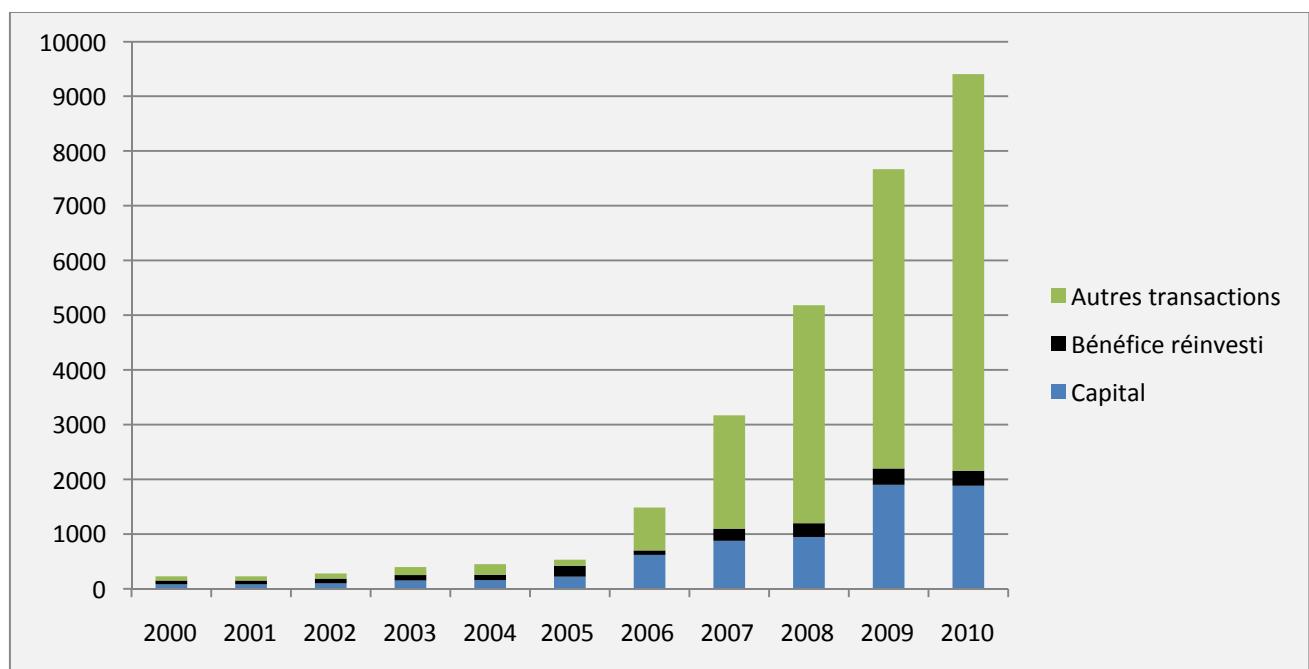
A la fin de l'année 2010, le stock d'IDE reçu par la branche « Activités extractives » a été évalué à 7 159,8 milliards d'Ariary. Le démarrage des grands travaux au niveau des projets miniers a parallèlement entraîné une redynamisation des autres branches. Par ailleurs, une intensification de la promotion des investissements à Madagascar a été remarquée. Nous pouvons alors remarquer la présence massive des investisseurs étrangers dans l'économie du pays.

En dehors de la branche « Activités extractives », nous soulignons les 6 branches les plus attractives pour les investisseurs étrangers. Il s'agit dans l'ordre de : « Construction et BTP » (17,2% du stock hors activités extractives), « Télécommunication » (17,1%), « Activités financières » (14,7%), « Activités de fabrication » (14,2%), « Hôtels et restaurants » (11,0%) et la « Distribution de produits pétroliers » (10,7%).

1.2.2.2- Augmentation du niveau de Capital social

L'évolution des stocks d'IDE dans le pays a connu deux périodes différentes. La première période, correspondant aux années antérieures à l'année 2006, a été caractérisée par une faible pénétration des IDE dans l'économie. La deuxième période, marquée par la mise en œuvre de deux plus grands projets miniers, de 2006 à la fin de l'année 2010, a vu l'expansion des IDE. Ils ont atteint 9 405,7 milliards d'Ariary.

Graphique 1 : Evolution du stock d'IDE de 2000 à 2010



Sources : Enquête IDE/IPF 1s2011, BCM/INSTAT

Le grand boom, enregistré en 2007, était relatif à la mise en œuvre des investissements en construction pour le besoin des projets miniers tels que l'exploitation de lilménite par le QMM et celle du cobalt et du nickel par le projet d'Ambatovy.

L'année 2009, bien que marquée par la crise politique, a connu une évolution inattendue du stock d'IDE où une croissance en valeur de 48% y a été enregistrée. L'année 2009 s'est distinguée par l'accroissement du poids du « capital ». En effet, la contribution du « capital » dans la variation du stock d'IDE a connu un accroissement significatif en 2009.

1.2.3- Impact macroéconomique

Les tableaux suivants regroupent quelques indicateurs macroéconomiques de Madagascar sur la période allant de 2000 à 2012. Il retrace en particulier l'évolution du PIB, de l'indice des prix à la consommation, du taux d'investissement ainsi que du taux d'épargne national.

1.2.3.1- Variation de la croissance

Le tableau n°8 ci-dessous montre la croissance économique depuis 2007 grâce à l'arrivée des investisseurs internationaux surtout dans le secteur minier (tableau 7). La crise du 2009 a provoqué la régression économique. Mais, en 2010, Madagascar a peu à peu renoué avec la croissance. Après avoir reculé de 4,1 % en 2009, l'économie malgache a donc progressé de 0,5 % en 2010. Ce retour à la croissance s'explique par l'expansion de la production minière et par la reprise du tourisme dans le pays.

**Tableau 8 : Indicateurs macroéconomiques de Madagascar
(PIB et épargne en Milliard)**

	A	B	C	D	...	...	I	J	K	L
1	2000	2001	2002	...	...	2007	2008	2009	2010	
2 Année t	1	2	3			8	9	10	11	
3 PIB (en Ar)	5 377,00	5 969,00	6 008,00			13 760,00	16 081,00	16 729,00	18 264,00	
4 PIB (en dollar)	3,973	4,530	4,397			7,343	9,413	8,552	8,739	
5 T. Croiss. (en % PIB)						5,2	7,1	-4,1	0,5	
6 Taux de change	1 353,50	1 317,70	1 366,39			1 873,88	1 708,37	1 956,21	2 089,95	
7 Epargne (en Ar)	405,13	912,35	462,48			1 464,10	1 599,67	1 487,42	1 601,39	
8 Epargne (en USD)	0,299317	0,692380	0,338467			0,781320	0,936371	0,760357	0,766236	

Sources :

- lignes 3 et 5 : DSY INSTAT / 2010 : prévisions
- lignes 6 et 8 : Université de Sherbrooke in "Perspective monde", 14 mars 2012
- lignes 4 : d'après nos calculs : rapport entre les lignes 3 et 6
- lignes 7 : d'après nos calculs : produit des lignes 6 et 8

Tableau 9 : Indicateurs macroéconomiques de Madagascar (en % du PIB)

	2000	2001	2002	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Variation du PIB (%)	4,7	8,0	-12,7	6,2	7,1	-3,7	0,3	0,6	2,0
Inflation (ICP)	11,8	7,4	16,5	10,3	9,2	9,0	9,6	10,1	9,8
Balance courante % PIB	15,0	18,5	-6	11,9	-18,7	-20,9	-17,0	-15,9	-15,3
Taux d'épargne national	7,7	15,2	7,7	10,6	9,9	8,9	8,7	ND	ND

Sources : DSY INSTAT (2010 : estimations ; 2011 et années suivantes : prévisions.)

Nos calculs pour les taux d'épargne 2008, 2009 et 2010 d'après tableau 8

Le ralentissement de ce taux depuis 2009 signifie que l'économie dépend de la persistance de la crise politique que vit le pays actuellement. Le pays continue de subir les retombées de la crise politique depuis 2009. En effet, la croissance moyenne à Madagascar est de 2,74% du PIB. D'après 1.1.1.1, faute des recettes extérieures et des investissements, il y a un ralentissement de l'économie.

1.2.3.2- Position extérieure

La position extérieure est caractérisée par le déficit commercial qui représentait 19,3 % du PIB en 2009. Le déficit s'est réduit à 17,4 % en 2010. Selon les projections, il devrait continuer à diminuer et ressortir à 16,9 % en 2011, puis à 16,6 % en 2012. Selon la Direction des synthèses économiques de l'INSTAT, c'est le secteur minier (extraction de mica, de quartz et d'ilménite) qui a tiré la croissance des exportations, tandis que les exportations traditionnelles (produits agricoles et textile, notamment) ont affiché un repli spectaculaire. D'où l'amélioration de la position extérieure par rapport en 2008.

Tableau 10 : Comptes courants (en pourcentage du PIB)

	2002	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Balance commerciale	-2,6	-13,6	-20,2	-19,3	-17,4	-16,9	-16,6
Services	-3,9	-2,4	-3	-4,1	-1,2	-1,1	-0,5
Revenu des facteurs	-1,6	-0,8	-0,5	-1,1	-1,5	-1,3	-1,4
Transferts courants	2,2	4,9	5	3,5	3,1	3,5	3,2
Solde des comptes courants	-6,0	-11,9	-18,7	-20,9	-17,0	-15,9	-15,3

Source : INSTAT

De 20,9 % du PIB en 2009, le déficit des comptes courants a été ramené à 17 % en 2010, et devrait tomber à 15,3 % cette année, à mesure que les exportations minières s'accroîtront. Le déficit global de la balance des paiements s'est fortement creusé faute de l'aide au développement et des IDE.

1.2.3.3- Instabilité du taux d'inflation

Même si Madagascar connaît une croissance régulière du PIB depuis 2002 à 2008, le taux d'inflation reste à la fois relativement élevé. L'inflation est légèrement maîtrisée durant la crise par rapport à celle de l'année 2002, ce qui signifie l'instabilité du taux d'inflation. Ce taux élevé et instable rend difficile l'anticipation du taux d'inflation futur, ce qui ne favorise pas l'investissement à long terme.

En effet, il y a une corrélation positive entre les rendements exigés par les investisseurs et le taux d'inflation anticipé. Dans un contexte d'instabilité du taux d'inflation, les investisseurs anticipent automatiquement un taux futur plus élevé. Le risque de dépréciation de leurs investissements augmente en conséquence. Ce mécanisme pèse en principe sur les prix des actions qui auront tendance à baisser sauf si les investisseurs anticipent un taux de croissance de bénéfice largement supérieur au taux d'inflation anticipé.

1.2.3.4- Faiblesse du pouvoir d'achat

Pour commencer, une hausse du pouvoir d'achat se traduira par la hausse de la consommation ou/et de l'épargne, ce qui entraînera la progression des chiffres d'affaire, un bon profit pour les sociétés ainsi qu'une hausse des prix des actions. La valeur des placements s'apprécie, ce qui entraîne un gain supplémentaire de pouvoir d'achat.

Par contre, le Programme des Nations Unies pour le développement (PNUD) a élaboré son rapport 2011 sur Madagascar pour suivre les avancées dans la réalisation des objectifs du Millénaire pour le développement. D'après le rapport, les conditions de vie n'ont cessé de se dégrader au cours des 40 dernières années, car l'économie croît plus lentement que la population. Le PIB par habitant de Madagascar reste très bas, à 900 USD en parité de pouvoir d'achat. 76% des Malgaches vivent dans une pauvreté extrême, avec moins de 1 USD par jour. Quant à l'INSTAT, pour préciser ce rapport, d'après l'Enquête Périodique auprès des Ménages de 2010, le revenu annuel moyen dans l'emploi salarial est de Ar 1 388 000. Le niveau de la consommation annuelle moyenne par tête à Madagascar est estimé à 404 000 Ariary, soit Ar 1100 par jour par tête. Il est plus élevé en milieu urbain qu'en milieu rural : Ar 606 000 contre Ar 352 000.

Tableau 11 : Evolution du ratio de pauvreté de 1993 à 2010

Milieu	1993	2001	2002	2005	2010
Madagascar	70,0	69,6	80,7	68,7	76,5
Antananarivo	68,0	48,3	66,0	57,7	66,8
Fianarantsoa	74,2	83,2	91,0	77,6	88,2
Toamasina	77,9	82,3	86,3	71,9	78,3
Mahajanga	53,2	72,4	89,1	70,2	71,6
Toliara	81,1	76,1	81,2	74,8	82,1
Antsiranana	60,2	69,2	83,7	64,2	68,1
Urbain	50,1	44,1	61,6	52,0	54,2
Rural	74,5	77,1	86,4	73,5	82,2

Source : INSTAT/DSM/EPM 2010

D'après le tableau ci-dessus, c'est la situation politique depuis 2009 qui a aggravé la pauvreté. Chaque province subit une augmentation du ratio de pauvreté. Mais en les comparant, celle d'Antananarivo représente le moins pauvre dans toute l'île avec 66,8% seulement en 2010. Chaque année, environ 400 000 personnes entrent sur le marché du travail, ce qui accentue les tensions. Le rapport du PNUD nous donne l'impression que le taux de chômage et de sous-emploi a atteint 30 % en 2010. Ce qui affectera sur le pouvoir d'achat.

Alors, le cercle vertueux ci-dessus, du premier paragraphe, pourrait être interrompu par la baisse du pouvoir d'achat. Dans un contexte actuel où le taux d'inflation est élevé alors que les revenus n'augmentent pas toujours avec le même rythme. Le pouvoir d'achat s'effrite. La tendance à épargner diminue.

1.2.3.5- Faiblesse du taux d'épargne

On n'a pas pu obtenir une information précise relative au taux d'épargne depuis 2008. Une analyse des tableaux 10 ci-dessus nous conduit à faire une conclusion. Aussi, entre 2008 et 2011, un solde du compte courant avec un déficit moyen de -16,88 en pourcentage du PIB et un solde des opérations financières de l'État de -2 % du PIB impliquent une faiblesse de l'épargne nationale. Avant 2007, le taux d'épargne nationale reste faible malgré une nette reprise en 2001. Il ne couvre qu'une partie du taux d'investissement. L'épargne se situe alors auprès de 10% du PIB, alors que la moyenne africaine¹⁰ tourne autour de 20%. Ce sombre tableau traduit aussi un système financier dans un état très problématique.

10. Université de Sherbrooke in « Perspective monde » du 14 mars 2012.

En principe, la faiblesse de l'épargne nationale constitue une contrainte au développement d'un marché financier. Cependant il convient de relativiser ce paramètre pour au moins deux raisons :

- d'abord, le taux de bancarisation reste bas (de l'ordre de 5%), les dépôts à terme sont également moins importants. Ce phénomène pourrait être lié à l'absence d'offre de placement attractif par les banques ;
- enfin, en l'absence d'opportunités de placement que constituera le marché financier, il paraît normal que le taux d'épargne soit faible.

Section 1.3- Bilan économique

Nous déduisant que l'épargne à Madagascar est la plus basse dans le continent noir. Cela implique une rénovation du contexte actuel.

1.3.1- Présentation des problèmes économiques actuels

L'arbre des problèmes ci-dessous résume le contexte actuel à Madagascar prévu dans le chapitre précédent à l'exclusion du système financier. Ce contexte actuel est indépendant de ce système financier car d'après ce que nous avons vu, un marché financier peut susciter une épargne. Pourtant, cela est impossible pour le moment car les Malgaches n'ont pas les moyens d'épargner. Alors, il est nécessaire de trouver le fond du problème du pays. Pour se faire, nous allons présenter les problèmes, d'après notre recherche personnelle tirée du chapitre précédent, en 6 niveaux, du bas vers le haut, c'est-à-dire du fond du problème vers les détails.

D'après la figure 2, le fond du problème à Madagascar se trouve au niveau 1 qui indique la « défaillance de l'Administration Malagasy ». Celle-ci peut être une erreur du choix stratégique sur le plan social et économique, un manque d'initiative ou de coordination socio-économique soit une mauvaise gouvernance. Cette défaillance a une incidence sociale et économique, d'où l'apparition des problèmes au niveau 2.

Dans le niveau 2, les problèmes tels que population jeune et la baisse de la production apparaissent. D'une part, une population jeune signifie que beaucoup sont inactifs donc consommateurs. D'autre part, à cause de la défaillance de l'Administration, cette dernière paraît-elle faire un mauvais choix stratégique au niveau de la priorisation de son action. Le secteur primaire est mal exploité faute de l'appui alors que 80% de la population vit à la campagne. En outre, le secteur secondaire est en malaise faute des matières premières amenant les industries malagasy à les importer. Cela entraîne enfin la

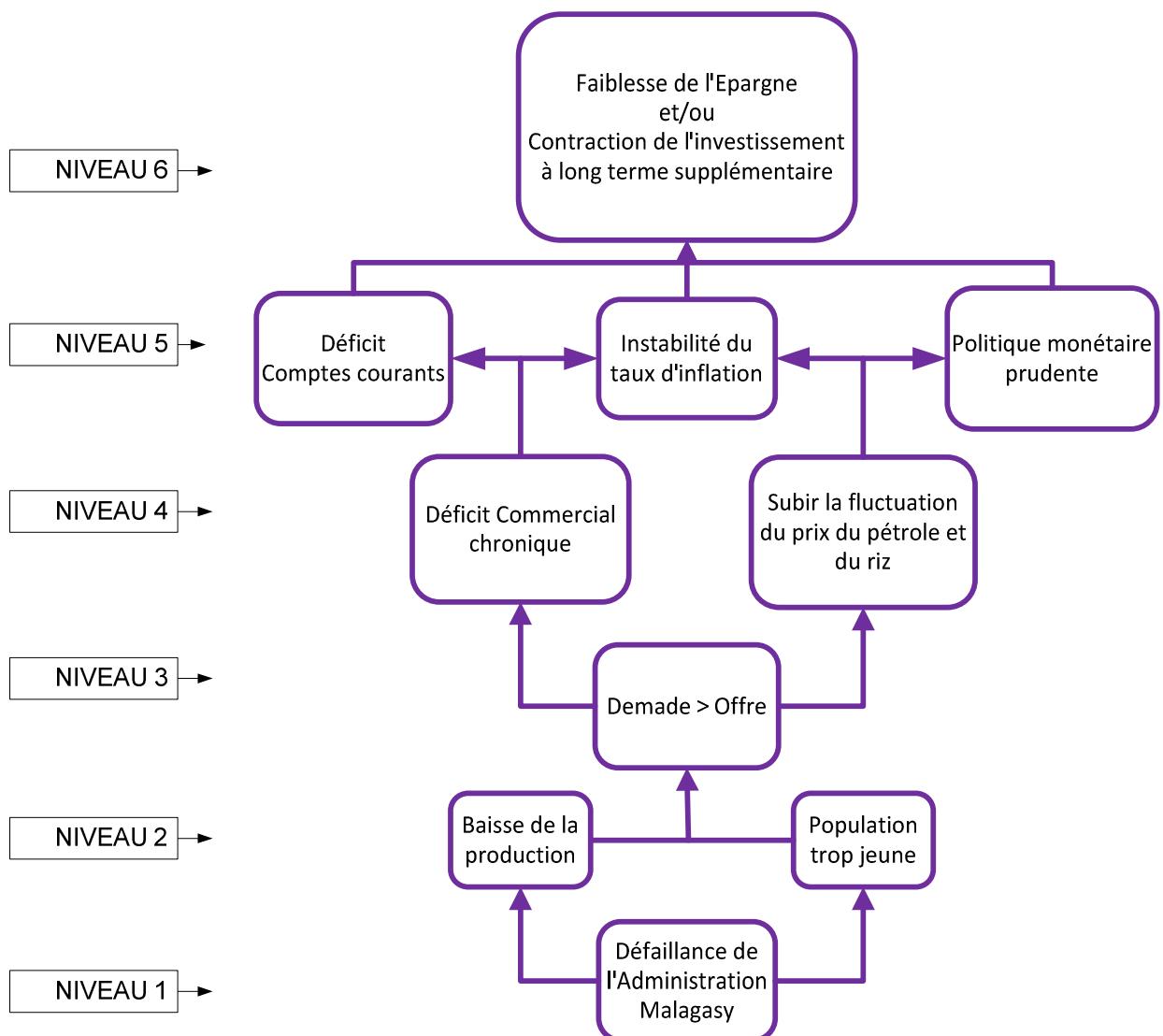
hausse du coût de production. Les opérateurs sont contraints de focaliser leur effort à gérer les coûts. Cette situation est la cause de la réticence des acteurs économiques à s'investir dans le secteur secondaire entraînant l'insuffisance de la production nationale. La majorité des malgaches se concentrent dans le secteur tertiaire tel que la communication, le transport et le commerce.

Dans le niveau 3, l'offre ne suit pas la demande. Même s'il y a une baisse de la production face à une éventuelle baisse de la consommation, l'offre peut suivre la demande. En vice versa, même s'il y a une forte consommation et une hausse de la production, la demande et l'offre peuvent être équilibrées. La persistance de la situation actuelle vérifie la situation dans ce niveau.

Concernant le niveau 4, faute de la production intérieure, l'Etat est contraint d'importer et de subir la fluctuation des produits de première nécessité ainsi que du carburant. Tel est le cas de l'importation massive du riz à chaque période de soudure. De même pour le secteur privé, qui est obligé d'importer des matières premières pour satisfaire la demande interne. Cette situation signifie une affluence de l'importation par rapport à l'exportation, ce qui entraîne un déficit de la balance commerciale.

Quant au niveau 5, d'après le tableau ci-dessus relatif aux comptes courants, chaque année, ce sont les déficits commerciaux qui sont responsables du déséquilibre au niveau du solde des comptes courants. De plus, ce déficit commercial chronique et la fluctuation du prix du pétrole et du riz que provoque l'instabilité du taux d'inflation. Cette fluctuation rend l'Etat à pratiquer une politique monétaire prudente par la manipulation du taux directeur et du taux des réserves obligatoires des banques commerciales.

Enfin, dans le niveau 6, chaque élément du niveau 5 rend la faiblesse de l'épargne et/ou la contraction de l'investissement. D'abord, le déficit du solde des comptes courants signifie la forte hausse des paiements vers l'extérieur, ce qui signifie un défaut au niveau de l'épargne. Ensuite, une instabilité du taux d'inflation rend la difficulté de faire une prévision à long terme. Cela implique une réticence des acteurs à s'investir dans une durée plus vaste. Enfin, une politique monétaire prudente est décourageante pour les autres acteurs économiques. La hausse du taux directeur rend une surliquidité des banques primaires à cause de leur prudence sur les crédits à accorder puis une répercussion négative sur le taux d'épargne.

Figure 2 : Arbre des problèmes

1.3.2- Le libéralisme est-il donc en échec

Face à ces problèmes, il est maintenant de savoir si le libéralisme est le responsable de la réalité actuelle. Pour se faire, il est indispensable de voir l'historique de la politique économique appliquée depuis 1975.

1.3.2.1- L'investissement à outrance

Suite à la révolution socialiste, l'Etat a nationalisé le secteur productif, y compris les banques. Trois banques ont été créées, une banque spécialisée dans l'agriculture (BTM), une banque dédiée au développement de l'industrie (BNI) et une banque pour le développement du commerce (BFV). Ces banques ont été souvent utilisées par l'Etat pour mener une

politique d'investissement à outrance et pour financer des projets attendus utiles. Il est aussi nécessaire d'ajouter que les projets sont principalement financés par emprunt extérieur

La politique d'investissement à outrance, appliquée en 1978-1980, qui a comme maxime « l'agriculture est la base, l'industrie le moteur du développement économique », avec ses projets utilisant 57% du total des crédits (journal de l'économie n°61, p.10), marque le passage d'une économie de type agricole vers une économie industrielle. Pourtant, faute d'une mauvaise utilisation des fonds, d'un approvisionnement difficile et l'étroitesse du marché, cette stratégie de développement était en échec et l'Etat était confronté à une crise de la dette. Tout cela conduit le gouvernement à recourir à la politique d'ajustement structurel.

1.3.2.2- La période de l'ajustement

La politique d'ajustement structurel consiste à se soumettre aux conditionnalités des bailleurs de fonds pour bénéficier de leur soutien. Dans la pratique, c'est vers les années 1983 qu'il a été mise en œuvre la politique de libéralisation et de déflation. La libéralisation concerne le système économique, tandis que la déflation est relative à la réduction de la masse monétaire pour réduire le niveau des prix. Suite aux accords signés avec le FMI, les conditionnalités suivantes ont été soumises :

- Depuis décembre 1983 :
 - ⇒ Arrêt des nouveaux investissements ;
 - ⇒ Libéralisation progressive des prix industriels.
- Depuis 1985 :
 - ⇒ Augmentation des prix agricoles ;
 - ⇒ Libéralisation des prix industriels ;
 - ⇒ Expansion limitée du crédit interne.
- Depuis 1990 :
 - ⇒ Privatisation des banques ;
 - ⇒ Application du Marché Interbancaire des Devises (MID) ;
 - ⇒ Libéralisation du commerce extérieur ;
 - ⇒ Dévaluation du Franc Malagasy.

Pour l'essentiel, ces privatisations ont été imposées par les institutions de Bretton Woods, sans tenir parfois compte des spécificités du pays comme Madagascar. Les spécificités de Madagascar sont ses vocations agricole et touristique, sa société en forte

cohésion (contraire au capitalisme : société prédatrice) ainsi que ses expériences économiques depuis 1960.

1.3.2.3- Résultat constaté

Depuis 1983, des impacts suivants sont constatés :

- Investissements intérieur limités ;
- Domination des entreprises à capitaux étrangers ;
- Déficit commercial chronique ;
- Dépréciation progressive de la monnaie nationale ;
- Madagascar est classé parmi les pays pauvres très endettés depuis 1996.

Les crises augmentent dans le pays et se manifestent sous plusieurs visages comme la hausse des revendications des salariés et les luttes populaires qui voient leurs conditions de vie se dégrader.

L'économiste Joseph Stiglitz¹¹ considère que cette misère est causée par les politiques inappropriés. Il souligne le fait que le FMI et la Banque Mondiale ont pendant longtemps mené des politiques sans même prendre en compte les spécificités de différents Etats. Il souligne par ailleurs que les institutions de Bretton Woods n'ont pas fait confiance aux compétences des pays pauvres concernés. La critique¹² de Stiglitz, sa démission ainsi que sa rupture avec les institutions de Bretton Woods marquent que la PAS est en échec.

11. Ex vice président de la Banque Mondiale, prix Nobel en 2001.

12. Stiglitz, « La grande désillusion », Ed. Fayard.

Chapitre 2- Essai de simulation

D'après la première partie de notre étude, l'épargne et le marché boursier sont indissociables. Le niveau de l'épargne indique la capacité de financement. Le marché boursier est handicapé sans cette capacité de financement.

Objectif principal : mettre en place un marché boursier

Objectif spécifique : augmenter le niveau de l'épargne

Pour se faire, nous allons concevoir une ébauche relative à la préparation du terrain dans la section 2.1 puis la réalisation éventuelle à travers la simulation dans la seconde section 2.2.

Section 2.1- Préparation du terrain

Cette section résout les problèmes dans le chapitre précédent. Maintenant, nous allons voir la refonte du système actuel dans 2.1.1, suivi de la mise en œuvre des politiques économiques harmonieuses dans 2.1.2.

2.1.1- Refonte du système actuel

Tous les niveaux 3, 4, 5 et 6 sont les conséquences des niveaux 1 et 2. Alors, pour régler les problèmes du contexte actuel, il suffit de régler les niveaux 1 et 2.

2.1.1.1- Réorganisation des problèmes dans le niveau 1 et le niveau 2

Concernant le niveau 1, celui-ci nécessite la mise en œuvre de la bonne gouvernance et la conception d'un programme économique et social. D'une part, la première, l'Etat devrait mettre en œuvre les mesures au moins les suivantes :

- Mettre en place une bonne coordination de ses activités ;
- Réduire au maximum la corruption ;
- Mettre en place une institution adaptée ;
- Redynamiser les Agents de l'Etat.

D'autre part, concernant la conception d'un programme économique et social, l'Etat devrait être en mesure de s'appuyer sur des spécialistes. Pour se faire, il suffit de collaborer avec le groupe de conseillers composé essentiellement de professeurs et étudiants issus des universités de Madagascar et représentant des différents courants de pensée : d'une part, des « planificateurs » prônant des réformes structurelles et d'autre part, des « conjoncturistes » avant de passer à la mise en œuvre et au lancement de son programme.

Dans ce cas, l'Etat devrait réfléchir sur les points suivants :

- Identifier les avantages comparatifs de Madagascar ;
- Identifier les besoins réels des malgaches ;
- Concevoir une nouvelle politique structurelle ;
- Concevoir un planning familial.

Concernant la réorganisation du niveau 2, la réforme de ce niveau nécessite la mise en œuvre des politiques conjoncturelles et des politiques structurelles. La stratégie se fonde sur une intégration plus forte de l'économie rurale vers l'économie industrielle (transformation et exploitation des produits ruraux) et sur le développement du tourisme. Elle suppose un renforcement de l'économie rurale. Tous les autres niveaux dépendent de ce niveau 2.

2.1.1.2- Rupture provisoire avec le libéralisme

Les compagnies pétrolières et les opérateurs téléphoniques excluent toute forme de concurrence au niveau du prix. Les industries extractives disposent de la protection diplomatique et gagnent la majorité de tout le profit au détriment des villageois et l'Etat Malagasy. Les banques sont destinées essentiellement pour les entreprises étrangères. Les terrains exploitables sont dominés par les minorités. Les Malagasy pauvres ne peuvent rien faire et doivent travailler dure pour survivre au profit des capitalistes prédateurs. De ce fait, face à la domination des capitalistes et l'écart qui sépare les pauvres majoritaires et les riches minoritaires, il est indispensable de répartir la richesse d'une manière convenable entre tous les individus. Bref, l'économie est défaillante.

Alors, cette rupture signifie que le libéralisme appliqué à Madagascar est en échec. Cela ne signifie pas que l'Etat va expulser les capitalistes étrangers ni de nationaliser les compagnies privées mais orienter sa stratégie vers l'exploitation de la base du développement. Il agit en tant que acteur actif dans le système.

Le décollage économique des pays développés a commencé dès la révolution industrielle au cours de laquelle l'Etat va intervenir pour assurer ce « décollage » ou « take-off » des économies. En France, l'Etat est intervenu pour le développement des chemins de fer et dans l'agriculture vers 1896. L'Angleterre adopta les « Enclosures Act » pour les terrains agricoles. Les USA intervinrent dans le développement du chemin de fer. L'Allemagne mit en place des mesures protectionnistes. Au Japon, avec l'ère Meiji vers 1868,

l'Etat créa les premières entreprises pour les revendre ensuite aux familles : les Zaïbatsu. A Madagascar, il n'y avait jamais eu de la révolution industrielle émanant de l'Etat.

La politique d'intervention économique est liée à une politique sociale de réduction des inégalités. On passe d'un Etat-gendarme à un Etat-providence. Et selon Keynes, l'Etat doit intervenir lorsque l'économie est défaillante et les moyens d'actions se perfectionnent. Ces moyens d'actions sont nombreux en ne citant que quelques exemples comme la politique monétaire, la politique fiscale, la politique de planification et une éventuelle politique de nationalisation.

2.1.2- Mise en œuvre des politiques économiques harmonieuses

Dans cette optique, l'objectif est d'avoir une économie en bonne santé par la relance économique keynésienne et la politique structurelle. Cette relance présente toutefois des limites comme la contrainte extérieure et l'inflation. La première concerne l'accroissement des importations donc un déficit de la balance commerciale à cause de la hausse de la demande. La seconde est relative à la hausse de la demande par rapport à l'offre. Pour surmonter ces limites, l'Etat est en mesure de mettre en œuvre la politique structurelle en même temps que la politique conjoncturelle pour satisfaire la demande par la suffisance de l'offre.

2.1.2.1- Politiques structurelles

Dans le cas de Madagascar, le pays dispose déjà de l'EDBM, un organisme étatique ayant une liberté d'organisation, dont sa vocation concerne l'offre de possibilité d'accès aux investisseurs étrangers. De plus, le pays dispose aussi des grands investissements miniers et pétroliers et est membre des organisations régionales. Toutes ces opportunités nécessitent une politique structurelle favorisant l'indépendance économique du pays. Elle concerne plusieurs domaines comme suit :

- Les politiques agricoles : sécurité rurale, ouverture d'une banque de développement agricole étatique appartenant à l'Etat, offre de crédit à taux minoré aux agriculteurs, fourniture des matériels, offre des garanties d'emprunt aux exploitants agricoles, amélioration du système foncier, émission des subventions au profit de la JIRAMA pour financer l'électrification rurale ;
- La politique extérieure : amélioration des avantages comparatifs ;

- Les politiques de l'éducation : renforcement de l'éducation civique, multiplication des centres de formations entrepreneuriales et multiplication des écoles techniques et des centres universitaires ;
- Les politiques industrielles : mise en œuvre des projets de développement, orientation de la mission de l'EDBM vers l'offre de Possibilité d'accès aux investisseurs nationaux, embauche de jeunes hommes et de leur confier des travaux d'utilité publique, réorganisation du tissu industriel de façon à multiplier le nombre des zones manufacturières à proximité des zones agricoles, augmentation du Capital de SONAPAR au besoin de nouvelles industries créées et mise en place des mesures protectionnistes.

2.1.2.2- Politiques conjoncturelles

Pour atteindre ces objectifs de long terme, différents moyens vont être utilisés : la politique monétaire, la politique fiscale, la politique budgétaire, la politique de revenus. Nous avons vu que le système économique malgache est caractérisé par un sous-emploi et la défaillance de l'économie de marché.

Primo, le plein-emploi signifie que la demande est insuffisante. Dans ce cas, l'Etat devrait intervenir avec :

- la politique monétaire : baisse du taux d'intérêt pour inciter les acteurs économique à besoins de financement à s'investir dans l'économie ;
- la politique budgétaire : hausse des dépenses de l'Etat et/ou subventionner les compagnies pétrolières pour maintenir le niveau de prix ;
- la politique fiscale : baisse des impôts des plus défavorisés pour faire diminuer leur dépense exagérée puis leur habituer à faire une épargne ;
- la politique de revenu : hausse du salaire minimum d'embauche.

Secundo, lorsque l'économie de marché est défaillante, l'Etat devrait intervenir. Le déficit budgétaire est un des moyens dont dispose l'Etat pour relancer l'économie : ce déficit pourra se résorber par des rentrées fiscales car :

- Plus de revenus distribués égale plus d'impôts sur les Revenus ;
- Plus de revenus distribués égale hausse de la consommation égale plus de TVA ;
- Plus d'investissement par les entreprises égale relance de l'activité économique, égale plus de profits.

Section 2.2- Simulation

Cette section est le cœur de notre thème « Réflexion sur la création d'un marché boursier à Madagascar ». Notre problématique est la détermination de l'année probable de mise en œuvre d'un marché boursier. Pour se faire, nous allons poser une base de calcul permettant de faciliter notre tâche en premier lieu, puis, faire une simulation en fonction des paramètres possibles en second lieu.

En plus pour faciliter la tâche, il est nécessaire de choisir l'Afrique du Sud comme pays de référence. Ce pays possède un PIB à 15 chiffres et une Epargne à 14 chiffres en dollar d'après l'Université de Sherbrooke in "Perspective monde", 14 mars 2012. D'une part, son PIB en 2010 était de 363 703 902 727 000 USD. D'autre part, son épargne était de 85 197 077 755 000 USD.

Nous n'avons pas son PIB réel de 2011. Alors, nous allons mettre une supposition. Son PIB cette année sera prévu à 400 000 000 000 000 USD. Le PIB à Madagascar n'a que 14 chiffres en dollar, et son épargne n'a que 13 chiffres en dollar. Par rapport à l'Afrique du Sud, son PIB ainsi que son épargne ne seront atteints que dans des années ultérieures. Notre objectif est donc de déterminer la durée de ce décalage.

2.2.1- Base de calcul

Nous allons utiliser la formule de « prévision » car nous allons faire une simulation dans cette mise en œuvre. Pour cela, il existe la « prévision de tendance » et la « prévision de croissance » (Annexe IV).

D'une part, la fonction de prévision de tendance est utilisée pour calculer une ligne droite de meilleur ajustement basé sur un certain nombre de X connues et les valeurs Y. La formule que nous allons utiliser sera la formule sous Excel. D'autre part, la fonction de prévision de croissance sera utilisée pour calculer une courbe exponentielle qui correspond le mieux à nos données et si le taux de croissance est constant.

2.2.2- Présentation des éventualités possibles

Pour se faire, deux éventualités sont possibles. La première concerne la volonté de l'Etat d'accélérer les développements économique et social en considérant notre planification. La seconde éventualité concerne la détermination de l'Etat Malagasy à mettre en place un marché boursier avec ses propres planifications. En effet, il nous semble que, dans cette dernière, l'Etat n'a pas d'objectif clair. Quant à la première, celle-ci est intéressante car il y a beaucoup de paramètres qui méritent d'être étudiés.

Tableau 12 : Présentation

1^{ère} Eventualité : considération de notre planification

	Période d'observation	Objectif(s)	Résultat attendu et Moyen	Indicateur
Hypothèses	(N --> N+3) n = 4 ans	- Résoudre les problèmes dans le niveau 1 ; - Conscientiser les citoyens à propos du planning familial ; - Limiter l'exode rural en soutenant leur activité de production (démarrage) ; - Sécuriser le monde rural	- Bonne gouvernance ; - Diminution du taux de natalité ; - Confiance des agriculteurs ; - Augmentation de la capacité de production	C _{N+3} = ?
	(N+4 --> N+6) n ₁ = 3 ans	- Sécuriser le monde rural ; - Faciliter l'évacuation des produits agricoles	- Augmentation du niveau de production	r ₁ = 7% C _{N+6} = ?
	(N+7 --> N+9) n ₂ = 3 ans	- Faciliter l'évacuation des produits agricoles ; - Développer le secteur agricole	- Sécurité alimentaire dans toute l'île ; - Baisse des importations des PPN ; - Balance commerciale équilibrée	r ₂ = 9%, C _{N+9} = ?
	(N+10 --> N+13) n ₃ = 4ans	- Développer le secteur industriel et les autres secteurs d'activité économique	- Niveau 4 amélioré ; - Taux de chômage quasi-nul ; - Balance commerciale excédentaire	r ₃ = 17% C _{N+13} = ?
	(N+14 --> T-2) n ₄ = ?	- Augmenter le niveau de l'épargne	- Niveau 5 amélioré ; - Citoyens bien-instruits et sens d'entrepreneuriat	r ₄ = 19% C _{T-2} = ?
	(T-1 --> T) n ₅ = 2 ans	- Mettre en place le marché Boursier	- Participation des agents économiques dans ce type de marché	r ₅ = 18% C _T = 400 000

2^{ème} Eventualité : l'Etat a ses propres planifications

	Période d'observation	Objectif(s)	Résultat attendu et Moyen	Indicateur
Hypothèse	(N --> N+3), n = 4 ans	- Améliorer le mode de gouvernance	- Bonne gouvernance	C _N = ? et C _{N+3} = ?
	(N+4 --> T), n ₁ = ?	- Rendre Madagascar parmi les pays émergents	- Economie en bonne santé ; - Terrain d'accueil préparé	r ₁ = 10% C _T = 400 000

2.2.3-Présentation des moyens

Nous allons présenter cette sous-section sous forme de tableau :

Tableau 13 : Tableau des moyens

	Secteur privilégié	Activités prioritaires	Financement
(N → N+3)	1er : Administratif	<ul style="list-style-type: none"> - Renforcement de capacité des agents de l'Etat ; - Adoption des nouvelles législations (foncier, Dina) ; - Renforcement de la sécurité rurale (DAS) ; 	Extérieur : 75%
	2ème : Production	<ul style="list-style-type: none"> - Réhabilitation des systèmes d'irrigation hydro-agricole ; - Subventions accordées aux industries d'engrais ; - Fourniture des semences, d'engrais et des outils agricoles 	
	3ème : Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> - Construction des routes dans des zones enclavées 	
	4ème : Social	<ul style="list-style-type: none"> - Amélioration du système éducatif 	
(N+4 → N+6)	1er : Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> - Electrification rurale ; - Construction des routes dans des zones enclavées ; - Réparation des routes dans les zones rurales 	Extérieur : 75% (4 secteurs)
(N+7 → N+9)	1er : Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> - Construction des routes dans toutes les régions de l'île ; - Installation des banques de développement agricole ; - Installation des industries d'équipement agricole ; - Extension des surfaces cultivables ; - Multiplication des centres universitaires ; - Multiplication des écoles techniques 	Extérieur : 55% (4 secteurs)
	2ème : Production	<ul style="list-style-type: none"> - Achat et acquisition des engins agricoles 	
	3ème : Social	<ul style="list-style-type: none"> - Formations entrepreneuriales ; - Développement de l'apprentissage des métiers dans l'enseignement technique 	
(N+10 → N+13)	1er : Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> - Installation des banques de développement industriel 	Extérieur : 40% (4 secteurs)
	2ème : Production	<ul style="list-style-type: none"> - Augmentation du Capital de SONAPAR ; - Appuis aux autres secteurs d'activités économiques 	

Le tableau ci-dessus indique les sources de financement pour tous les secteurs d'activité dans chaque période d'observation. Nous constatons l'inutilité de prolonger ce tableau pour les autres périodes d'observation car les grandes activités se concentrent dans la période (N → N+13).

2.2.4- Les prévisions

Si nous déterminons le PIB en Ariary, nous trouvons PIB en dollar correspondant en fonction du taux de change. Alors, déterminons la prévision du PIB et celle de l'épargne pour la période N à N+3 après avoir vu celle des années 2011 et 2012. La formule utilisée sera celle de prévision de tendance.

- PIB à atteindre : $C_N = \text{Ar } 400\ 000\ 000\ 000\ 000$ au taux de change de Ar 1000
- Epargne à atteindre : Ar 85 197 000 000 000 au taux de change de Ar 1000

L'épargne de l'Afrique du Sud vaut 21% du total du PIB. Ce taux est largement supérieur par rapport à celui de Madagascar (tableau 9). Lors des calculs du PIB, ils seront calculés en milliard.

Tableau 14 : Prévisions du PIB malagasy (en milliard)

	A	B	...	K	L	M	N	O	P	Q	...
1		2000	...	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	...
2	Année t	1	...	10	11	12	13	N+1	N+2	N+3	...
3	PIB (en Ar)	5 377,00	...	16 729,00	18 264,00	19 292,64	20 704,59	...	...	30588,27	...

Sources : - Tableau n°8 (les colonnes B-->L)
- Nos prévisions (les colonnes M, N, Q)

$$y_{M3} = \text{PREVISION}(M2;B3:L3;B2:L2) \text{ ce qui donne } y_{M3} = 19\ 292,64 \text{ le PIB 2011}$$

$$y_{N3} = C_N = \text{PREVISION}(N2;B3:M3;B2:M2) \text{ ce qui donne } C_N = 20\ 704,59 \text{ le PIB 2012}$$

$$y_{Q3} = y_{N+3} = C_{N+3} = \text{PREVISION}(Q2;B3:O3;B2:O2) \text{ ce qui donne } C_{N+3} = 30\ 588,27 \text{ le PIB 2015}$$

Maintenant, nous allons déterminer les PIB (C) et l'année estimative de réalisation. Alors :

A - Concernant la deuxième éventualité :

Nous allons trouver la durée n_1 :

$$C_T = C_{N+3} (1+r_1)^{n_1}$$

$$n_1 = \frac{\ln C_T - \ln C_{N+3}}{\ln(1+r_1)}$$

Avec, $n = 4$ ans
 $r_1 = 10\%$

$$n_1 = \frac{\ln 400\ 000 - \ln 30\ 588,27}{\ln(1+0,1)}$$

Alors, $n_1 \approx 27$ ans

Déterminons maintenant l'année estimative de la réalisation notée R_1 :

$$R_1 = n + n_1$$

$$R_1 = 4 + 27$$

R₁ = 31 ans après N

B- Concernant la première éventualité :

Nous allons d'abord prévoir les valeurs du PIB (en milliard d'Arary) :

$$C_{N+6} = C_{N+3} \cdot (1+0,07)^3$$

Avec, $n_1 = 3$ ans

$$r_1 = 7\%$$

$$C_{N+6} = 30\ 588,27 \times 1,07^3$$

$$\text{Alors, } C_{N+6} = 37\ 471,95$$

$$C_{N+9} = C_{N+6} \cdot (1+0,09)^3$$

Avec, $n_2 = 3$ ans

$$r_2 = 9\%$$

$$C_{N+9} = 37\ 471,95 \times 1,09^3$$

$$\text{Alors, } C_{N+9} = 48\ 527,26$$

$$C_{N+13} = C_{N+9} \cdot (1+0,17)^4$$

Avec, $n_3 = 4$ ans

$$r_3 = 17\%$$

$$C_{N+13} = 48\ 527,95 \times 1,17^4$$

$$\text{Alors, } C_{N+13} = 90\ 935,90$$

$$C_{T-2} = C_{N+13} \cdot (1+r_4)^{n_4}$$

Avec, $n_4 = ?$

$$r_4 = 19\%$$

Cherchons d'abord « n_4 » en fonction de C_T connue (formule 3) :

$$C_T = C_{T-2} \cdot (1+r_5)^{n_5} \rightarrow C_T = (C_{N+13} \cdot (1+r_4)^{n_4}) \cdot (1+r_5)^{n_5}$$

$$(1+r_4)^{n_4} = \frac{C_T}{(1+r_5)^{n_5}}$$

$$(1+r_4)^{n_4} = \frac{C_T}{(C_{N+13} \cdot (1+r_4)^{n_4}) \cdot (1+r_5)^{n_5}}$$

$$n_4 = \frac{\ln C_T - \ln [C_{N+13} \cdot (1+r_5)^{n_5}]}{\ln (1+r_4)}$$

Avec, $n_5 = 2$ ans

$$r_5 = 18\% \quad \text{et} \quad r_4 = 19\%$$

$$n_4 = \frac{\ln 400\ 000 - \ln [90\ 935,90 \cdot (1+0,18)^2]}{\ln (1+0,19)}$$

$$\text{Alors, } n_4 = 6,61 \text{ ans} \approx 7 \text{ ans}$$

$n_4 = 6,61$ ans, alors, $(N+14 \rightarrow T-2)$ est environ 7 ans

C_{T-2} est maintenant calculable.

$$C_{T-2} = 90\ 935,90 \cdot (1+0,19)^{6,61}$$

Alors, $\underline{C_{T-2}=287\ 144,69}$

$$C_T = C_{T-2} \cdot (1+r_5)^{n_5}$$

Avec, $n_5 = 2$ ans
 $r_5 = 18\%$

$$C_T = 287\ 144,69(1+0,18)^2$$

$\underline{C_T=399\ 820,27}$

Sur le plan théorique, nous remarquons que Ar 400 000 en milliard n'est pas encore atteint. Mais la différence entre 400 000 et 365 688 n'est que 179,73 en milliard soit quelque mois après T à condition que le taux de croissance soit maintenu.

Déterminons maintenant l'année estimative de la réalisation notée R_2 :

$$R_2 = n + n_1 + n_2 + n_3 + n_4$$

$$R_2 = 4 + 3 + 3 + 4 + 7 = 21$$

D'après ci-dessous, il nous faut Ar 179,73 milliard pour atteindre 400 000 milliard d'Ariary. Donc, il nous faut 1 an de plus pour que la Bourse ne soit réalisable qu'à partir de T+1.

R₂ = 22 ans après N pour la deuxième éventualité

CONCLUSION

La Bourse est réalisable entre 22 et 31 ans après N. Alors, 22 ans au moins avec un rythme accéléré et 31 ans au plus avec un rythme peu normal est nécessaire pour rattraper l'Afrique du Sud. Passé ce délai, le chiffre à atteindre sera trop dépassé.

Le contexte macroéconomique malgache serait amélioré dès le N+7. Il serait total à partir de l'année N+10. Le pays peut retourner à la politique libérale vers l'année T-1, année avant laquelle les autres environnements boursiers seraient améliorés.

CONCLUSION GENERALE

Des macroéconomiques en bonne santé, l'adoption d'une politique libérale et l'amélioration des autres environnements boursiers, tels sont les grands facteurs clés de la possibilité de créer un Bourse. Les Gouvernements successifs malgaches ont déjà adoptés à plusieurs reprises des politiques économiques. Et même s'il y a le DCPE, DSRP et le MAP, il semble que toutes ces initiatives sont tombées en vain. Le pays reste toujours parmi les pays pauvres les plus endettés. Les résultats macroéconomiques que nous avons vus dans le second chapitre vérifient cette affirmation. Une telle situation ne permet pas de favoriser la mise en place d'un marché boursier.

Face à ces efforts tombés en vains ainsi que la persistance de la situation économique actuelle, nous avons pu faire une simulation relative à la détermination de l'année idéale à la mise en place d'un marché boursier. Cette simulation comporte un plan type de redressement économique. Ce plan n'est qu'un petit exemple parmi d'autres, mais son importance réside dans la détermination d'une date probable permettant de sortir Madagascar dans cette impasse. Cette date, à travers un planning, prévoit la situation macroéconomique du pays avec toutes les qualités convenables à la mise en place de la Bourse. En effet, les trois premières conditions requises citées dans la conclusion de la première partie ont été fournies par nos soins à travers le planning.

Dès le N+10, c'est à travers une initiative de l'Etat qu'on peut orienter, vers la culture de l'épargne, l'habitude du public que celui-ci soit résident ou diaspora. Concernant les diasporas qui disposent d'un pouvoir d'achat plus élevé, l'Etat devrait les sensibiliser en faveur du développement de Madagascar de façon à mobiliser ces fonds. Une fois si le public possède cette culture, on pourrait alors mobiliser leur épargne et attirer ensuite les petits investisseurs. De ce fait, la future banque de développement industriel devrait essayer d'attirer davantage de petits investisseurs en leur offrant les moyens de mettre leurs fonds en commun. Ceux-ci, les fonds en communs, offrirait de magnifiques perspectives aux Malgaches. A mesure que le pays progresserait sur le plan économique vers l'année N+10 et que le revenu disponible des particuliers s'accroîtrait, le montant de l'épargne ne pourrait manquer d'augmenter. Alors, les petits agents économiques à capacité de financement pourraient déposer leurs fonds en commun. Et ces fonds peuvent être utilisés par des sociétés aux fins d'investissement. Cela multiplierait le nombre des actionnaires.

Quoiqu'il en soit, l'Etat a un rôle incontournable dès la phase de préparation et lors de la mise en place de la Bourse. L'Etat devrait bâtir une économie résistante de façon à prioriser les nationaux dans le processus du développement. En cas de crise politique comme celle de l'état actuel, et pour éviter la défaillance de l'économie face à la fuite des capitaux étrangers, l'Etat devrait désormais privilégier les investisseurs nationaux. Ceux-ci devraient constituer les principaux acteurs économiques. De se fait, une économie résistante nécessite une forte participation des nationaux surtout au processus de privatisation.

Alors, dans le moment du retour au libéralisme vers l'année T-4, l'Etat ne devrait pas refaire la même erreur. Les banques de développement agricole et les banques de développement industriel appartenant à l'Etat ne pourraient être privatisées. Le but est de mettre en place un système de balise en faveur des paysans. Par contre, les autres entreprises créées pendant la phase de préparation du terrain peuvent être libéralisées au profit du secteur privé. Alors, Compte tenu du poids de l'Etat dans l'actionnariat des principales sociétés commerciales créées pendant la phase de préparation du terrain, l'Etat devrait ouvrir progressivement le capital des entreprises à privatiser par la voie d'une offre publique de vente. D'autre part, dès l'année T-1, l'Etat pourrait céder complètement ses participations minoritaires détenues dans les banques, autres que citées ci-dessus, directement sur le marché financier. Cela a pour objet d'alimenter le marché de titres pour faire face à une augmentation de la demande émanant des investisseurs institutionnels comme individuels.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

OUVRAGES

Douglass Cecil North, Institutions, institutional change and economic performance, Cambridge University press, 1990.

Ginglinger E., Le financement des entreprises par le marché des capitaux, PUF, 1991.

Jacquillat B. et Solnik B., Marchés financiers : gestion de portefeuille et des risques, 2002.

ARTICLES

Jean-Pierre Listre, « La puissance du système bancaire sud-africain : prélude à un leadership continental ou parenthèse étonnante ? », Afrique contemporaine, 2004/2 n°210, p. 119-143.

Levine Ross, « Les marchés boursiers stimulent la croissance », Finance et développement, mars 1996, p.6-10.

Mampassi J.A., « Les marches émergentes en Afrique sub-saharienne : Atouts et handicaps », Marchés Tropicaux, n° 256, 6 février 1996.

Plane P., « La privatisation des services publics en Afrique sub-saharienne : Enjeux et Incertitudes », Revue Economique, Vol.47 N°6, 1996, p. 1409-1421.

Popiel P. A., « Système financier en Afrique sub-saharienne », Documents de synthèse de la BM, Série du département technique Afrique, BM, Washington, 1995, D.C. P95.

RAPPORTS/PUBLICATIONS MALAGASY

CREAM, « Climat des affaires à Madagascar : la perception des entreprises », Cahier de Recherche et Analyse Economique, Mai 2007.

Ministère de l'économie, des finances et du budget, Madagascar, « Un marché boursier peut-il être institué à Madagascar », Revue économique DGE, Avril 2004.

Ministère de l'économie, des finances et du budget, Madagascar, « Rapport économique et financier 2005-2006 », Revue économique DGE, Octobre 2006.

Ministère de la justice, Madagascar, Droit Bancaire, Mise à jour du 31 janvier 1998.

RAPPORTS/PUBLICATIONS INTERNATIONALES

Banque mondiale et Banque africaine de développement, *Rapport sur la compétitivité en Afrique 2009*. Publication. World Economic Forum, <http://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Publications/Africa%20Competitiveness%20Report%202009.pdf>.

Banque mondiale, *Rapport sur le développement dans le monde 2002*, Communiqué de presse n°:2002/074/S, <http://go.worldbank.org/2RSCB5Z840>

Joseph, Anne. *La réforme du secteur financier en Afrique*. Document de travail n° 190. Paris : Centre de Développement de l'OCDE, 2002. OCDE. <http://www.oecd.org/dataoecd/35/2/2771291.PDF>.

Université de Sherbrooke, *Perspective monde*, 14 mars 2012.

LISTE DES ANNEXES

Annexe I : Textes relatifs à la Banque Centrale de Madagascar

Annexe II : Textes relatifs aux Commission de Supervision Bancaire et Financière

Annexe III : Extrait des textes

Annexe IV : Base de calcul de prévision

Annexe V : Planning des grandes tâches

Annexe VI : Planning des tâches élémentaires

Annexe I : Textes relatifs à la Banque Centrale de Madagascar

(2000 textes, mis à jour le 1^{er} mai 2005)

LOI N° 2003-004 modifiant les dispositions de l'article 7 de la loi n°94-004 du 10 juin 1994 portant statuts de la Banque centrale de Madagascar

Loi n° 62-041 ratification de l'adhésion FMI et BIRD

Loi n° 94-004 Banque Centrale

Ordonnance.73-032 dévolution à la Banque centrale

Ordonnance.73-008 mobilisation crédits

Ordonnance.83-027 refinancement de la dette extérieure

DECRET N° 2004-1041 Consacrant l'émission de nouvelles pièces de monnaie de Ariary 2 et Ariary 1

DECRET N° 2004-1040 Consacrant l'émission de Nouveaux Types de Billets de Ariary 1.000, Ariary 500, Ariary 200 et Ariary 100

DECRET N° 2004-320 portant modification de certaines dispositions de l'article 5 du décret n° 2003-781 du 8 juillet 2003 consacrant l'émission de nouveaux types de billets de Ariary 10 000, Ariary 5000 et Ariary 2000 par la Banque Centrale de Madagascar

Décret 99-334 destruction de billets

Décret 73-167 montant du capital de la Banque centrale

Annexe II : Textes relatifs aux Commission de Supervision Bancaire et Financière

(2000 textes, mis à jour le 1^{er} mai 2005)

[Instruction N° 008-CR/94 du 11 mai 1994 fonds propres disponibles banques et établissements financiers](#)

[Instruction N° 001/94/CCBEF du 11 mai 1994 relative aux positions de change des banques et établissements financiers](#)

[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° 001/97/CSBF du 7 février 1997relative aux conditions d'Arrêté périodique et annuel des comptes des établissements de crédits](#)

[Instruction N° 002/97/CSBF du 2 juin 1997 relative à l'agrément des établissements de crédit](#)

[Instruction N° 003/97/CSBF du 2 juin 1997 relative aux conditions de capital des établissements de crédit](#)

[Instruction N° 004/97/CSBF du 2 juin 1997 relative aux règles de provisionnement des risques des établissements](#)

[Décision n° 2/00 CSBF agrément BSM](#)

[Décision n° 2/99 CSBF BOA](#)

[Décision n° 4/99 CSBF BTM](#)

Annexe III : Extrait des textes

III.I - Extrait de la loi n°94-004 portant statuts de la Banque Centrale de Madagascar modifiée par la loi n°2003-004 du 7 Juillet 2003

Article premier : « La Banque Centrale de Madagascar (BCM), ci-après dénommée la “BANQUE CENTRALE”, est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière ».

Art 37 : « En vue de protéger les intérêts des épargnants et d'assurer au marché des valeurs mobilières un bon fonctionnement, l'autorisation préalable de la BCM est nécessaire pour toute émission publique de valeurs mobilières à Madagascar, à l'exclusion des valeurs émises par le Trésor.»

III.I - Extrait de la loi n°2003-004 du 7 Juillet 2003 modifiant les dispositions de l'article 7 de la loi n°94-004 du 10 juin 1994 portant statuts de la Banque Centrale de Madagascar

Art 7 (nouveau) : L'Ariary est l'unité monétaire de Madagascar.

Pour calculer la prévision de tendance :

Formule 1 (formule sous Excel) :

$$f(x)=\text{PREVISION}(X ; Y_{\text{connus}} ; X_{\text{connus}})$$

Pour calculer la prévision de croissance :

Dans ce cas, utilisons la formule initiale de croissance pour une période de un an : $C_1 = C_0 + C_0 \cdot r_1$

Pour « P » la période, « r » le taux de croissance et « n » la durée de l'année alors,

Après 1^{ère} période de n_1 an(s) : $C_1 = C_0(1+r_1)^{n_1}$

si $r = r_1$ alors, $C_1 = C_0(1+r)^{n_1}$

Après 2^{ème} période de n_2 an(s) : $C_2 = C_1(1+r_2)^{n_2} = C_0(1+r_1)^{n_1} \cdot (1+r_2)^{n_2}$

si $r = r_1 = r_2$ alors, $C_2 = C_0(1+r)^{n_1+n_2}$

Après 3^{ème} période de n_3 an(s) : $C_3 = C_2(1+r_3)^{n_3} = C_0(1+r_1)^{n_1} \cdot (1+r_2)^{n_2} \cdot (1+r_3)^{n_3}$

si $r = r_1 = r_2 = r_3$ alors, $C_3 = C_0(1+r)^{n_1+n_2+n_3}$

...

Après P^{ème} période de n_p an(s) : $C_p = C_{p-1}(1+r_p)^{n_p} = C_{p-2}(1+r_{p-1})^{n_{p-1}} \cdot (1+r_p)^{n_p}$ et si C_p en fonction de

C_0 alors, $C_p = C_0(1+r_1)^{n_1} \cdot (1+r_2)^{n_2} \cdot (1+r_3)^{n_3} \times \dots \times (1+r_{p-1})^{n_{p-1}} \cdot (1+r_p)^{n_p}$

Formule 2

si $r = r_1 = r_2 = r_3 = \dots = r_{p-1} = r_p$ alors, $C_p = C_0(1+r)^{n_1+n_2+n_3+\dots+n_{p-1}+n_p}$,

si $r \neq r_1 \neq r_2 \neq r_3 \neq \dots \neq r_{p-1} \neq r_p$ alors, $C_p = \sum_{i=1}^p C_0(1+r_i)^{n_i}$

Pour déterminer n_k pour $1 \leq k < p$ alors, on fait l'égalité suivante :

$$(1+r_k)^{n_k} = \frac{C_p}{\sum_{i=1}^p C_0(1+r_i)^{n_i} \cdot (1+r_k)^{-n_k}}$$

$$(1+r_k)^{n_k} = \frac{C_p}{[C_0(1+r_1)^{n_1} \cdot (1+r_2)^{n_2} \cdot (1+r_3)^{n_3} \times \dots \times (1+r_k)^{n_k} \times \dots \times (1+r_p)^{n_p}] \cdot (1+r_k)^{-n_k}}$$

$$n_k = \frac{\ln C_p - \ln \left[\frac{C_0 (1+r_1)^{n_1} \cdot (1+r_2)^{n_2} \cdot (1+r_3)^{n_3} \cdots x (1+r_j)^{n_j} \cdots x (1+r_p)^{n_p}}{(1+r_k)^{n_k}} \right]}{\ln(1+r_k)}$$

Ou,

$$n_k = \frac{\ln C_p - \ln \left[\frac{C_0 (1+r_1)^{n_1} \cdot (1+r_2)^{n_2} \cdot (1+r_3)^{n_3} \cdots x (1+r_j)^{n_j} \cdot (1+r_k)^{n_k} \cdots x (1+r_p)^{n_p}}{(1+r_k)^{n_k}} \right]}{\ln(1+r_k)}$$

$$\text{Or, } C_0 (1+r_1)^{n_1} \cdot (1+r_2)^{n_2} \cdot (1+r_3)^{n_3} \cdots x (1+r_j)^{n_j} = C_j \quad \text{avec } 1 \leq j < k$$

Simplification si on connaît la valeur de C_j

Formule 3

$$n_k = \frac{\ln C_p - \ln \left[\frac{C_j (1+r_k)^{n_k} \cdots x (1+r_p)^{n_p}}{(1+r_k)^{n_k}} \right]}{\ln(1+r_k)}$$

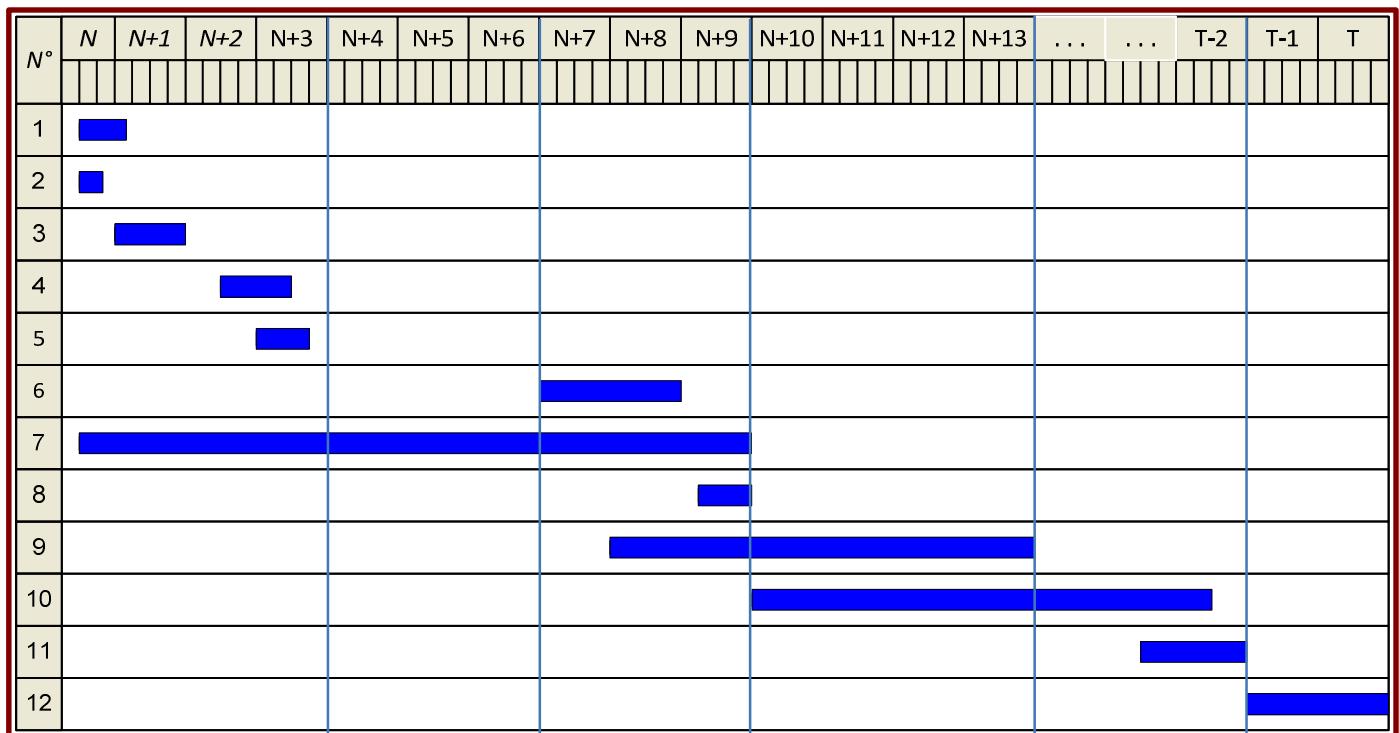
Si pour calculer n_p (par déduction) :

$$n_p = \frac{\ln C_p - \left[\frac{C_{p-1} (1+r_p)^{n_p}}{(1+r_p)} \right]}{\ln(1+r_k)}$$

Formule 4

$$n_p = \frac{\ln C_p - \ln C_{p-1}}{\ln(1+r_k)}$$

Annexe V : Planning des grandes tâches



- 1 : Phase d'initiation
- 2 : Phase de conception d'un programme économique et social
- 3 : Mise en place des institutions adaptées
- 4 : Mise en œuvre des politiques conjoncturelles
- 5 : Amélioration du système éducatif
- 6 : Multiplication des centres universitaires
- 7 : Mise en œuvre de la politique agricole
- 8 : Mise en œuvre des politiques conjoncturelles
- 9 : Mise en œuvre des autres politiques structurelles
- 10 : Rupture provisoire avec le libéralisme
- 11 : Préparation du retour au libéralisme (deux ans avant T-1)
- 12 : Mise en place définitive du marché boursier

Annexe VI : Planning des tâches élémentaires

N°	N	N+1	N+2	N+3	N+4	N+5	N+6	N+7	N+8	N+9	N+10	N+11	N+12	N+13	...
	03|04	01|02	03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04	01|02|03|04
7.1															
7.2															
7.3															
7.4															
7.5															
7.6															
7.7															
7.8															
7.9															
9.1															
7.10															
7.11															
9.2															
7.12															
9.3															
9.4															
9.5															

7 : Mise en œuvre de la politique agricole

- 7.1 : Dina dans chaque Région
- 7.2 : Installation des brigades de sécurité
- 7.3 : Amélioration du système foncier
- 7.4 : Subvention accordée aux industries d'engrais
- 7.5 : Amélioration des canaux d'irrigations
- 7.6 : Fournitures outils agricoles
- 7.7 : Fournitures des engrais aux agriculteurs
- 7.8 : Electrification rurale
- 7.9 : Constructions des voies routières
- 7.10 : Achat et acquisition des engins agricoles
- 7.11 : Installation des banques de développement agricole
- 7.12 : Installation des industries d'équipement agricole

9 : Mise en œuvre des autres politiques structurelles

- 9.1 : Augmentation du Capital de SONAPAR
- 9.2 : Formations entrepreneuriales
- 9.3 : Multiplication du nombre des zones manufacturières
- 9.4 : Installation des banques de développement industriel
- 9.5 : Développement des autres secteurs d'activités économiques

TABLE DES MATIERES

REMERCIEMENTS	I
SOMMAIRE	01
AVANT-PROPOS	02
LISTE DES ACRONYMES, ABREVIATIONS ET SIGLES	03
LISTE DES TABLEAUX, DES FIGURES ET DES GRAPHIQUES	05
INTRODUCTION GENERALE	06
PARTIE I : CONDITION POUR LA CREATION D'UN MARCHE BOURSIER	08
Chapitre 1- Conditions tirées à partir de la vision des Spécialistes.....	08
Section 1.1- Deux visions contradictoires à propos de la Bourse.....	08
1.1.1- La Bourse contribue à la croissance économique selon Lévine	08
1.1.2- La théorie de John Maynard Keynes à propos de la Bourse	09
1.1.2.1- Ses critiques	09
1.1.2.2- Ses solutions proposées	10
Section 1.2- Deux visions complémentaires à propos de l'institution	12
1.2.1- Le cadre de la nouvelle économie institutionnelle de North	12
1.2.1.1- Rôle des « institutions »	12
1.2.1.2- Evolution des « institutions »	13
1.2.1.3- Mise en place des institutions adaptées	13
1.2.2- Vision de la BM à propos des institutions actuelles	14
1.2.2.1- Complexité et inefficacité des institutions	14
1.2.2.2- Inexistence d'un modèle universel	14
1.2.2.3- La réduction de la pauvreté passe par l'amélioration des Institutions	15

Chapitre 2- Conditions tirées à partir des émergences de la Bourse en Afrique	16
Section 2.1- Analyse de performance des Bourses en Afrique	16
2.1.1- Etude comparative	16
2.1.1.1- Marchés des actions	16
2.1.1.2- Marché des obligations	18
2.1.2- Caractéristique des environnements boursiers au sud du Sahara	18
2.1.2.1- Contexte macro-économique	19
2.1.2.2- Secteur financier	19
2.1.2.3- L'environnement juridique et réglementaire	19
2.1.2.4- Cadre fiscal	20
2.1.2.5- Autres obstacles rencontrés	20
Section 2.2- Choix des échantillons	20
2.2.1- Zone francophone dans l'UEMOA : facteurs d'émergence de la BRVM	21
2.2.1.1- Les facteurs économiques	21
2.2.1.2- Les facteurs institutionnels	21
2.2.1.3- L'inadéquation du système financier	22
2.2.2- Pays anglophone : expériences de l'Afrique du Sud	24
2.2.2.1- Sur le plan financier	24
2.2.2.2- Sur le plan industriel	25
2.2.2.3- Sur le plan budgétaire	26
Chapitre 3- Conditions tirées à partir du cas malgache.....	27
Section 3.1- Les acteurs du système financier malgache	27
3.1.1- La Banque Centrale et la CSBF.....	27
3.1.2- Les établissements bancaires	28

3.1.3- Les acteurs non-bancaires	28
3.1.3.1- Le capital risque	29
3.1.3.2- Les établissements d'épargne contractuelle	29
3.1.4- Le crédit-bail et le microcrédit	30
Section 3.2- Les marchés financiers existant	30
3.2.1- Le marché des bons de Trésor (BTA).....	30
3.2.1.1- Le marché primaire des BTA	30
3.2.1.2- Le marché secondaire des BTA	31
3.2.2- MADABOURSE, une initiative récente.....	31
3.2.2.1- Les contraintes sur les offres de titres	31
3.2.2.2- Les contraintes sur la demande de titres	31
Section 3.3- Diagnostic du système financier malgache	32
3.3.1- Les forces	32
3.3.2- Les faiblesses	32
CONCLUSION.....	33
PARTIE II : MADAGASCAR, VERS L'ESSOR D'UN MARCHE BOURSIER.....	35
Chapitre 1- Analyse des contraintes.....	35
Section 1.1- Efforts mis en œuvre	35
1.1.1- Politiques macroéconomiques	35
1.1.1.1- Politique budgétaire	35
1.1.1.2- Politique monétaire	35
1.1.2- Politiques d'investissement.....	36
1.1.2.1- Investissements publics	36
1.1.2.2- Investissements privés	37

Section 1.2- Résultats de ces efforts	39
1.2.1- Présentation du tissu industriel à Madagascar	39
1.2.1.1- Présentation statistique	39
1.2.1.2- Contraintes	39
1.2.2- Affluence d'IDE depuis 2006	40
1.2.2.1- Analyse par les branches d'activités	40
1.2.2.2- Augmentation du niveau de Capital social	41
1.2.3- Impact macroéconomique	42
1.2.3.1- Variation de la croissance	42
1.2.3.2- Position extérieure	43
1.2.3.3- Instabilité du taux d'inflation	44
1.2.3.4- Faiblesse du pouvoir d'achat	44
1.2.3.5- Faiblesse du taux d'épargne	45
Section 1.3- Bilan économique	46
1.3.1- Présentation des problèmes économiques actuels	46
1.3.2- Le libéralisme est-il donc en échec.....	48
1.3.2.1- L'investissement à outrance	48
1.3.2.2- La période de l'ajustement	49
1.3.2.3- Résultat constaté	50
Chapitre 2- Essai de simulation	51
Section 2.1- Préparation du terrain.....	51
2.1.1- Refonte du système actuel.....	51
2.1.1.1- Réorganisation des problèmes dans le niveau 1 et le niveau 2	51
2.1.1.2- Rupture provisoire avec le libéralisme	52
2.1.2- Mise en œuvre des politiques économiques harmonieuses.....	53
2.1.2.1- Politiques structurelles	53
2.1.2.2- Politiques conjoncturelles	54

Section 2.2- Simulation.....	55
2.2.1- Base de calcul	55
2.2.2- Présentation des éventualités possibles	55
2.2.3- Présentation des moyens	57
2.2.4- Les prévisions	58
CONCLUSION.....	60
CONCLUSION GENERALE	61
REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES	II
LISTE DES ANNEXES	IV
Annexe I : Textes relatifs à la BCM	V
Annexe II : Textes relatifs aux Commission de Supervision Bancaire et Financière	VI
Annexe III : Extrait des textes.....	VII
Annexe IV : Base de calcul de prévision	VIII
Annexe V : Planning des grandes tâches.....	X
Annexe VI : Planning des tâches élémentaires	XI
TABLE DES MATIERES	XII